

Basisstudie

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe
 +49 69 71 91 838-46
 roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals NEUTRAL)

Fairer Wert

€ 40,50

(vormals € 28,60)

GJ 2010: operative Margen weiter verbessert

- Umsatz und Ergebnis wiederum gesteigert (+10%, +26%)
- Übernahmeangebot an IBt-Aktionäre führt zu deutlichem Ausbau der Beteiligung und erhöht die Partizipation am wirtschaftlichen Erfolg des Tochterunternehmens auf nunmehr 72% (zuvor 38,5%)
- Expansionsstrategie im Therapiesegment in Richtung USA gescheitert:
 - Unstimmigkeiten in der Bilanz- und GuV der Core Oncology
 - Abschreibung Darlehen an Core Oncology i.H.v. €1,4 Mio.
 - Übernahmeangebot für Theragenics Corp. zurückgezogen
- Eigenkapitalquote nach IBt-Übernahme und Dividendenzahlung wieder stabil bei 51%
- Komfortable Liquidität von knapp €30 Mio.
- Dividendenvorschlag für 2010: €0,60 (Vorjahr: €0,45)

Die Eckert und Ziegler AG (EZAG) ist ein Spezialist für die Handhabung, Verarbeitung und Entsorgung von radioaktiven Stoffen. Sie produziert radioaktive Komponenten und Stoffe für die Messtechnik, die nuklearmedizinische Bildgebung sowie die Diagnose und Behandlung von Krebs. In vielen Nischen des Isotopenmarktes ist der Konzern dabei global oder zumindest europaweit führend - auch durch kontinuierliche und zielgerichtete Akquisitionstätigkeit.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen einen Gesamtumsatz von €111,1 Mio. generiert (+10% ggü. Vj.) und dabei einen Gewinn i.H.v. €9,4 Mio. nach Minderheiten (+26%, ohne Sondereffekte in 2009) erwirtschaftet. Dies entspricht einer Steigerung der Nettomarge um gut 1%-Punkt im Vergleich zum Vorjahr. Das EBIT beträgt €16,6 Mio. und ist damit c.p. um 14% gestiegen; die EBIT-Marge hat sich hierbei leicht auf 14,9% verbessert (+0,5 %-Punkte). Der operative Liquiditätszufluss lag mit €15,0 Mio. deutlich unter dem Vorjahr (-32%). Dieser Rückgang ist einem kapitalbindenden Anstieg des Nettoumlaufvermögens (NUV) um €8,9 Mio. geschuldet; gleichwohl stellt dies im Wesentlichen eine Rückkehr auf das Normalniveau dar, da 2009 hohe Anzahlungen für Anlagenlieferungen das NUV überproportional schmälerten. Der Barmittelbestand zum Ende der Berichtsperiode beträgt knapp €30 Mio., was wir durchaus als komfortabel erachten.

Auf Basis unserer DCF- und Peer Group-Analyse ermitteln wir einen fairen Wert von €40,50 und bewerten die Aktie mit „Kaufen“.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2010a	111,1	26,4	16,6	14,4	9,4	1,81	0,45	14,9%	8,5%
2011e	118,9	29,3	18,6	16,6	10,5	2,01	0,60	15,6%	8,9%
2012e	126,0	32,2	20,8	19,1	12,2	2,32	0,60	16,5%	9,7%
2013e	132,3	35,4	23,5	22,0	14,1	2,68	0,70	17,7%	10,6%
2014e	137,6	38,9	26,5	25,2	16,2	3,08	0,80	19,2%	11,8%

Quelle: BankM-Research

Branche	Medizintechnik
WKN	565970
ISIN	DE0005659700
Bloomberg/Reuters	EUZ GY Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Quartalsbericht Q1/2011	3. Mai 2011
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	Prime Standard

Finanzkennzahlen	2011e	2012e	2013e
EV/Umsatz	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	5,7	5,2	4,7
EV/EBIT	9,0	8,0	7,1
P/E bereinigt	15,1	13,0	11,3
Preis/Buchwert	2,1	1,9	1,7
Preis/FCF	14,3	12,1	9,7
ROE	14,6	15,2	15,6
Dividendenrendite	2,0	2,0	2,3

Anzahl Aktien (Mio. Stück)	5,260
Marktkap. / EV (Mio. €)	159,8 / 166,8
Free float	64,2%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	305,700
12 Monate hoch/tief (XETRA-Schluss)	€ 31,45 / 18,06
Kurs 08.04.2011 (XETRA-Schluss)	30,20 €
Performance	
absolut	1M 11,7% 6M 24,3% 12M 40,0%
relativ	7,7% 13,2% 6,4%
Vergleichsindex	MEDTECH PERFORM.



Eckert & Ziegler AG (blau/schwarz), Performance
 1 Jahr vs. DAX Subsector MedTech (rot/grau)
 Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Inhalt

INVESTITIONSKRITERIEN	3
UNTERNEHMENSPROFIL	3
Geschäftsmodell	3
Wesentliche strategische Entwicklungen im GJ 2010 bis heute	5
Unternehmensgeschichte	6
Management	8
Aktionärsstruktur	9
Produkte	10
MÄRKTE UND STRATEGIEN	16
ERTRAGS-, VERMÖGENS- UND FINANZLAGE	20
Gewinn- und Verlustrechnung / Segmentbetrachtung	20
Kapitalflussrechnung	23
Bilanz	23
BEWERTUNG	25
DCF-Analyse	25
Peer Group-Vergleich	27
Bewertungsfazit	29
ENTWICKLUNG DER AKTIE	29
SWOT-ANALYSE	30
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	31

Investitionskriterien

- Führende Stellung in zahlreichen Nischen des Radioisotopen-Marktes, in vielen Produktgruppen dabei europaweiter oder globaler Marktführer
- Breite Diversifizierung des Portfolios reduziert das Risiko gegenüber negativen produktspezifischen und makroökonomischen Einflüssen
- Ein seit Jahren eingespieltes, erfahrenes Management-Team, das wiederholt gezeigt hat, dass es sich bietende Opportunitäten erkennen und durch strategische Maßnahmen (ausgeprägte Akquisitionsaktivität) ausnutzen kann
- Neues Geschäftsfeld „Umweltdienste“ (Aufbereitung von radioaktiven Abfällen) vergrößert die Wertschöpfungstiefe
- Konsistent hohe Wachstumsraten beim Umsatz, seit drei Jahren zweistellig
- Durchgängig profitabel seit 11 Jahren
- Das Management hat die angekündigten Unternehmensziele immer umgesetzt. So wurde in 2010 die eigene Schätzung sogar um knapp 6% übertroffen sowie die Ertragskraft und Selbstfinanzierung des Konzerns gestärkt

Unternehmensprofil

Geschäftsmodell

Die Eckert & Ziegler AG (EZAG) ist eine Holding mit mehreren weltweit operativ tätigen Tochterunternehmen, die in vier Segmenten mit jeweils homogenen Kundengruppen zusammengefasst sind. Im Segment „Therapie“ finden sich dabei Produkte für Strahlentherapeuten, insbesondere schwach radioaktive Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs und Afterloader zur temporären Tumorbestrahlung, im Segment „Isotope Products“ sind messtechnische Komponenten und radioaktive Rohmaterialien zusammengefasst, das Segment „Radiopharma“ bündelt Artikel für Nuklearmediziner und im Segment „Umweltdienste“ werden Entsorgungsdienstleistungen für schwach radioaktive Abfälle angeboten.

Insgesamt umfasst das Produktspektrum des Konzerns 16 Hauptproduktgruppen:

Segment Therapie

1. Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs
2. Tumorbestrahlungsgeräte
3. Therapiezubehör
4. Ophthalmologische Produkte
5. Sonstige Therapieprodukte

Segment Isotope Products

6. Radioaktive Komponenten für die industrielle Messtechnik
7. Strahlenquellen für die nuklearmedizinische Bildgebung

**Breites, diversifiziertes
Produktportfolio**

8. Kalibrier- und Messquellen
9. Rohisotope und sonstige Produkte

Segment Radiopharma

10. Radioaktive Kontrastmittel (FDG)
11. Synthesemodule (Modular Lab)
12. Generatoren für Radioisotope (Zyklotrone)
13. Radiopharmazeutika (Yttrium-90)
14. Auftragsfertigung

Segment Umweltdienste

15. Entsorgung schwachradioaktiver Abfälle
16. Quellenentsorgung

Stärke: Erkennen und Realisieren von Opportunitäten

In seiner Geschichte hat das Unternehmen mehrfach strukturelle Maßnahmen ergriffen, um sich strategisch in den oben genannten Märkten zu positionieren und somit flexibel auf Marktveränderungen und Opportunitäten zu reagieren. Dies äußert sich u.a. in Unternehmens- und Produktzukaufen aber auch in Desinvestitionen einzelner Geschäftsfelder, die in den Augen des Managements nicht oder nicht mehr ausreichend rentabel im Sinne der Eigenkapitalrendite sind.

Darüber setzt der Konzern auf eigene Entwicklungsaktivitäten. Beispielhaft seien an dieser Stelle die Synthesemodulefamilie „Modular Lab“ sowie verbesserte Implantate zur Behandlung von Prostatakarzinomen genannt.

Risikostreuung durch Diversifikation des Produktportfolios

Obwohl die gemeinsame Basis der unternehmerischen Wertschöpfung ausschließlich in der Verarbeitung und Vermarktung von Radioisotopen liegt, ist das Unternehmen durch die klar abgegrenzten Anwendungsgebiete - und damit einhergehend die unterschiedlichen Adressaten der einzelnen Segmente - durchaus breit diversifiziert. Dies führt zu unterschiedlichen Sensitivitäten gegenüber marktspezifischen und makroökonomischen Einflüssen und reduziert in Summe die Anfälligkeit des Konzerns gegenüber nachteiligen Veränderungen in einzelnen Marktsegmenten. Die Integration eines derart diversifizierten Produktportfolios innerhalb einer Unternehmensgruppe zeichnet die EZAG gegenüber ihren Wettbewerbern im Radioisotopen-Markt aus. Es gibt unseres Wissens keinen Wettbewerber, der diese breite Palette anbietet; vielmehr finden sich Unternehmen mit jeweiligen Spezialisierungen auf einzelne Segmente.

Internationale Geschäftstätigkeit

Eckert & Ziegler positioniert sich weltweit. Mit einigen Hauptproduktgruppen ist der Konzern - aus Gründen des Wettbewerbsumfelds - nur in ausgesuchten geographischen Märkten tätig, etwa bei den Prostatakrebsimplantaten (derzeit nur in Europa und den angrenzenden Gebieten vertrieben) oder bei den Rohisotopen (nur in Nordamerika). Die Vertriebsstrategie besteht aus einer Mischung aus Eigenvertrieb und indirektem Absatz über Distributoren und richtet sich im Wesentlichen nach regionalen Gegebenheiten.

Die durchschnittliche Anzahl der im Unternehmen beschäftigten Mitarbeiter stieg im GJ 2010 auf 540.

Wesentliche strategische Entwicklungen im GJ 2010 bis heute

Akquisition IBt

Mit einer Annahmquote im Rahmen des Pflichtübernahmeangebots an die IBt-Aktionäre v. 55,1% baute die EZAG-Gruppe ihre Beteiligung an der International Brachytherapy S.A. (IBt Bebig) von 38,5% auf 71,9% weiter aus.

Im Juni 2010 erhielt die IBt von einem französischen Klinik-Konsortium, bestehend aus 20 namhaften Krebskliniken, den Auftrag zur Lieferung von Seeds zur Behandlung früher Stadien des Prostatacarcinoms für die Dauer von drei Jahren.

Derzeit entwickelt das Unternehmen Seeds auf Kunststoffbasis und erhofft sich damit eine Vergrößerung der Marktanteile sowie die Erschließung neuer Absatzmärkte, z.B. in Schwellenländern.

Die IBt hat im Geschäftsjahr 2010 einen Umsatz i.H.v. €32,1 Mio. erzielt und dabei ein Ergebnis von €1,5 Mio. erwirtschaftet.

**Ausbau Beteiligung
an IBt auf 71,9%**

Möglicher Wiedereintritt in den US-Markt

Der ursprünglich geplante Wiedereintritt in den US-Markt über eine strategische Partnerschaft mit Core Oncology ist gescheitert. IBt hat eine Klage auf Täuschung wegen erheblich zu korrigierender Bilanz- und Gewinnzahlen gegen Core Oncology eingereicht. Das von IBt an das amerikanische Unternehmen vergebene Darlehen i.H.v. €1,4 Mio. wurde in 2010 vollständig abgeschrieben.

Im Februar 2011 unterbreitete die EZAG ein unverbindliches Übernahmeangebot für die Theragenics, Inc. (NYSE: TGX). Nachdem dieses vom Verwaltungsrat der Theragenics abgelehnt wurde, hatte sich das Management der EZAG entschlossen, am 17. März 2011 den Aktionären der Theragenics ein öffentliches, freibleibendes Angebot zu unterbereiten; dieses betrug \$2,20 je Aktie resultierend in einem Gesamtvolumen von ca. \$74 Mio. Bezogen auf den Schlusskurs vom 16. März 2011 entsprach dies einer Prämie von 38,4% bzw. 15,8% auf das 52-Wochen-Hoch.

Für die Finanzierung der potentiellen Übernahme der ausstehenden Theragenics-Aktien (wahrscheinlich via des belgischen Tochterunternehmens IBt Bebig) lagen dem Konzern bereits Kreditzusagen vor. Mit der Pressemeldung vom 7. April 2011 teilte EZAG mit, dass das Übernahmeangebot zurückgestellt wird. Grund hierfür sei die mangelnde Gesprächsbereitschaft des Verwaltungsrats der Theragenics.

**Markteintritt in die
USA gescheitert**

Theragenics ist in den USA eines der führenden Brachytherapie-Unternehmen. Bei ihren Hauptprodukten TheraSeed® und I-Seed handelt es sich um Palladium103- bzw. Jod125-basierte Seeds für die minimal-invasive Therapie von frühen Stadien des Prostatacarcinoms. Unserer Einschätzung nach gibt es eine substantielle Schnittmenge zu der zweitstärksten Umsatz- und Ertragssäulen der Eckert & Ziegler AG, nämlich dem Therapiesegment. Strategisch ergäbe sich die Möglichkeit - neben einer Erweiterung des Produktportfolios und Hebung von Synergien - erneut auf dem amerikanischen Markt Fuß zu fassen.

Im Jahre 2010 betrug der Umsatz im Segment Brachytherapie €16,7 Mio., wobei eine EBIT-Marge von 15,5% erzielt werden konnte. Die Segmentmarge seitens IBt lag im Geschäftsjahr 2010 - bedingt durch Restrukturierungsaufwendungen im Zusammenhang mit der Integration in den EZAG-Konzern - bei 11,4%.

Unternehmensgeschichte

- 2011 EZAG schließt langfristigen Vertrag mit der ungarischen Euromedic ab. Beabsichtigt ist die Lieferung von FDG (Fluor-18-Desoxyglukose) an polnische Diagnosezentren sowie die Errichtung einer pharmazeutischen Fabrik in Warschau
- YTTRIGA (Yttrium-90-Chlorid) als Komponente für zahlreiche Radiotherapeutika erhält Arzneimittelzulassung auf unbestimmte Zeit
- 2010 IBt Bebig erwirbt zu 100% das Softwarehaus SonoTech, das auf Planungssoftware für Bestrahlungen spezialisiert ist.
- Strategische Allianz mit Karlsruher Zyklotron AG zur Herstellung von FDG.
- IBt Bebig stellt erstmals Miniimplantate (SmartSeed®) auf Kunststoffbasis auf Fachkongress ESTRO vor
- EZAG wird Hauptlieferant für Yttrium-90, der radioaktiven Komponente des Krebsmedikaments ZEVALIN® des US-Arzneimittelherstellers Spectrum Pharmaceuticals
- Tochterunternehmen f-con erhält Zuschlag zur Lieferung von Radiodiagnostika an die Medizinische Universität Danzig im Volumen von ca. 1,3 Mio. EUR
- IBt Bebig schließt mit einem Konsortium von 20 namhaften französischen Krebsforschungszentren einen Liefervertrag von Miniaturimplantaten im Wert von mehreren Millionen Euro ab
- EZAG übernimmt die verbleibenden 30% am Berliner Pharmabetrieb EURO-PET Berlin Zyklotron GmbH, die kurzlebige Radioisotope für die nuklearmedizinische Bildgebung herstellen
- EZAG erhöht Beteiligung an IBt von 38,5% auf 71,9% im Rahmen eines Pflichtübernahmeangebots; Annahmequote: 55%
- 2009 EZAG unterbreitet Übernahmeangebot an IBt
- Erfolgreicher Abschluss einer weiteren Kapitalerhöhung; Emissionserlös: €21,5 Mio.
- IBt schließt umfangreiche Allianz mit dem kalifornischen Implantathersteller Core Oncology, Inc. und bereitet damit den Wiedereintritt in den amerikanischen Markt vor
- IBt und russischer Staatsfonds gründen Gemeinschaftsunternehmen zur Herstellung von Prostatakrebsimplantaten in Russland
- EZAG wird Auftragsproduzent für ein neuartiges Krebsmedikament des amerikanischen Arzneimittelentwicklers Molecular Insight Pharmaceuticals zur Behandlung von neuroendokrinen Tumoren
- Erwerb des Braunschweiger Isotopenspezialisten Nuclitec GmbH
- Kapitalerhöhung zur Teilfinanzierung des Erwerbs der Nuclitec GmbH; Emissionserlös: €3,1 Mio.
- 2008 Verkauf der Tumorgerätesparte und weiterer Produkte zur Krebsbehandlung mit einem Umsatzvolumen von zusammen etwa €10 Mio. an die belgische International Brachytherapy S.A. (IBt)

Eckert & Ziegler AG

11. April 2011

Unternehmensprofil - 7/33 -

- Das kalifornische Tochterunternehmen Eckert & Ziegler Isotope Products, Inc. erwirbt die Industriequellensparte des Konkurrenten North American Scientific
- Einbringung der Tochtergesellschaft Eckert & Ziegler Bebig GmbH in die belgische International Brachytherapy S.A. (IBt). Eckert & Ziegler hält 29,9% der Anteile an IBt.
- 2007 Erwerb des Bonner Radiopharmaproduzenten MC Pharma GmbH
- 2006 Ausstieg aus der klinischen Entwicklung des Rheumamedikaments SpondylAT®
- Verkauf der Sparte Blutbestrahlungsgeräte
- Die Pharmtrace klinische Entwicklung GmbH, ein Gemeinschaftsunternehmen der Eckert & Ziegler AG und einer Gruppe spezialisierter Mediziner, nimmt ihren operativen Betrieb auf.
- 2005 Eckert & Ziegler erwirbt von der Salzgitter Altmann Therapie GmbH & Co. KG die weltweiten Rechte und das Herstellungs-Know-how für das Rheumamedikament SpondylAT®.
- Das kalifornische Tochterunternehmen Isotope Products Laboratories Inc. übernimmt sämtliche Anteile an der Analytics Inc. in Atlanta, Georgia
- Übernahme von 51% der Anteile an der f-con Europe GmbH und Umfirmierung in Eckert & Ziegler f-con Europe GmbH. Das Unternehmen mit Sitz in Hessen vertreibt über Tochtergesellschaften in Deutschland und Italien radioaktiven Traubenzucker (PET-Tracer) zur Krebsdiagnose mit Hilfe der Positronen-Emissions-Tomographie
- Übernahme von 70% der Anteile am Berlin-Adlershofer Zyklotronbetreiber EURO-PET Berlin Zyklotron GmbH
- 2004 Ausscheiden der NEMOD aus dem Konsolidierungskreis des Konzerns
- Übernahme der Medizintechniksparte MMI der HEK GmbH Lübeck
- Erwerb des Rohmaterialmaklers CNL Scientific Resources International, USA
- Mehrheitsübernahme der Vertriebstochter Isotope Products Europe Blaseg (IPE) GmbH, Waldburg
- Erwerb der Bestrahlungsgerätesparte von CIS bio International, Frankreich
- 2003 Aufnahme der Eckert & Ziegler-Aktie in den Prime Standard der Frankfurter Börse
- 2001 Gründung der Bebig Italia s.r.l., Mailand, Vertriebsbüro der Bebig GmbH für Italien
- Einstieg in das Geschäftsfeld Immunologie über den Krebsimpfstoffspezialisten NEMOD GmbH
- 2000 Übernahme der SurgiScope-Medizinrobotersparte von Medtronic Surgical Navigation Technologies
- Übernahme des Strahlenquellengeschäfts von DuPont Pharmaceuticals, Boston (nuklearmedizinische und industrielle Strahler)
- Beteiligung an der Isotope Products Europe Blaseg (IPE) GmbH, Waldburg, Vertrieb von industriellen Strahlenquellen
- Barkapitalerhöhung; Emissionserlös: €17 Mio.
- 1999 Börsengang an den Neuen Markt, Frankfurt

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

- Erwerb der Isotope Products Laboratories (IPL) Inc., Kalifornien. Entwicklung und Produktion von Strahlenquellen für industrielle, wissenschaftliche und medizinische Anwendungen
- 1997 Gründung der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG, Berlin als Holding-Gesellschaft für eine Reihe von spezialisierten Tochterunternehmen. Verarbeitung von Radioisotopen sowie Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von isotopentechnischen Komponenten, medizintechnischen Geräten oder verwandten Produkten
- 1995 Gründung der EUROTOPE Entwicklungsgesellschaft für Isotopentechnologien mbH, Berlin. Entwicklung von Produktionsanlagen, Sonderquellen, und Recyclingverfahren für radioaktive Stoffe
- 1994 Gründung der Bebig Trade Inc., Chicago. Vertriebsbüro der Bebig GmbH für Nordamerika
- Beteiligung an der Cesio s.r.o., Prag. Produktion von Vorprodukten und Industriequellen
- 1993 Gründung der Bebig Trade GmbH als Joint Venture mit russischen Partnern. Vertriebsgesellschaft für die Bebig GmbH außerhalb der USA und Kanada
- 1992 Gründung der Bebig Isotopentechnik und Umweltdiagnostik GmbH (Bebig GmbH), Berlin durch Dr. Andreas Eckert und Jürgen Ziegler.

Management

Dem Vorstand der Gesellschaft gehören Herr Dr. Andreas Eckert, Herr Dr. Edgar Löffler und Herr Dr. André Heß an.

Die Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft sowie deren jeweilige Ressortzuständigkeit sind in der folgenden Übersicht aufgeführt:

Name (Jahrgang)	Mitglied seit	Zuständigkeit
Dr. Andreas Eckert, CEO (*1960)	01.07.1997	CEO, Investor Relations, Finance, Business Development, Segmente Isotope Products und Umweltdienste
Dr. Edgar Löffler (*1953)	07.05.2001	Segment Therapy
Dr. André Heß (*1965)	01.03.2008	Segment Radiopharmacy

Dr. Andreas Eckert

Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre und Soziologie in Heidelberg und New York arbeitete er mehrere Jahre für die Vereinten Nationen in New York. Danach folgten Lehraufträge für Marketing und KMU-Finanzierung an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin.

Dr. Eckert war jahrelang als selbständiger Unternehmensberater tätig und gründete 1992 zusammen mit Jürgen Ziegler die Bebig Isotopentechnik und Umweltdiagnostik GmbH, heute ein Tochterunternehmen der Eckert & Ziegler Gruppe.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Dr. Edgar Löffler

Nach der Promotion in Physik war Dr. Löffler mehrere Jahre im Bereich der klinisch-medizinischen Physik tätig. Danach leitete er das Produktmanagement von Nucletron, wechselte anschl. ins Business Development und war zuletzt Geschäftsführer der Theranostic GmbH, ein deutsches Tochterunternehmen von Nucletron. Im Mai 2001 wurde Dr. Löffler in den Vorstand der Eckert & Ziegler AG berufen. Herr Löffler war zunächst für die Restrukturierung des Segments „Industrie“ verantwortlich. Seit 2003 hat er die Verantwortung für das Segment „Therapie“.

Dr. André Heß

Nach seiner Promotion in Chemie und einem Zusatzstudium als Wirtschaftsingenieur war Dr. Heß mehrere Jahre wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Humboldt-Universität zu Berlin. 1996 kam er zur Eckert & Ziegler Gruppe, zunächst als Radiochemiker, später als Entwicklungsleiter und Geschäftsführer verschiedener Tochtergesellschaften. Im März 2008 wurde Dr. Heß in den Vorstand der Eckert & Ziegler AG berufen.

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anzahl Aktien	Anteil in %
Eckert Wagniskapital und Frühphasenfinanzierung GmbH*	1.674.986	31,8%
Jürgen Ziegler	135.117	2,6%
Eckert & Ziegler AG	71.485	1,4%
Free Float	3.378.695	64,2%
Total	5.260.283	100,0%

*ehemalige Eckert Consult GmbH

Produkte

I. Segment „Therapie“

Das Segment „Therapie“ besteht aus drei Produktlinien zur oberflächennahen Bestrahlung von Tumoren, der sog. Brachytherapie. Zum einen handelt es sich hierbei um mit radioaktivem Jod beladene kleine Permanentimplantate („Seeds“) zur Behandlung früher Stadien des Prostatakarzinoms, sowie um temporäre Brachytherapieprodukte. Letztere bestehen aus Therapiebestrahlungsanlagen (Afterloader), die in der strahlentherapeutischen Behandlung von Tumoren, die mit einer Sonde über Körperöffnungen von außen zugänglich sind, eingesetzt werden. Darüber hinaus werden spezielle Strahler für die Therapie von Augentumoren angeboten.

Implantate für die Behandlung von Prostatakrebs (Seeds)

Die Behandlung mit radioaktiven Seeds eignet sich bei Tumoren in einem noch frühen Stadium. Maßgeblich für die Indikation ist die Klassifikation des Tumors auf Basis einer Kombination von drei klinischen Parametern. Deren Ausprägungsgrad wird in sog. Partin-Tabellen dargestellt, Wahrscheinlichkeitstafeln, mit deren Hilfe das Risiko der Tumorausdehnung über die Prostata hinaus berechnet wird. Die klinischen Parameter für die Anwendbarkeit der seed-basierten Brachytherapie sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Parameter	Ausprägungsgrad	Kommentar
TNM-Klassifikation	T1	nicht tastbarer Tumor, nur histologisch erkennbar
	T2	begrenzt auf Prostata, nicht infiltrierend
Gleason Score	<7	Grad der Differenzierung des Tumorgewebes
PSA-Wert	<10	Serumspiegel des Prostata-spez. Antigens

„Seeds“ zur Behandlung von Prostatakrebs



Seed zur Behandlung des frühen Prostatakarzinoms
Quelle: Eckert und Ziegler

Bei dieser minimal-invasiven Therapie werden dem Patienten 50 - 100 Seeds mit Hilfe einer Hohlnadel in das Gewebe der Prostata kapsel eingesetzt und verbleiben dort (permanente Brachytherapie). Ein Seed ist 4,5 mm lang und hat einen Durchmesser von 0,6 mm (siehe nebenstehende Grafik). Das schwach radioaktive Jod-Isotop hat eine Halbwertszeit von ca. 60 Tagen, d.h. die Strahlungsaktivität halbiert sich etwa alle 2 Monate. Die Behandlung wird ambulant durchgeführt und dauert ca. 1 Stunde; im Zusammenhang mit Kostenerstattungsregeln wird dieser Eingriff aber auch stationär vorgenommen (s. unten). Im Vergleich zu chirurgischen Eingriffen, wie der radikalen Prostataentfernung (Prostatektomie), ist das minimal-invasive Behandlungskonzept mit deutlich weniger Nebenwirkungen, wie Inkontinenz und Impotenz, verbunden.

Gute Langzeitergebnisse bei geringen Nebenwirkungen

Bei sehr guten Langzeitergebnissen (*Sahgal A., and Roach M.: Permanent Prostate Seed Brachytherapy: A Current Perspective on the Evolution of the Technique and Its Application. Nat. Clin. Pract. Urol. 4(12):658-670, 2007*) beträgt der Prozentsatz an Inkontinenz unter 1% (Prostatektomie: 5 – 30%) und bei Impotenz 15 – 25% (Prostatektomie: 50 – 100%). Bei lokal begrenztem Prostatakarzinom (T1/2) und guter Konstitution ist allerdings die radikale Operation der Prostata, zumindest in Europa, immer noch die klassische Methode. In der folgenden Abbildung sind die derzeitigen Behandlungsmethoden mit ihren Vor- und Nachteilen dargestellt:

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Maßnahme	Beschreibung	Vorteile	Risiken/Nachteile
Radikale Prostatektomie	Entfernung der Prostata und ggf. benachbarter Lymphknoten	Progression des Tumors naturgemäß ausgeschlossen	Impotenz, Inkontinenz allgemein belastender operativer Eingriff mit langem Krankenhausaufenthalt Blutung, Infektion
Hormontherapie	Medikamentöse Absenkung des Testosteronspiegels	Auch bei fortgeschrittenem Stadium sinnvoll	nur anwendbar bei hormonsensitivem Prostatakarzinom
Bestrahlung von außen	Krebszellen werden durch hochenergetische Röntgenstrahlen zerstört; tägl. Bestrahlung über einen Zeitraum von 6-8 Wochen	Effizient bei frühen Tumorstadien Kombination mit operativem Eingriff oder Brachytherapie	Strahlenschäden an benachbarten Organen (Blase, Enddarm) Unnötige Bestrahlung großer Körperregionen
Brachytherapie	Einpflanzen von radioaktiven Kleinimplantaten in das Prostatagewebe	minimal-invasive, ambulante Behandlung kurze Erholungsdauer, geringe Impotenz- und Inkontinenzrate	Nur anwendbar bei frühen Stadien
Kryotherapie / Kälteanwendung	Abtöten von Krebszellen durch lokales Einfrieren	Schonung von umliegendem, gesundem Gewebe	Technisch unausgereift; Schädigung von benachbartem Gewebe möglich; erhöhte Impotenzrate Wirksamkeit noch nicht bewiesen
Hochintensiver fokussierter Ultraschall	Abtöten von Krebszellen durch hochenergetische Schallwellen, die das Gewebe erhitzen	minimal-invasiv danach Operation wegen Fibrosierung nur mit erhöhtem Risiko möglich	Noch relativ teuer Langzeitstudienresultate liegen noch nicht vor Wirksamkeit noch nicht bewiesen

Quelle: Klinik für Prostata-Therapie, Heidelberg und andere Quellen, modifiziert: BankM Research

Die Bundesärztekammer und die Kassenärztliche Bundesvereinigung haben in einer gemeinsamen wissenschaftlichen Stellungnahme die Seed-Therapie als vollwertige Alternative zur herkömmlichen chirurgischen Operation bei Prostatakrebs bestätigt (*Brüggemann M. et al.: Permanente interstitielle Brachytherapie (Seed-Implantation) bei lokal begrenztem Prostatakarzinom, HTA-Bericht 2005*). Die Daten, die sich auf Langzeitstudien von bis zu zwölf Jahren Nachbeobachtungsdauer stützen, bestätigten die geringeren Nebenwirkungen hinsichtlich Potenz und Inkontinenz.

Seit Dezember 2003 wird die stationäre Seed-Implantation von den gesetzlichen Krankenkassen in Deutschland erstattet, die Erstattung der ambulanten Behandlung erfolgt per Einzelvereinbarung. Die Erstattungsmodalitäten der wichtigsten europäischen Länder sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Erstattung in Deutschland noch eingeschränkt

Land	Regelung
Belgien	Erstattung aller Kosten
Deutschland	Erstattung im Rahmen der DRG (stationäre), ambulant per Einzelvereinbarung
England	Erstattung aller Kosten
Frankreich	Erstattung im Rahmen eines festen Budgets in staatlichen Krebszentren, allgemeine Erstattung in den privaten Kliniken
Niederlande	Erstattung aller Kosten
Italien	Erstattungsmodalitäten regional unterschiedlich
Spanien	Erstattung aller Kosten
Schweiz	Erstattung eines Festbetrages

DRG = Diagnosis related group; Diagnose-bezogene Fallgruppen

Quelle: Eckert und Ziegler AG

Traditionell besonders stark vertreten ist EZAG in Frankreich durch einen langjährigen Kooperationsvertrag mit dem Institut Curie, einem der führenden

Krebsforschungs- und Behandlungszentren des Landes. In 2010 schloss IBt Bebig einen Liefervertrag von Miniaturimplantaten im Wert von mehreren Millionen Euro mit einem Konsortium von 20 namhaften französischen Krebsforschungszentren ab. Mit einem Marktanteil von ca. 60% ist das Unternehmen in Frankreich eindeutiger Marktführer.

Im Geschäftsjahr 2008 hatte die EZAG ihr Therapiegeschäft mit der belgischen IBt zusammengelegt. Derzeit entwickelt das Tochterunternehmen eine neue Generation von Miniimplantaten unter dem Namen SmartSeed®. Diese bestehen, im Gegensatz zu den konventionellen Seeds, aus Kunststoff und sind dadurch in der Herstellung einfacher. Sie erlauben eine noch präzisere Dosierung der Strahlung sowie eine individuelle Positionierung im Tumorgebiet. Diese Weltneuheit soll noch im Jahr 2011 in Europa eingeführt werden.

Afterloader

Afterloader sind Bestrahlungsgeräte zur temporären Kontakttherapie von Tumoren in indikations-spezifischen Zeitabständen. Die verkapselte radioaktive Quelle wird mittel einer Sonde durch die entsprechende Körperöffnung an den Ort des Tumors herangeführt (intrakavitäre Brachytherapie). Diese Art der Bestrahlung kommt besonders bei gynäkologischen Tumoren, aber auch bei Kopf-/Halstumoren, sowie Brust- und Prostatumoren zum Einsatz. Je nach Indikation unterscheidet man zwischen High Dose und Low Dose-Therapie (HDR/LDR). Die LDR-Therapie erfordert einen stationären Aufenthalt von mindestens drei Tagen, während die HDR-Therapie ambulant durchgeführt wird. Die nachstehende Tabelle zeigt die Anwendungsgebiete der Afterloader-Therapie:



Multisource-Afterloader

Quelle: Eckert und Ziegler

Produkt	Typ	Indikation
Curietron	LDR	Gebärmutterhalskrebs
Multisource	HDR	Tumoren von: Blase, Brust, Gebärmutter Gebärmutterhals, Gehirn, Hals, Lunge, Prostata, Rachen, Zunge

Quelle: Eckert und Ziegler AG

EZAG setzt auf langlebige Strahlenquellen bei Afterloadern

Während andere auf dem Markt befindliche Afterloader Iridium-192 mit einer Halbwertszeit (HWZ) von 74 Tagen als Strahlenquelle benutzen, verwendet Eckert und Ziegler das radioaktive Isotop Kobalt-60 mit einer Halbwertszeit von 5,3 Jahren. Diese lange HWZ impliziert für die Abnehmer eine erhöhte Kosteneffizienz sowie Unabhängigkeit von aufwändiger logistischer Infrastruktur, die bei kurzlebigeren Isotopen erforderlich ist (*Richter J. et al.: Comparison of ⁶⁰Cobalt and ¹⁹²Iridium Sources in High Dose Rate Afterloading Brachytherapy. Strahlentherapie und Onkologie, Vol. 184 (4), 187-192, 2008*). Daher empfehlen sich Kobalt-basierte Afterloader insbesondere für die Verwendung in Entwicklungs- und Schwellenländern; für solche Länder ist sie aus besagten Gründen eine echte Alternative zur Iridium-192-basierten Therapie mit ihren kurzlebigen Radioisotopen. So konnte in 2007 erstmals ein Multisource-Gerät nach Indien geliefert sowie ein Anschluss-Großauftrag aus Venezuela realisiert werden. In 2008 erhielt das Unternehmen einen Großauftrag von deutlich über €2 Mio. aus Kasachstan, der Ukraine, Russland und Armenien für die Belieferung mit Multisource-Geräten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Jahrzehntelang war das bewährte Isotop Kobalt-60 aufgrund der Größe der Strahlenquelle nur begrenzten Anwendungen in der Brachytherapie vorbehalten. Den Entwicklern von Eckert und Ziegler ist es jedoch gelungen, die Strahlenquelle für dieses Isotop weiter zu miniaturisieren. Mit einer Länge von nur 3,5 mm und einem Durchmesser von 0,5 mm eignet sich die innovative Strahlenquelle nun hervorragend für den Einsatz in Afterloadern.

Die Afterloader-Therapie wurde im Jahr 2004 durch die Akquisition der entsprechenden Produktparten von Schering und HEK/MMI in den Konzern integriert. Die Synergien entstehen sowohl im Vertrieb (Brachytherapie aus einer Hand), als auch in der vertikalen Integration, indem EZAG nicht nur die Geräte, sondern gleichzeitig auch die für deren Betrieb notwendigen radioaktiven Isotope anbietet.

Darüber hinaus wird eine neue Generation der MultiSource® Afterloader seit Anfang 2011 vermarktet. Hierbei wurde ein eigenes Fertigungsverfahren entwickelt, mit dem aufwändige Applikatoren für einzelne Anwendungsgebiete (z.B. Rachenraum) in kleiner Stückzahl selbst hergestellt werden können.

Zum Segment „Therapie“ gehören neben den o.a. Kernprodukten auch Zubehör, wie Applikationsvorrichtungen für Seeds, Strahlungsschutzvorrichtungen etc.

Insgesamt hat das Segment „Therapie“ im Geschäftsjahr 2010 mit einem Umsatz i.H.v. €32,1 Mio. zu 29% des Gesamtumsatzes beigetragen.

II. Segment „Isotope Products“

Dieses Segment umfasst die Herstellung kernphysikalischer Komponenten (Referenzstrahler) für die Produktion und Kalibrierung bildgebender Verfahren, wie Gamma-Kameras und PET (Positronen-Emissions-Tomographie); diese finden Anwendung bei Nuklearmedizinern.

Das Segment umfasst weiterhin wissenschaftliche und industrielle Anwendungen der Isotopentechnik. Radioaktive Strahlenquellen werden eingesetzt zu Zwecken der Kalibrierung und Qualitätssicherung im Rahmen der Materialprüfung zum Beispiel seitens der Eisen- und Stahlindustrie, der Energieversorgung, im Anlagenbau, und in der chemischen Industrie. Durch die Akquisition der Industriequellensparte des US-amerikanischen Wettbewerbers North American Scientific, hat EZAG über ihre US-Tochter EZIP (Eckert & Ziegler Isotope Products, Inc.) die weltweit führende Position in diesem Segment weiter ausbauen können. Eine Sonderkonjunktur erlebte in 2008 die isotope-gestützte, radiometrische Erfassung von Sedimentdichten bei der Exploration von Erdölvorkommen. Hiervon konnte EZAG deutlich profitieren. Im Januar 2009 hat EZAG die Nuclitec in Braunschweig übernommen und dadurch ihr Portfolio und ihre Marktpräsenz in diesem Segment gestärkt. Im Rahmen der Akquisition kam das neue Geschäftsfeld „Umweltdienste hinzu, welches ab 2010 in einem eigenen Segment geführt wird.

Das Segment „Isotope Products“ hat im Geschäftsjahr 2010 mit einem Umsatz i.H.v. €50,8 Mio. zu 46% des Gesamtumsatzes beigetragen.

III. Segment „Radiopharma“

Das Segment Radiopharma umfasst die sog. Zyklotronprodukte, sowie Synthesemodule im Labormaßstab zu ihrer bedarfsgerechten Herstellung.

**Innovator in der
Afterloader-
Technologie**

**Zahlreiche industrielle
Anwendungsgebiete**

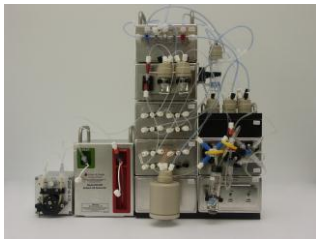
Langfristige Kooperation mit der Berliner Charité

Die Initialzündung für den Ausbau des Segments „Radiopharma“, erfolgte durch den Erwerb der Berlin-Adlershofer Zyklotronfirma Europet Berlin. Im Jahr 2005 hat die EZAG einen Kooperationsvertrag mit der Berliner Charité zur Herstellung und Entwicklung von Radiopharmazeutika geschlossen, und im Jahre 2006 schließlich die Produktion von Radiopharmazeutika für die Charité im Rahmen eines 5-Jahresvertrages übernommen.

Bei den Radiopharmazeutika handelt es sich um kurzlebige isotonen-markierte Verbindungen, die als diagnostische Kontrastmittel für die PET von Nuklearmedizinern eingesetzt werden. Die PET wird meist in Verbindung mit einer Computer-Tomografie durchgeführt; diese Kombination erlaubt eine exakte Lokalisation von Tumoren und eventuell vorhandenen Metastasen. EZAG stellt in eigenen Zyklotronen (Teilchenbeschleuniger) ¹⁸Fluor-Desoxyglucose (FDG) her. Als Zucker reichert sich die Verbindung in Tumoren besonders stark an, da diese einen hohen Energieverbrauch aufweisen.

Kontrastmittel für die PET können aufgrund ihrer Kurzlebigkeit nicht gelagert werden und müssen bedarfsgerecht täglich neu angesetzt werden. Vor diesem Hintergrund hat das Unternehmen leicht zu bedienende Syntheseautomaten („Modular Lab“) entwickelt, mit deren Hilfe die Radiopharmazeutika in der Praxis des Nuklearmediziners direkt hergestellt werden können. Es handelt sich hierbei um flexibel konfigurierbare Synthesegeräte für die Herstellung von u.a. radioaktiv markiertem FDG, Cholin für die Prostatakrebs-Differentialdiagnostik, sowie kostengünstigen, Gallium-markierten Peptiden.

Im Vergleich zu den USA, wo die PET bereits eine breite Anwendung erfährt, hat sich dieses Verfahren in Europa noch nicht so stark durchgesetzt. Dies liegt vor allem an der derzeit noch eher restriktiv gehandhabten Kostenerstattung seitens der gesetzlichen Krankenkassen. In Deutschland, wo das Verfahren nur von privaten Kostenträgern bzw. nach Einzelfallentscheidung übernommen wird, gestalten sich die Erstattungsmodalitäten nur sehr schleppend.



Modular Lab

Quelle: Eckert und Ziegler

Erstattung der PET in Deutschland noch restriktiv

Einzelne Indikationen, wie z.B. eine bestimmte Form des Lungenkarzinoms werden seit 2005 anerkannt. Im September 2008 erfolgte eine Ausweitung auf weitere Tumorarten. Insgesamt dürfte die PET in Deutschland und Europa noch ein enormes Wachstumspotential besitzen.

Mit der Akquisition der Nuclitec wurde das Portfolio dieses Segments um das von der EMEA zugelassene Radiopharmazeutikum Yttrium-90 erweitert. Dieses wird unter der Bezeichnung Yttriga als Rohstoff zur arztseitigen Herstellung von therapeutischen Peptiden und Antikörpern in der Behandlung von Tumoren verwendet. Damit nimmt die EZAG - wenn auch nur indirekt - wieder Teil am Markt der arzneimittel-basierten radioonkologischen Therapie, deren Ausbau das Unternehmen im Jahr 2004 durch Aufgabe der Weiterentwicklung des radioaktiv-markierten Antikörpers Pankomab aufgegeben hatte. Yttrium-90 wird auch als Radiochemikalie an Medizingerätehersteller für den Einsatz als Strahlenquelle in der Krebstherapie vermarktet.

Im Oktober 2009 hat das Unternehmen einen auf 10 Jahre ausgelegten Vertrag mit dem amerikanischen Arzneimittelhersteller Molecular Insight Pharmaceuticals (MIPI) zur Produktion eines radiotherapeutischen Peptids (Somatostatin-Analogen, Handelsname Onalta) zur Behandlung neuroendokriner Tumore unterzeichnet. Im Jahre 2010 wurde EZAG Hauptlieferant für Yttrium-90, der radioaktiven Komponente des Krebsmedikaments ZEVALIN[®] des US-Arzneimittelherstellers Spectrum Pharmaceuticals.

Wir erwarten, dass diese Auftragsproduktionen weiterhin Signalwirkung auch auf andere Hersteller von Radiotherapeutika haben wird und die EZAG mit ihrer

führenden Rolle im Radiopharmasegment einer der ersten Ansprechpartner für deren Produktion sein wird.

Das Segment „Radiopharma“ hat im Geschäftsjahr 2010 mit einem Umsatz i.H.v. €22,6 Mio. zu 20% des Gesamtumsatzes beigetragen.

IV. Umweltdienste

Mit der Akquisition der Nuclitec im Jahre 2009, hat sich für die Eckert & Ziegler-Gruppe mit den „Umweltdiensten“ ein neues Geschäftsfeld erschlossen, welches seit 2010 als eigenes Segment geführt wird. Leicht-radioaktive Abfälle aus Krankenhäusern, wissenschaftlichen Instituten und der Industrie werden hier aufbereitet, bis zum Abklingen der Radioaktivität gelagert und anschließend verbrannt. Langlebige radioaktive Isotope werden in sog. Konrad-Containern gesammelt und für die Endlagerung im Schacht Konrad, Salzgitter vorbereitet. Das Bundesverwaltungsgericht hat im Jahr 2007 das Endlager genehmigt; der Einlagerungsbeginn ist für 2013 vorgesehen. Etwa 50% des Umsatzes werden durch Aufträge aus dem Ausland generiert. Hierbei wird der radioaktive Abfall aufbereitet, zur Endlagerung aber wieder in das Auftragsland zurück befördert.

Nach Angaben des Managements ist die Nuclitec derzeit einer der wenigen privatrechtlichen Betriebe für die Konditionierung von Konrad-Containern. Diese Tätigkeit wird ansonsten aussch. von staatlichen Behörden, den sog. Landessammelstellen, durchgeführt. Darüber hinaus besitzt die Nuclitec eine Ausnahmegenehmigung für den innerdeutschen Transport über Landesgrenzen hinweg. Somit können auch Abfälle für andere Bundesländer, wie dies bspw. aktuell für Bayern geschieht, aufbereitet und in Niedersachsen gelagert werden. Durch ein spezielles, software-gesteuertes Lagerungsverfahren, das eine optimale Befüllungsdichte der Konrad-Container ermöglicht, resultieren margin-wirksame Kostenvorteile.

Das Segment „Umweltdienste“ hat im Geschäftsjahr 2010 mit einem Umsatz i.H.v. €5,6 Mio. zu 5% des Gesamtumsatzes beigetragen.

Starke Expertise und exorbitantes Know-how in der Aufbereitung schwach-radioaktiver Abfälle

Märkte und Strategien

Eckert und Ziegler ist mit seinen Tochterunternehmen und Beteiligungen in Nischenmärkten der medizinischen und industriellen Anwendung von Isotopen tätig und hat sich hier bei mehreren Produkten und Produktgruppen große Marktanteile erarbeitet. Die Diversifikation in unterschiedliche Segmente, wie sie im Kapitel „Produkte“ dargestellt ist, reduziert das Risiko gegenüber der Exposition negativer produktspezifischer und konjunktureller Einflüsse.

Ein besonderes Kennzeichen der Unternehmensstrategie ist die flexible Adaptation an Marktgegebenheiten, sowohl produktseitig als auch hinsichtlich der geografischen Reichweiten. So hat EZAG schon immer Opportunitäten genutzt und die Wertschöpfungstiefe durch Zukäufe und Beteiligungen, aber auch durch Desinvestitionen optimiert. Aus diesem Grunde erscheint uns eine Darstellung und Analyse der relevanten Märkte nur sinnvoll bei einer gleichzeitigen Betrachtung und kritischen Würdigung der jeweiligen Marktstrategien.

Erfolgreiches Umsetzen von Opportunitäten

Derzeit noch regionale Fokussierung bei Prostata-Implantaten

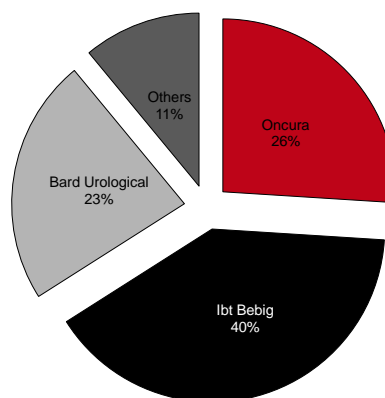
Marktanteil von 40% bei permanenten Kleinimplantaten (Seeds)

I. Segment Therapie

Im Bereich der Prostataimplantate ist Eckert und Ziegler bislang ausschließlich in Europa und angrenzenden Gebieten, hier insbesondere Russland, tätig. Mit der Gründung eines Joint Venture mit dem russischen Staatsfond Rusnanotech Corp. und der Vertriebsgesellschaft Santis Ltd. baute die IBt Bebig ihre Position in der Russischen Föderation deutlich aus und stärkt damit die Umsatzbasis für schwach radioaktive Kleinimplantate (Seeds) zur Behandlung des Prostatakarzinoms außerhalb der europäischen Kernregionen.

Der Markt für die permanenten Prostataimplantate liegt in Europa bei ca. €40 Mio.; die IBt Bebig hat derzeit einen Anteil von 40% und ist damit in dieser Region der größte Anbieter. Die aktuellen Marktanteile für Europa sind in der folgenden Abbildung dargestellt:

Europäischer Seed-Markt (ca. €40 Mio.)



Quelle: IBt Bebig, 2010

Die Hauptwettbewerber im Seed-Markt sind Oncura und Bard Urological.

Oncura ist global betrachtet der Marktführer bei den Seeds. Das Unternehmen gehört zu GE Healthcare und dürfte damit prinzipiell über deutlich höhere Ressourcen als die EZAG verfügen.

Bard Urological ist ebenfalls Tochter eines breit-diversifizierten Medizintechnikunternehmens (C.R.Bard). Innerhalb des Urologie-Segments stellt die Brachytherapie nur einen Teil der Produktpalette dar, so dass auch hier der Fokus sicherlich schwächer ist als bei der EZAG. C.R.Bard vermeldete im Jahresvergleich 2009 auf 2010 einen Rückgang der Umsätze im Bereich der Urologie von 3%, der nach Unternehmensangaben hauptsächlich auf die Brachytherapie zurück zu führen ist.

Angesichts der Tatsache, dass in Europa lediglich ca. 9% der frühen Prostatakarzinome mit Seeds behandelt werden, sehen wir hier noch ein beträchtliches Wachstumspotential. Auch in den USA ist das Marktpotential gemessen an 23% der mit Seeds behandelten Tumoren noch lange nicht ausgeschöpft. Die Vorteile der Brachytherapie bei der Behandlung von frühen Prostatakarzinomen im Vergleich zu eher konventionellen Therapieformen sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Behandlung	Kosten	Krankenhaus- aufenthalt	Effektivität	Erholungsdauer
Operation	25.000	7-10 Tage	70-95%	40-60 Tage
Externe Bestrahlung	€ 8-30.000	30-40 tägl. Besuche	70-90%	unterschiedl.
Brachytherapie	€ 5-10.000	1 Tag	85-98%	2-3 Tage

Quelle: IBt Bebig, 2010

Innovationen wie z.B. die aktuell vorangetriebene Entwicklung von plastik-anstelle von metallverkapselten Seeds sowie die Indikationsausweitung in Richtung Mammakarzinom werden sich weiterhin positiv auf die Umsatzlage auswirken.

Die Zusammenlegung und Konzentration der Therapiesparten der IBt und EZAG in einer einzigen organisatorischen Einheit führte aus strategischer Sicht zu einer verstärkten Marktpräsenz, insbesondere in Benelux und UK, wo EZAG bisher eher schwach vertreten war. Insgesamt konnte das Seed-Segment von EZAG den bisherigen Europamarktführer Oncura ablösen. Durch die Realisierung von Synergien in der Produktion und im Vertrieb gehen wir weiterhin von positiven Effekten auf das Wachstum des Segments aus.

Im Subsegment Afterloader ist IBt Bebig ein Nischenanbieter mit ca. 5% des Weltmarktanteils. Dieser liegt nach Schätzungen des Managements bei ca. €225 Mio. Die Hauptabsatzmärkte liegen in Russland, Südamerika, Asien und im Nahen Osten. Im GJ 2010 sind die Umsätze mit Afterloadern um 31% zurückgegangen. Dieser Rückgang ist einem außerordentlich guten Geschäft in 2009 geschuldet. Der Marktführer im Segment ist die US-amerikanische Varian zusammen mit der holländischen Firma Nucletron.

II. Segment Isotope Products

Dieses Segment umfasst die Produktion und den Vertrieb radioaktiver Komponenten für die industrielle Messtechnik, Strahlenquellen für die nuklearmedizinische Bildgebung, Kalibrier- und Messquellen sowie Rohisotope. Mit einem Anteil von 46% am Gesamtumsatz 2010 ist es das größte Segment des Konzerns. EZAG besitzt einen Marktanteil von ca. 70% des globalen Gesamtmarktes, der ein Volumen von ca. €60 - 80 Mio. hat. In Teilbereichen

Globale Wettbewerber mit erheblichen Ressourcen

Marktpenetration noch ausbaufähig

Realisierung von Synergien

Weltmarktführer mit signifikantem Wechselkursrisiko

Sonderkonjunktur durch Intensivierung der Erdölexploration

konnte der Marktanteil nach der Akquisition der Nuclitec sogar auf 100% gesteigert werden. In 2010 wurden etwa 50% der Umsätze in diesem Segment in den USA erwirtschaftet, so dass das Unternehmen hier einem signifikanten \$/€ Wechselkursrisiko ausgesetzt ist, das sich auf den Umsatz und das operative Ergebnis des Konzerns auswirkt (s. Kapitel „Wechselkurs sensitivität“).

Die global führende Stellung ist stark akquisitionsgetrieben: Nuclitec GmbH (2009), Analytics, Inc. (2005), sowie Zukauf der Industriequellensparte des Konkurrenten North American Scientific (2008).

In 2008 hatte das Segment eine Sonderkonjunktur erfahren durch den starken Anstieg der Nachfrage von radioaktiven Strahlungsquellen, die in der Erdölexploration benötigt werden. Dieser Trend hat sich bis 2010 fortgesetzt.

Mittlerweile dürfte sich das Segment insgesamt etwa im Gleichschritt mit dem globalen BIP-Wachstum entwickeln.

Das Segment Isotope Products profitiert von einer „naturegegebenen“ Nachfrage, da die radioaktiven Isotope wegen ihres Zerfalls nach einiger Zeit von den Anwendern ersetzt werden müssen. Wir schätzen die wiederkehrenden, quasi sicheren Umsätze, auf 40% des Segmentumsatzes.

Das Segment, mit Produktionsstätten in Braunschweig sowie den USA und Tschechien, wird von der US-Tochter Eckert & Ziegler Isotope Products, Inc. (EZIP) gesteuert.

Prominente Marktstellung in Europa

III. Segment Radiopharma

Eckert und Ziegler ist zweitgrößter europäischer Anbieter und Marktführer in Deutschland bei PET-Isotopen. Die Produktion und der Vertrieb der radioaktiven Kontrastmittel sind auf verschiedene regionale Tochtergesellschaften des Konzerns verteilt.

Auch dieses Segment ist – neben dem organischen Wachstum - gekennzeichnet durch strategische Zukäufe. So konnte mit der Akquisition des Radiopharmaproduzenten MC Pharma GmbH im Jahre 2007 die EZAG ihre Position als führender Hersteller deutlich ausbauen. Die im Januar 2009 erfolgte Akquisition der Nuclitec erweiterte zudem das Segment um ein von der EMEA zugelassenes therapeutisches Isotopenprodukt (s. oben).

Der größte europäische Wettbewerber in diesem Segment ist die IBA Group S.A. in Belgien mit einem 2010er Umsatz i.H.v. ca. €388 Mio. Wie das Radiopharmasegment der EZAG bietet die IBA eine breite Produktpalette rund um die Themen Medizinische Bildgebung und Zyklotronprodukte an.

IV. Segment Umweltdienste

Die in unseren vorangegangenen Kurzanalysen geschilderte Möglichkeit einer zusätzlichen Ausweitung des Geschäftsfelds Umweltdienste im Zusammenhang mit der Rückholung der Asse-Abfälle hat sich mittlerweile zu einem Politikum entwickelt; daher kann der Verlauf der aktuellen Diskussion nur bedingt vom Management der EZAG mitgestaltet werden. In der unmittelbaren Nähe der Schächte sträuben sich die Kommunen gegen einen Zwischenlagerungs- und Aufbereitungsstandort. So ist beispielsweise der für die Erweiterung des Geschäftsfelds Umweltdienste von uns ursprünglich ins Gespräch gebrachte Standort in Braunschweig für die Zwischenlagerung und Konditionierung der

Asse-Abfälle aufgrund einer kommunal erlassenen Veränderungssperre blockiert. Gerade dieser Standort hätte - neben seiner Nähe zur Asse - den Vorteil, dass er an die Infrastruktur des bestehenden Standorts angekoppelt wäre. Derzeit prüft das Management alternative Angebote anderer Gemeinden.

Die in eine eigene Gesellschaft ausgegründete (Kompetenzzentrum für sichere Entsorgung GmbH, KSE) und ab 2010 als eigenständiges Segment geführten „Umweltdienste“ haben in 2010 einen Umsatzbeitrag von €5,6 Mio. geleistet. Selbst wenn das Asseprojekt scheitern sollte, ist das KSE aufgrund seiner Expertise und bestehenden Infrastruktur inklusive der vorhandenen Genehmigungen bestens positioniert, um an dem Markt „Entsorgung“ weiterhin deutlich zu partizipieren.

**„Umweltdienste“
tragen mit €5,6 Mio.
zum Gesamtumsatz
bei**

Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

Die Eckert & Ziegler Gruppe hat ihre Geschäftstätigkeit in vier operativen Berichtseinheiten organisiert:

1. Isotope Products (früher: Industrie)

Im GJ 2009 war das mit der Nuclitec-Akquisition neu hinzugekommene Geschäftsfeld „Umweltdienste“ noch in diesem Segment verankert; seit dem GJ 2010 wird dieser Bereich als ein eigenes Segment geführt

2. Therapie

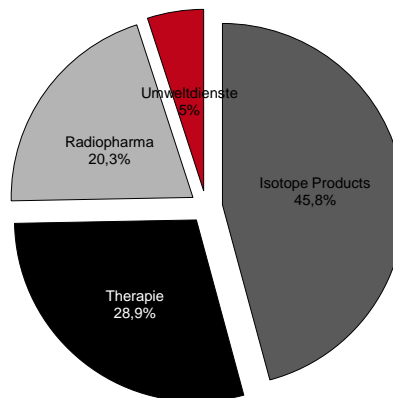
3. Radiopharma

4. Umweltdienste

Gewinn- und Verlustrechnung / Segmentbetrachtung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnten die Umsätze um 10% auf €111,1 Mio. gesteigert werden. Stärkster Umsatzträger im Berichtszeitraum war wiederum das Industrie-Segment (jetzt: „Isotope Products“) mit €50,8 Mio. (+9,8%), gefolgt von den Segmenten „Therapie“ mit €32,1 Mio. (+6%), „Radiopharma“ mit €22,6 Mio. (+16,4%) und „Umweltdienste“ mit €5,6 Mio. (+3,3%). Die folgende Abbildung zeigt die prozentualen Anteile der einzelnen Segmente am Gesamtumsatz 2010:

Segmentumsätze



Quelle: Eckert und Ziegler AG

Der Anteil des Segments „**Isotope Products**“ am Gesamtumsatz betrug mit €50,8 Mio. 46%. Die Rohertragsmarge verbesserte sich um 24%, der operative Gewinn um 57%.

Das Segment profitierte von Synergieeffekten aus der erfolgreichen Integration der Nuclitec; zudem sind im berichteten Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr keine Restrukturierungsaufwendungen angefallen. Weiterhin führt die nahezu monopolistische Stellung bei den Isotopenprodukten zu vorteilhaften Preisgestaltungsmöglichkeiten, die sich positiv auf die Rohertragsmarge

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Eckert & Ziegler AG

11. April 2011

Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage - 21/33 -

auswirkten (+24%). Insgesamt weist das Segment eine deutliche Steigerung der operativen Profitabilität um 8,2%-Punkte auf.

Die fortgeführte Hebung von Synergiepotentialen im Rahmen des Integrationsprozesses dürfte sich in Zukunft weiterhin positiv auf das operative Ergebnis und die Nettomarge auswirken.

Der Umsatz im **Therapie-segment** hat sich mit €32,1 Mio. im Vergleich zum Vorjahr um 6% verbessert und trägt mit 28,9% zum Gesamtumsatz bei. Dies ist maßgeblich auf das Russlandgeschäft (Bau einer Produktionsstätte im Rahmen des Joint Ventures mit dem Russischen Staatsfonds „Rusnanotech Corp.“) zurück zu führen. Gleichzeitig sind die Umsätze mit Afterloadern um €3,1 Mio. auf €6,8 Mio. und die Umsätze mit den Implantaten („Seeds“) um €1 Mio. auf €14,6 Mio. gefallen. Im Fall der Afterloader ist dieser Rückgang auf ein außerordentlich starkes Geschäft in 2009 zurück zu führen, welches im GJ 2010 nicht auf diesem hohen Niveau gehalten werden konnte. Bei den Seeds wirkte sich der Preisdruck, resultierend aus sinkender Erstattung seitens der Kostenträger, negativ auf den Umsatz aus. Im Ergebnis weist das Segment einen Rückgang um 30% auf €1,5 Mio. aus. Berücksichtigt man die Abschreibung im Zusammenhang mit dem Darlehen für Core Oncology so ergäbe sich ein Nachsteuerergebnis i.H.v. €2,5 Mio. (+16,8% YoY).

Das **Radiopharma**-Segment weist im abgelaufenen GJ bei einem Umsatz von €22,6 Mio. ein Wachstum von 16% auf. Der größte Teil dieses Wachstums ist auf das mit der Nuclitec-Akquisition neu hinzugekommene Radiopharmazeutikum Yttrium-90 (Yttriga) zurückzuführen. Die Produktreihe „Modular Lab“ (Synthesegeräte im Labormaßstab für die Herstellung von Radiopharmazeutika direkt in der Klinik) wuchs um 18% und die Radiodiagnostika um 5%.

Das Segment hat die Gewinnschwelle mit €1,5 Mio. nunmehr überschritten (Vorjahr: T€-72). Dies bedarf dennoch einer differenzierten Betrachtung, da zu diesem Ergebnis bilanzielle Effekte beitrugen. So wurden außerplanmäßige Abschreibungen i.H.v. ca. T€600 auf zuvor aktivierte Entwicklungsprojekte vorgenommen sowie ein latenter Steuerertrag auf Verlustvorträge i.H.v. €1,3 Mio. aktiviert. Somit resultiert ein „bereinigter“ ein Gewinn von ca. T€800.

Das neue Segment „**Umweltdienste**“ erzielte einen Umsatz von €5,6 Mio. (+3,3%) und ist aufgrund von Aufwendungen für Vorbereitungen zum Neugeschäft erwartungsgemäß noch defizitär gewesen (T€-420).

Das Konzernergebnis beträgt €10,4 Mio. vor Minderheiten (+18,7%). Nach Verrechnung der Minderheitengewinne ergibt dies ein Ergebnis i.H.v. €9,4 Mio. (+26,3%) für die Aktionäre der EZAG bzw. €1,81/Aktie.

Sondereffekte

Im Geschäftsjahr 2010 sind - im Vergleich zu den Vorjahren - keine Sondereffekte anzuführen. Wir möchten an dieser Stelle lediglich die Abschreibung auf das Darlehen an die Core Oncology i.H.v. €1,4 Mio. (Nachsteuer: ca. €1 Mio.) erwähnen. Diese Abschreibung führte im Geschäftsjahr zu einer deutlichen Reduzierung des Ergebnisses.

Break-even im Radiopharma-Segment erreicht

37% der Konzernumsätze sensitiv ggü. \$/€-Wechselkurs

Wechselkurs sensitivität

37% der Konzernumsätze werden in Dollar fakturiert. Damit ist die Umsatz- und Ertragslage einem starken Wechselkursrisiko ausgesetzt. Im abgelaufenen GJ hat sich der Dollar deutlich erholt; der durchschnittliche Wechselkurs sank von \$/€1,38 in 2009 auf \$/€1,33 in 2010. Dies wirkte sich in Summe mit €1,5 Mio. positiv auf den konsolidierten Umsatz aus.

Des Weiteren hat der Wechselkurs einen Einfluss auf die Wettbewerbssituation: ein günstiger Dollarkurs veranlasst US-amerikanische Anbieter im Seed-Bereich (Therapiesegment) trotz hoher Transportkosten im verstärkten Maße in Europa zu expandieren. Im GJ 2010 dürfte dieser Effekt aufgrund des gestärkten Dollars weniger ausgeprägt gewesen sein.

Aufgrund der Unwägbarkeiten auf Jahressicht und darüber hinaus, haben wir das Wechselkursrisiko in unserer Prognose nicht berücksichtigt.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS in T€	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e	5y - CAGR
						Veränderungen z. Vorjahr (%)					
Umsatzerlöse	111.093,0	118.869,5	126.001,7	132.301,8	137.593,8	9,6	7,0	6,0	5,0	4,0	4,4
Herstellkosten	53.295,0	56.787,9	59.817,2	62.278,8	64.082,0	6,0	6,6	5,3	4,1	2,9	3,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>48,0</i>	<i>47,8</i>	<i>47,5</i>	<i>47,1</i>	<i>46,6</i>						
Roherttrag	57.798,0	62.081,6	66.184,5	70.022,9	73.511,8	13,1	7,4	6,6	5,8	5,0	4,9
Vertriebskosten	18.929,0	20.016,3	20.839,3	21.352,0	21.518,1	2,7	5,7	4,1	2,5	0,8	2,6
<i>% vom Umsatz</i>	<i>17,0</i>	<i>16,8</i>	<i>16,5</i>	<i>16,1</i>	<i>15,6</i>						
Allgemeine u. Verwaltungskosten	18.828,0	19.908,2	20.724,7	21.231,7	21.393,0	-1,3	5,7	4,1	2,4	0,8	2,6
<i>% vom Umsatz</i>	<i>16,9</i>	<i>16,7</i>	<i>16,4</i>	<i>16,0</i>	<i>15,5</i>						
Forschungs- u. Entwicklungskosten	2.886,0	3.566,1	3.780,1	3.969,1	4.127,8	15,6	23,6	6,0	5,0	4,0	7,4
<i>% vom Umsatz</i>	<i>2,6</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>						
Sonstige betr. Erträge	2.868,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Sonstige betr. Aufwend.	1.703,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Betriebsergebnis	18.320,0	18.591,0	20.840,5	23.470,1	26.472,8	18,5	1,5	12,1	12,6	12,8	7,6
Wechselkursgewinne/Verluste	43,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Übriges Finanzergebnis	-1.792,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Finanzergebnis	-1.749,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
EBIT	16.571,0	18.591,0	20.840,5	23.470,1	26.472,8	0,9	12,2	12,1	12,6	12,8	9,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>14,9</i>	<i>15,6</i>	<i>16,5</i>	<i>17,7</i>	<i>19,2</i>						
Zinserträge	299,0	50,0	50,0	50,0	50,0						
Zinsaufwendungen	2.517,0	2.000,0	1.750,0	1.500,0	1.275,0						
EBT	14.353,0	16.641,0	19.140,5	22.020,1	25.247,8	-5,3	15,9	15,0	15,0	14,7	12,0
Ertragssteuern (Aufwand -/Ertrag +)	-3.938,0	-4.992,3	-5.742,1	-6.606,0	-7.574,4						
<i>dav. lat. St. (Aufw. -/Ertr. +)</i>	<i>12.204,0</i>	<i>-1.574,4</i>	<i>-1.731,9</i>	<i>-1.905,1</i>	<i>-1.905,1</i>						
Konzernergebnis vor Minderheiten	10.415,0	11.648,7	13.398,3	15.414,1	17.673,5	-52,4	11,8	15,0	15,0	14,7	11,2
Minderheiten	1.002,0	1.102,2	1.212,4	1.333,7	1.467,0						
Konzernergebnis	9.413,0	10.546,5	12.185,9	14.080,4	16.206,5	-29,0	12,0	15,5	15,5	15,1	11,5
<i>% vom Umsatz</i>	<i>8,5</i>	<i>8,9</i>	<i>9,7</i>	<i>10,6</i>	<i>11,8</i>						
Anpassungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Bereinigtes Konzernergebnis	9.413,0	10.546,5	12.185,9	14.080,4	16.206,5	26,3	12,0	15,5	15,5	15,1	11,5
<i>% vom Umsatz</i>	<i>8,5</i>	<i>8,9</i>	<i>9,7</i>	<i>10,6</i>	<i>11,8</i>						
<i>nachrichtlich</i>											
Abschreibungen & Wertminderungen	9.842,0	10.698,3	11.340,2	11.907,2	12.383,4	-14,6	8,7	6,0	5,0	4,0	4,7
<i>% vom Umsatz</i>	<i>8,9</i>	<i>9,0</i>	<i>9,0</i>	<i>9,0</i>	<i>9,0</i>						
EBITDA	26.413,0	29.289,3	32.180,6	35.377,3	38.856,3	-5,5	10,9	9,9	9,9	9,8	8,0
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	5.194	5.260	5.260	5.260	5.260	37,3	1,3	0,0	0,0	0,0	n.a.
Ergebnis/Aktie (EpA)	1,81	2,01	2,32	2,68	3,08	-48,3	10,6	15,5	15,5	15,1	11,2
Bereinigtes Ergebnis/Aktie (ber. EpA)	1,81	2,01	2,32	2,68	3,08	-8,0	10,6	15,5	15,5	15,1	11,2

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Kapitalflussrechnung

Der operative Liquiditätszufluss lag mit €15,0 Mio. deutlich unter dem Vorjahr (-32%). Dieser Rückgang ist einem kapitalbindenden Anstieg des Nettoumlaufvermögens um €8,9 Mio. geschuldet; gleichwohl stellt dies im Wesentlichen eine Rückkehr auf das Normalniveau dar, da 2009 hohe Anzahlungen für Anlagelieferungen das NUV überproportional schmälerten.

Die reguläre Investitionstätigkeit blieb nahezu konstant auf Vorjahresniveau. Unter Berücksichtigung einer relativ kleinen Akquisition i.H.v. €1,9 Mio. für den Softwarespezialisten SonoTech GmbH (Planungssoftware für die Bestrahlung) lag der Kapitalfluss aus Investitionstätigkeit ca. €2 Mio. unter Vorjahresniveau.

Im Rahmen der Finanzierungstätigkeit schlug die Auszahlung für die Übernahme der IBt mit €22,8 Mio. zu Buche; gleichzeitig wurden €2,3 Mio. (€0,45 pro Aktie) an Dividende für das GJ 2009 ausgeschüttet. Damit war die Dividendenausschüttung ca. doppelt so hoch wie im Jahr zuvor. Für das GJ 2010 schlägt die Gesellschaft eine Dividendenzahlung von rund €3,1 Mio. (€0,60 pro Aktie) vor.

Der Barmittelbestand zum Ende der Berichtsperiode verringerte sich um €14,5 Mio. auf €29,2 Mio.

Cash-Position Ende 2010: €29,2 Mio.

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e	5y - CAGR
in T€						Veränderungen z. Vorjahr (%)					
Konzernergebnis	10.415,0	11.648,7	13.398,3	15.414,1	17.673,5	-52,4	11,8	15,0	15,0	14,7	11,2
+ Abschreibung & Wertminderungen	9.842,0	10.698,3	11.340,2	11.907,2	12.383,4	-14,6	8,7	6,0	5,0	4,0	4,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-1.038,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0						
= Cash Earnings	19.219,0	21.347,0	23.738,5	26.321,2	29.056,9	-27,7	11,1	11,2	10,9	10,4	8,6
- andere, nicht-cashwirks. Positionen	1.807,0	-1.574,4	-1.731,9	-1.905,1	-1.905,1						
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	2.387,0	2.305,3	2.214,3	1.337,6	1.123,6						
= Operativer Cash Flow	15.025,0	20.616,1	23.256,1	26.888,7	29.838,4	-32,1	37,2	12,8	15,6	11,0	14,7
- Investitionen in Anlagevermögen	7.536,0	9.509,6	10.080,1	10.584,1	11.007,5	-22,3	26,2	6,0	5,0	4,0	7,9
= Freier Cash Flow	7.489,0	11.106,5	13.175,9	16.304,5	18.830,9	-39,7	48,3	18,6	23,7	15,5	20,3
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	-1.048,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0	n.a.
- Dividende (Vorjahr)	2.335,0	3.116,4	3.164,0	3.655,8	4.224,1	106,3	33,5	1,5	15,5	15,5	12,6
- Ausschüttung an Minderheiten	351,0	386,1	424,7	467,2	513,9						
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
- Kauf v. Eigenkap. Instr. v. Tochterges.	22.841,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
+ Bankverbindlichkeiten	2.532,0	-5.000,0	-5.000,0	-4.500,0	-4.000,0						
= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)	-14.458,0	2.604,0	4.587,3	7.681,6	10.092,8	n.a.	n.a.	76,2	67,5	31,4	40,3

Quelle: BankM Research

Bilanz

Die Bilanzsumme hat sich um 10% auf nunmehr €144,5 Mio. verkürzt. Wesentlich beigetragen hierzu haben

- die Auszahlung für die IBt-Übernahme (s.o.) und anschließende Verbuchung des Differenzbetrages zwischen Kaufpreis der zusätzlichen IBt-Anteile und der Reduzierung der Minderheitenanteile im Eigenkapital (dieser Differenzbetrag wurde ursprünglich noch als Goodwill verbucht)
- Ausdehnung des Nettoumlaufvermögens hauptsächlich durch die GuV-wirksame Verbuchung der Vorauszahlungen aus dem Russlandprojekt

Verkürzung der Bilanzsumme auf €144,5 Mio.

Die Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg der IBt erhöhte sich von 38,5% auf 71,9%. Der Eigenkapitalanteil der Minderheiten verringerte sich um €5,4 Mio. resultierend aus der prozentualen Verringerung der IBt-Anteile.

Die Eigenkapitalquote ist im Berichtsjahr 2010 von 53% auf 51% gefallen. Dies ist zurückzuführen einerseits auf die hohe Dividendenzahlung und andererseits auf die Eigenkapital-belastende Verbuchung im Zusammenhang mit der IBt-Übernahme. Unter diesem Gesichtspunkt betrachten wir die Eigenkapitalquote als angemessen.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS in T€	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e
Aktiva						% of Balance Sheet Total				
Sachanlagen	27.602,0	26.616,6	25.572,0	24.475,2	23.334,6	19%	18%	17%	16%	14%
Immaterielle Vermögenswerte	40.885,0	40.605,7	40.309,6	39.998,6	39.675,3	28%	28%	27%	25%	24%
<i>dav. Goodwill</i>	30.410,0	30.410,0	30.410,0	30.410,0	30.410,0	21%	21%	20%	19%	18%
Latente Steuern	12.204,0	10.629,6	8.897,7	6.992,6	5.087,6	8%	7%	6%	4%	3%
Sonstiges Anlagevermögen	1.328,0	1.760,0	1.760,0	1.760,0	1.760,0	1%	1%	1%	1%	1%
Langfristige Vermögenswerte	82.019,0	79.611,8	76.539,3	73.226,5	69.857,5	57%	54%	51%	47%	42%
Vorräte	12.678,0	13.565,5	14.379,4	15.098,4	15.702,3	9%	9%	10%	10%	10%
Forderungen	17.252,0	18.459,6	19.567,2	20.545,6	21.367,4	12%	13%	13%	13%	13%
Barmittel	29.216,0	31.820,0	36.407,3	44.088,9	54.181,7	20%	22%	24%	28%	33%
Sonstiges Umlaufvermögen	3.302,0	3.533,1	3.745,1	3.932,4	4.089,7	2%	2%	2%	3%	2%
Kurzfristige Vermögenswerte	62.448,0	67.378,3	74.099,0	83.665,2	95.341,1	43%	46%	49%	53%	58%
Bilanzsumme	144.467,0	146.990,1	150.638,3	156.891,7	165.198,5	100%	100%	100%	100%	100%
Passiva						% of Balance Sheet Total				
Gezeichnetes Kapital	5.293,0	5.293,0	5.293,0	5.293,0	5.293,0	4%	4%	4%	3%	3%
Kapitalrücklagen	53.874,0	53.874,0	53.874,0	53.874,0	53.874,0	37%	37%	36%	34%	33%
Gewinnrücklagen u. übr. Rücklagen	9.145,0	16.575,1	25.597,1	36.021,7	48.004,0	6%	11%	17%	23%	29%
Eigenkapital	68.312,0	75.742,1	84.764,0	95.188,7	107.171,0	47%	52%	56%	61%	65%
Minderheitenanteile	5.293,0	6.009,1	6.796,8	7.663,3	8.616,4	4%	4%	5%	5%	5%
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	73.605,0	81.751,2	91.560,9	102.852,0	115.787,4	51%	56%	61%	66%	70%
Rückstellungen	23.754,0	22.754,0	21.754,0	20.754,0	19.754,0	16%	15%	14%	13%	12%
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	5.913,0	6.326,9	6.706,5	7.041,9	7.323,5	4%	4%	4%	4%	4%
Sonstige Verbindlichkeiten	47.108,0	42.484,9	37.323,4	33.285,7	29.657,1	33%	29%	25%	21%	18%
Verbindlichkeiten	70.862,0	65.238,9	59.077,4	54.039,7	49.411,1	49%	44%	39%	34%	30%
<i>davon langfr. Verbindl.</i>	42.112,0	37.112,0	32.112,0	27.612,0	23.612,0	29%	25%	21%	18%	14%
<i>davon Kurzfr. Verbindl. <1J.</i>	28.750,0	28.126,9	26.965,4	26.427,7	25.799,0	20%	19%	18%	17%	16%
<i>dav. Vblk. aus L&L/Vorauszahl.</i>	7.697,0	7.486,8	7.194,0	7.553,7	7.855,8	5%	5%	5%	5%	5%
Bilanzsumme	144.467,0	146.990,1	150.638,3	156.891,7	165.198,5	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Bewertung

Zur Bewertung der Eckert und Ziegler AG haben wir uns zweier Verfahren bedient, die eine wechselseitige Validierung erlauben und somit für die Plausibilität des jeweils ermittelten Wertes sensibilisiert:

1. Analyse der Freien Cash Flows (DCF-Analyse)
2. Kapitalmarkt Betrachtung (Multiple-Analyse anhand einer Peer Group)

Die ermittelten Werte werden anschließend zu gleichen Teilen gewichtet.

DCF-Analyse

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

Phase I	2011 – 2014 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2015 – 2018 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value (Ewige Rente)

Zur Schätzung der zukünftigen Cash-Flows haben wir uns folgender Quellen bedient:

- Jahresabschlussbericht 2010
- Telefonische Analystenkonferenz am 30. März 2011
- Diskussionen mit dem Vorstand und dem Management
- Pressemitteilungen des Unternehmens
- Analyse der relevanten Märkte

Unsere Prognosen berücksichtigen keine potentiellen Akquisitionen, die die Umsatz- und Ertragslage - wie in der Vergangenheit - signifikant beeinflussen können. Angesichts der historischen Entwicklung des EZAG-Konzerns sind unsere, auf organisches Wachstum ausgelegten Prognosen, daher eher als konservativ zu betrachten.

Die zeitgewichtete Diskontierung der Freien Cash-Flows ist ein zentrales Element der DCF-Analyse. Wie bereits im letzten Jahr bestehen methodische Probleme in der Ermittlung einer Risikoprämie anhand eines Marktportfolio-Surrogats (breit gestreuter Index). Geometrisch ermittelte Renditen über lange Zeiträume (5 - 10 Jahre - CAGR) ergeben aufgrund der starken Preisverfälle immer noch keine sinnvollen Anhaltspunkte zur Ermittlung einer Risikoprämie. Gleichwohl haben innerhalb der letzten 12 Monate große Indizes wie der S&P 500 und der MSCI World um 12,0% bzw. 10,3% zugelegt. Wir fühlen uns komfortabel mit einer postulierten Marktrendite von 10% und ermitteln eine Risikoprämie von 7,0%. Zur Ermittlung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten gehen wir von einer Zielkapitalstruktur des EZAG-Konzerns von 60:40 (EK:FK) aus.

Peer Group-Vergleich

Als führender Teilnehmer in den Nischenmärkten der Anwendung von Radioisotopen, gibt es unseres Wissens kein weiteres Unternehmen, das mit seiner Produktpalette so breit und diversifiziert aufgestellt ist wie die EZAG. Aus diesem Grund ist eine Analyse im Sinne der „closest comparable competitors“ nicht möglich. Wir haben uns stattdessen einer Vergleichsgruppe von gelisteten deutschen und internationalen Unternehmen bedient. Hier befinden sich Unternehmen, deren Geschäftsmodell aus der Produktion und dem Vertrieb von medizintechnischen Geräten und dazugehörigen Verbrauchsmitteln besteht (biolitec AG, Pulsion AG u.a.). Zudem reflektieren die ausgewählten Unternehmen die Investoren-seitige Wahrnehmung der Medizintechnikbranche im Allgemeinen.

Im Folgenden stellen wir die Unternehmen unserer Peer Group kurz vor:

aap Implantate AG ist ein kleiner, schnell wachsender Nischenanbieter, der zum einen Implantate für Frakturheilung und Gelenkersatz und zum anderen Biomaterialien, wie Knochenzemente, Knochenersatzstoffe und Trägermaterialien für Antibiotika entwickelt, produziert und vermarktet. Der Umsatz im GJ 2010 betrug €11,1 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011 €29,4 Mio.

biolitec AG entwickelt, produziert und vermarktet schwerpunktmäßig Laserprodukte für innovative medizinische Therapien, daneben aber auch für nicht-medizinische Anwendungen. Im Vordergrund stehen dabei bestimmte Augenkrankheiten, verschiedene Krebsformen und Fehlbildungen, krankhafte und kosmetische Hautveränderungen, der Dentalbereich sowie sonstige medizinische Anwendungen etwa in der Veterinärmedizin. Ergänzend zu den Lasergeräten produziert biolitec photodynamische Substanzen (sog. Photosensitizer). Der Umsatz im GJ 2010 betrug €30,4 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €36,8 Mio.

Carl Zeiss Meditec AG entwickelt, fertigt und vertreibt medizinische Produkte und Systeme für die Augenheilkunde sowie auf dem Gebiet der Neuro- und HNO-Chirurgie. Im Mittelpunkt stehen Systeme zur Diagnose von Krankheiten des Auges sowie Lasersysteme zu deren Therapie. Der Umsatz im GJ 2010 betrug €676,7 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €1,2 Mrd.

Pulsion Medical Systems AG bezeichnet sich als Technologieführer im Bereich gering-invasiver Diagnose-, Überwachungs- und Therapiesteuerungssysteme (Monitore) für den Einsatz in der Intensivpflege und im Operationsbereich. Diese Monitore werden hauptsächlich bei der Herz-Kreislauf-Überwachung verwendet. Darüber hinaus produziert und vertreibt Pulsion ein Diagnostikum sowie sterile Einmalprodukte für das Monitoring von Patienten. Der Umsatz im GJ 2010 betrug €31,5 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €47,1 Mio.

Stratec Biomedical Systems AG entwickelt und produziert medizintechnische Geräte, mit denen Substanzen in Körperflüssigkeiten außerhalb des Körpers nachgewiesen und analysiert werden können. Einen Schwerpunkt stellen Geräte und Systeme zur Analyse von Blut dar. Die Gesellschaft agiert über Tochtergesellschaften neben Deutschland auch in den USA, Großbritannien, der Schweiz und in Rumänien. Der Umsatz im GJ 2010 betrug €102,0 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €334,9 Mio.

Peer Group Unternehmen aus der MedTech-Industrie

UMS United Medical Systems International AG bietet innovative medizinische Versorgungskonzepte im Bereich der High-Tech-Medizin. Die von ihr entwickelten Full-Service-Konzepte basieren auf mobilen Gerätetechnologien und umfassen moderne Medizinsysteme für Diagnose und Therapie in Verbindung mit hochqualifiziertem Personal und das vollständige Gerätemanagement. Der Umsatz im GJ 2010 betrug €38,9 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €39,9 Mio.

W.O.M. World of Medicine AG entwickelt, produziert und vertreibt medizinische Geräte für den Bereich der Minimal Invasiven Chirurgie wie Pumpensysteme, Insufflationssysteme, Kameras, Monitore, Lichtquellen und Videodokumentationssysteme sowie Medizinlaser und hat zudem die für den Geräteeinsatz benötigten Zubehör- und Verbrauchsartikel im Angebot. Der Umsatz im GJ 2010 betrug €38,4 Mio.; Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €110,2 Mio.

Accuray Inc. entwickelt und vertreibt das sogenannte CyberKnife® Robotic Radiosurgery System, das weltweit erste rein robotergestützte Radiochirurgie-System zur Behandlung von Tumoren. Das CyberKnife® als eine nicht-invasive Alternative zur operativen Therapie bei bös- und gutartigen Tumoren im gesamten Körper, einschließlich Prostata, Lunge, Hirn, Wirbelsäule, Leber, Pankreas und Niere ergänzt die vorhandenen Strahlentherapie-, IMRT- (Intensity-modulated Radiation Therapy) oder IGRT-(Image-guided Radiation Therapy) Programme.

Der Umsatz im GJ 2009/10 betrug €159,9 Mio. Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €393,4 Mio.

RaySearch Laboratories entwickelt und vertreibt Software für medizintechnische Geräte im Bereich der Strahlentherapie. Die Produkte von RaySearch Laboratories sollen die Leistungsfähigkeit der Strahlentherapie erhöhen, indem die Strahlendosis für jeden einzelnen Krebspatienten optimiert wird. RaySearch Laboratories hat Lizenzvereinbarungen mit Philips, Varian, Siemens, Nucletron, IBA Dosimetry und TomoTherapy, Unternehmen, die in diesem Marktsegment führend sind.

Der Umsatz im GJ 2010 betrug €13,2 Mio. Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €87,5 Mio.

Theragenics Corporation, von deren Akquisition die EZAG derzeit Abstand genommen hat, ist operativ tätig in den beiden Geschäftsbereichen Chirurgie und Brachytherapie (permanente Miniimplantate). Es ist eines der führenden Unternehmen im US-amerikanischen Brachytherapie-Markt.

Im Segment Brachytherapie produziert und vertreibt das Unternehmen ihre Hauptprodukte TheraSeed® und I-Seed. Hierbei handelt es sich um Palladium¹⁰³- bzw. Jod¹²⁵-basierte Seeds für die minimal-invasive Therapie von frühen Stadien des Prostatacarcinoms.

Der Umsatz im GJ 2010 betrug €58,1 Mio. Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: € 50,8 Mio.

Ion Beam Applications entwickelt im Bereich der Krebsdiagnose und -behandlung Lösungen von sehr hoher Präzision. Darüber hinaus ist das Unternehmen in den Bereichen Sterilisierung und Ionisierung zur Optimierung der Hygiene und Sicherheit im Alltag tätig.

Der Umsatz im GJ 2010 betrug €387,6 Mio. Marktkapitalisierung zum 31.3.2011: €221,8 Mio.

Eckert & Ziegler AG

11. April 2011

Entwicklung der Aktie - 29/33 -

Peer Group	Mkt Cap	EV	EV/Revenues			EV/EBITDA			P/E		
	(curr.)	(curr.)	2010a	2011e	2012e	2010a	2011e	2012e	2010a	2011e	2012e
Multiples											
AAP Implantate AG	29,22	38,18	1,34	1,22	1,11	11,07	7,53	6,73	584,40	24,55	18,85
Biolitec AG	37,33	34,45	1,13	0,98	0,98	6,68	-	-	-30,26	16,89	16,89
Carl Zeiss Meditec AG	1203,79	944,06	1,40	1,28	1,21	8,76	7,85	7,27	21,93	19,12	17,09
Pulsion Medical Systems AG	47,05	40,84	1,30	-	-	-	-	-	16,51	32,68	28,87
Stratec Biomedical Systems AG	359,80	354,06	3,47	2,96	2,49	16,96	13,30	11,03	27,59	20,90	16,85
UMS United Medical Systems Int	41,36	46,89	1,20	1,14	1,08	2,88	2,77	2,60	13,23	13,34	11,49
WOM World of Medicine AG	106,20	98,02	2,55	-	-	17,05	-	-	41,29	-	-
Theragenics Corp	45,99	35,80	0,58	-	-	4,23	-	-	29,41	22,65	16,97
Accuray Inc	407,42	293,74	1,84	1,88	1,29	40,89	-	-	198,79	93,49	42,23
Ion Beam Applications	219,35	247,40	0,64	0,59	0,52	8,85	7,67	6,39	35,22	37,69	23,14
RaySearch Laboratories AB	142,05	133,70	10,82	7,26	6,30	17,24	11,09	9,20	46,85	23,37	18,12
Mean (for information purposes, only)	143,12	142,73	2,39	2,16	1,87	13,46	8,37	7,21	89,54	30,47	21,05
Median	106,20	98,02	1,34	1,25	1,16	9,96	7,76	7,00	29,41	23,01	17,60
Eckert & Ziegler AG*	159,85	166,83	1,50	1,40	1,32	6,32	5,70	5,18	16,98	15,16	13,12

* based on own forecasts for Revenues, EBITDA, and Earnings

Year	2011e	2012e
Implicit Price	38,31	36,27

Quelle: Bloomberg/BankM Research

Auf Basis der medianen, gleichgewichteten 2011-er Multiples der Peer Group [EV/Revenues, EV/EBITDA (jeweils korrigiert um EZAG's Nettoverschuldung) und P/E] ermitteln wir einen impliziten Preis der EZAG-Aktie von €38,31; auf Basis der Multiples 2012 ermitteln wir einen Wert von €36,27 pro Aktie.

Impliziter Aktienkurs auf Basis der Markt-Multiples 2011: €38,31

Bewertungsfazit

Aus der DCF-Analyse ermitteln wir einen Wert von €42,80. Die Peer Group-Analyse ergibt auf Basis der 2011-er Multiples einen Wert von €38,31.

Zu gleichen Teilen gewichtet sehen wir - auf Basis des arithmetischen Wertes von €40,56 - den fairen Wert der Aktie bei €40,50. Wir bewerten die Aktie mit „Kaufen“.

Fairer Wert der Aktie: €40,50

Entwicklung der Aktie

Seit Jahresbeginn hat sich der Kurs der EZAG-Aktie von €27,00 auf €30,20 (XETRA-Schlusskurs vom 8.04.2011) um 11,9% verbessert. Im gleichen Zeitraum hat der Vergleichsindex (DAXSUBSEC. MEDICAL TECHNOLOGY PERFORMANCE) lediglich 5,3% hinzu gewonnen. Unser letzter fairer Wert von €28,60 (s. unser update vom 9.11.2010), wurde zwischenzeitlich mehrfach erreicht und zeitweise deutlich übertroffen - in der Spitze lag er bei €30,45.

Die annualisierte Volatilität auf Basis der täglichen Renditen beträgt seit Jahresbeginn 39,0% bei einem mittleren täglichen Handelsvolumen seit Jahresbeginn von etwa 11.500 Stücken und einem Maximum von ca. 61.000.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

SWOT-Analyse

Stärken

- Marktführerschaft in der Brachytherapie (Europa) und in der industriellen Anwendung von Radioisotopen (global)
- Etwa 40% der Umsätze sind wiederkehrend, bedingt durch eine konstante Nachfragekomponente (graduelle Aktivitätsabnahme der Isotope)
- Gut diversifiziertes Produktportfolio reduziert Anfälligkeit ggü. produktspezifischen und konjunkturellen Einflüssen
- Einziger Anbieter in dieser Breite → Alleinstellungsmerkmal
- Management erkennt Chancen und hat deren Umsetzung mehrfach erfolgreich bewiesen
- Hebung enormer Synergiepotentiale durch strategische Akquisitionen und Beteiligungen
- Opportunistische Vertriebsstrategie (Mix aus direkt und indirekt)

Schwächen

- In den einzelnen Segmenten existieren Wettbewerber mit deutlich höheren Kapitalressourcen
- Einige Produkte im Segment „Isotope Products“ haben nur begrenztes Innovationspotential und weisen geringe Wachstumsraten auf (reife Produkte)
- Fehlende oder unzureichende Kostenerstattung seitens der gesetzl. Krankenkassen für Produkte im Therapie- und Radiopharma-Segment
- Starkes Risiko gegenüber \$/€-Wechselkursänderungen kann deutlich zur Volatilität der Umsätze und Erträge führen
- Die hohe Goodwill-Position ist in der derzeitigen Finanzmarktsituation nicht besonders attraktiv für value-orientierte Investoren (Graham-Methodik)

Chancen

- Neues Geschäftsfeld „Umweltdienste“ mit ausgeprägtem Know-how und vorhandener Infrastruktur
- Russlandprojekt (Joint Venture) stärkt Umsatzbasis
- Segment „Radiopharma“ hat die Gewinnschwelle erreicht; Wachstumstreiber: bewährte und neue Kontrastmittel, Syntheseautomaten, EMEA-zugelassenes Radiosyntheseprodukt, Lohnfertigung
- Produktinnovationen im Segment Therapie erweitern das Produktportfolio und hilft die Margen abzusichern

Risiken

- Alternative Methoden zur Behandlung von frühen Stadien des Prostatakarzinoms, insbes. die Behandlung mit hochenergetischen Schallwellen könnten die Umsätze im Therapiesegment schmälern
- Ausfall von Großkunden
- Ein günstiger Dollarkurs führt zum Anstieg des innereuropäischen Wettbewerbs durch US-amerikanische Wettbewerber im Bereich der Seeds; dies könnte den Margendruck auf Prostata-Implantate deutlich erhöhen

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe.

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker	01.04.2009	Kaufen	€10,56
Dr. Roger Becker	05.05.2009	Kaufen	€10,56
Dr. Roger Becker	10.07.2009	Kaufen	€14,50
Dr. Roger Becker	07.08.2009	Neutral	€19,26
Dr. Roger Becker	04.11.2009	Kaufen	€22,21
Dr. Roger Becker	16.11.2009	Kaufen	€22,90
Dr. Roger Becker	17.12.2009	Kaufen	€22,90
Dr. Roger Becker	29.01.2010	Kaufen	€24,00
Dr. Roger Becker	25.03.2010	Neutral	€24,00
Dr. Roger Becker	12.04.2010	Kaufen	€27,44
Dr. Roger Becker	10.05.2010	Kaufen	€28,22
Dr. Roger Becker	06.08.2010	Kaufen	€29,33
Dr. Roger Becker	09.11.2010	Neutral	€28,60

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

11.04.2011

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 08.04.2011

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG war darüber hinaus an eine weitere Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsbarrieren geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung des Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Der Analyst hat zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, erhalten oder erworben. Der auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführte Analyst erklärt, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen seine eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und seine Vergütung weder direkt noch indirekt von seinen Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind.

Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Eckert & Ziegler AG

11. April 2011

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer) - 33/33 -

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden.

Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2011 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.