

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 4,76 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
13. Mai 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:
3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:
15,5 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,035 %

Beta: n.m.

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: Q3 2003 am
11. November 2003

DPS 2002: -

ISIN: DE0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
www.LBBW.de

Eckert & Ziegler

13. August 2003

Der operative Bereich läuft...

... aber Sondereinflüsse belasten die GuV des Unternehmens stark. Eckert & Ziegler musste wiederum währungsbedingte Umsatzverluste hinnehmen, aus dem ersten Quartal wurde die US-GAAP-Änderung SAFS 143 übernommen, für das zweite Halbjahr steht die Konsolidierung der NEMOD an, und Verluste der NEMOD werden derzeit steuerlich nicht anerkannt.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie neu €	Gewinn je Aktie bisher €	KUV	EV/EBITDA	KGV
2002	0,11	0,11	0,5	4,5	44,7
2003e*	0,18	0,30	0,5	5,5	26,8
2004e	0,28	0,44	0,5	5,0	16,9

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002	31,2	6,3	2,0	6,4%	0,3
2003e*	31,0	5,1	1,5	5,0%	0,6
2004e	32,5	5,6	1,7	5,2%	0,9

* ohne Einmalaufwendungen aus SFAS 143 und "changes of accounting principles"



Stenogramm

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + Kooperation mit Theragenics
- + Sachkostenerstattung für Brachytherapie in Belgien
- + Verfahren zur Kostenerstattung (HTA) läuft
- + Produktinnovationen
- Umsatz durch Währungsentwicklungen beeinflusst
- Sonderfaktor SFAS 143 belastet das Ergebnis
- Geringe Erfahrung in der Medikamentenentwicklung

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie

Isotopenspezialist**Solides Stammgeschäft****Aufbau der Brachytherapie****Immunologie als Hoffnungsträger****Keine Multiple-Bewertung****Unterbewertung****Executive Summary**

- Eckert & Ziegler (EZAG) ist ein international tätiger Isotopenhersteller mit Sitz in Berlin. Die Isotopen finden in industriellen, diagnostischen und therapeutischen Bereichen Anwendung.
- Das Unternehmen verfügt über ein stabiles Stammgeschäft im Segment Industrie und Nuclear Imaging, das allerdings auf Grund der regionalen Umsatzverteilung deutlich von Währungsschwankungen beeinflusst wird.
- Darauf aufbauend hat sich EZAG in Therapiebereiche vorgewagt. Im Bereich der Brachytherapie (Kurzzeit-Strahlentherapie mit Permanentimplantaten) zeigen sich bereits deutliche Erfolge. Eine Kooperation mit Theragenics sorgt kurzfristig für zusätzliche Umsätze und vermeidet ansonsten notwendige Investitionen in dem schon in der Reifephase befindlichen US-Markt.
- Der Bereich Immunologie ist ein Hoffnungsträger der EZAG, dessen Produkte und Technologien sich noch in vergleichsweise frühen Phasen befinden. Ihre weitere Entwicklung will EZAG nur zusammen mit Partnern vorantreiben, die auch die Finanzierung sicherstellen können. Bei erfolgreicher Entwicklung eines Therapeutikums, beispielsweise eines Krebsantikörpers, würden der EZAG deutliche Umsatzpotenziale zuwachsen; eine Markteinführung könnte aber frühestens in sechs bis acht Jahren erfolgen.
- Eine Bewertung der EZAG auf Basis von Multiples ist unseres Erachtens auf Grund verschiedener Faktoren nicht sinnvoll. So fehlt bei Unternehmen mit vergleichbaren Geschäftsmodellen eine verwertbare Datenbasis oder der vergleichbare Teil stellt nur einen kleinen Teil des Gesamtgeschäfts dar. Unsere Bewertung fokussiert sich daher auf unser DCF-Modell. Auf dieser Basis ist EZAG auch nach den jüngsten Kursanstiegen noch unterbewertet. Trotz der Faktoren, die 2003 bereits belasten und noch belasten können, erwarten wir, dass sich EZAG auf operativer Ebene weiterhin positiv entwickelt und bleiben bei unserer Empfehlung, die Aktie der EZAG zu kaufen.

SWOT-Profil**Stärken**

- Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- Kooperation mit Theragenics
- Sachkostenerstattung für Brachytherapie in Belgien und teilweise in Italien

Chancen

- First Mover im Bereich Brachytherapie in Europa
- Upfront- und Meilensteinzahlungen bei Kooperationen
- Kostenerstattungen in D und F könnten in absehbarer Zeit bewilligt werden

Schwächen

- Bislang nur wenig Erfahrung in der Medikamentenentwicklung
- Brachytherapie bislang in Europa wenig verbreitet
- Kostenerstattung für Brachytherapie in D und F fehlt bislang

Risiken

- Negative Umsatz- und Ergebniseinflüsse bei weiterhin starkem €
- Entwicklungsrisiken – insbesondere der NEMOD
- Wirtschaftliches Umfeld könnte Kostenerstattungsentscheidungen negativ beeinflussen

**Isotopenhersteller
für verschiedene
Anwendungen**

**„Schnüffler“ und
PET**

**Medikamentenbe-
schichtete Stents
gewinnen zuneh-
mend an Bedeutung**

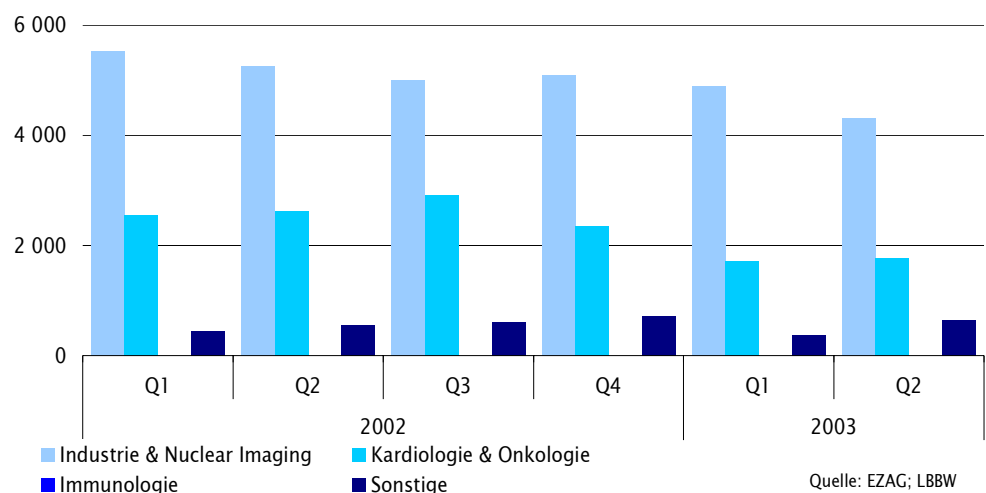
**Brachytherapie star-
tet durch**

**Immunologie noch
in frühen Phasen**

Geschäftstätigkeit

- Eckert & Ziegler (EZAG) ist ein Isotopenhersteller mit Sitz in Berlin. Die Produkte des Unternehmens finden im industriellen und im medizinischen Bereich Anwendung, beispielsweise als Strahlenquellen für Detektionsgeräte, aber auch als therapeutische Produkte in der Krebsbehandlung (so genannte Seeds).
- Das Unternehmen ist in den Bereichen
 - Industrie & Nuclear Imaging,
 - Kardiologie & Onkologie und
 - Immunologie tätig.
- Die industriellen Anwendungen umfassen Sicherheits- und Verteidigungstechnik, beispielsweise Detektionsgeräte, die u. a. an Flughäfen zum Einsatz kommen und nach dem 11. September 2001 verstärkt nachgefragt wurden. Nuclear Imaging liefert Strahlenquellen, die in diagnostischen Geräten, beispielsweise in Positronen-Emissions-Tomographen (PET) eingesetzt werden.
- Im Bereich Kardiologie & Onkologie verliert das Geschäftsfeld Kardiologie zunehmend an Bedeutung. Hier wurden lange Zeit gemeinsam mit Novoste radioaktive Strahler entwickelt, die einen Wiederverschluss von Blutgefäßen nach einer Gefäßaufweitung (Ballondilatation) verhindern sollen. Durch die Entwicklung medikamentös beschichteter Stents brach das Geschäft mit radioaktivem Strahlern, die ebenfalls diese Aufgabe erfüllten, deutlich ein, was sich auch in der Umsatzentwicklung bei der EZAG niederschlug. Der Bereich Onkologie mit seinen Seeds – insbesondere zur Behandlung von Prostatakrebs in frühen Stadien – gibt hier mehr Anlass zur Hoffnung, auch wenn er einen Umsatzrückgang bislang nicht verhindern konnte.
- Der Bereich Immunologie, der in der NEMOD angesiedelt ist, basiert zum einen auf einer Technologieplattform dendritischer Zelllinien sowie auf der Entwicklung von Antikörpern gegen Karzinome. Bislang wurden mit diesem Geschäftsbereich noch keine Umsätze erwirtschaftet.

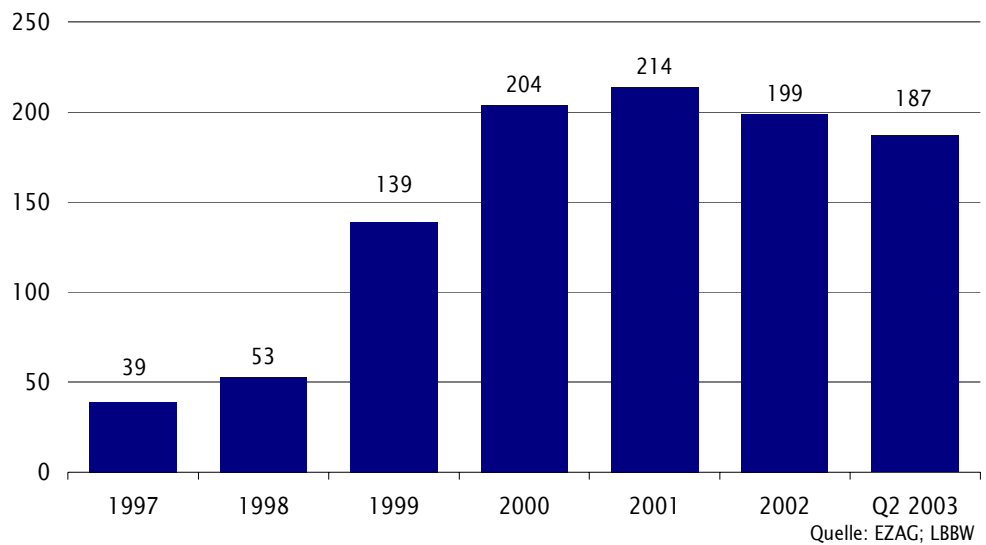
Umsatz nach Geschäftsbereichen und Quartalen (Tsd. €)



**Kostenreduktion
auch durch Personalabbau**

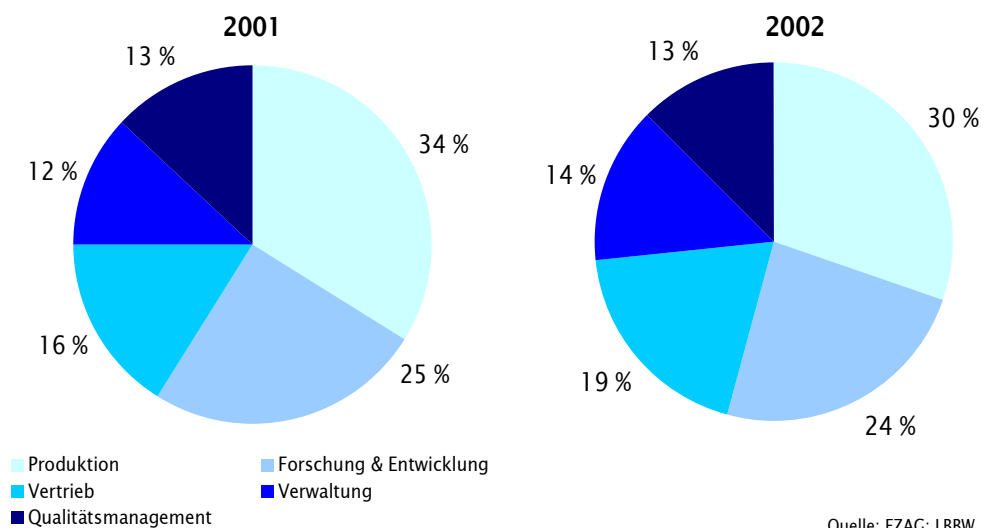
- Derzeit arbeiten bei EZAG 187 Personen. Darin sind die 25 Mitarbeiter der NEMOD, der Biotechnologiebeteiligung der EZAG, nicht enthalten. Das dynamische Wachstum der Vorjahre konnte damit nicht gehalten werden. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass ein beträchtlicher Teil der neuen Mitarbeiter durch Akquisitionen zur EZAG gestoßen sind, woraufhin auch Personalanpassungen im Sinne der Realisierung von Synergien zu erwarten waren. Zudem wurden Personalanpassungen vor dem Hintergrund der in Summe schwächer als beim Börsengang erwarteten Geschäftsentwicklung vorgenommen.

Mitarbeiterentwicklung



Schwerpunkt Produktion

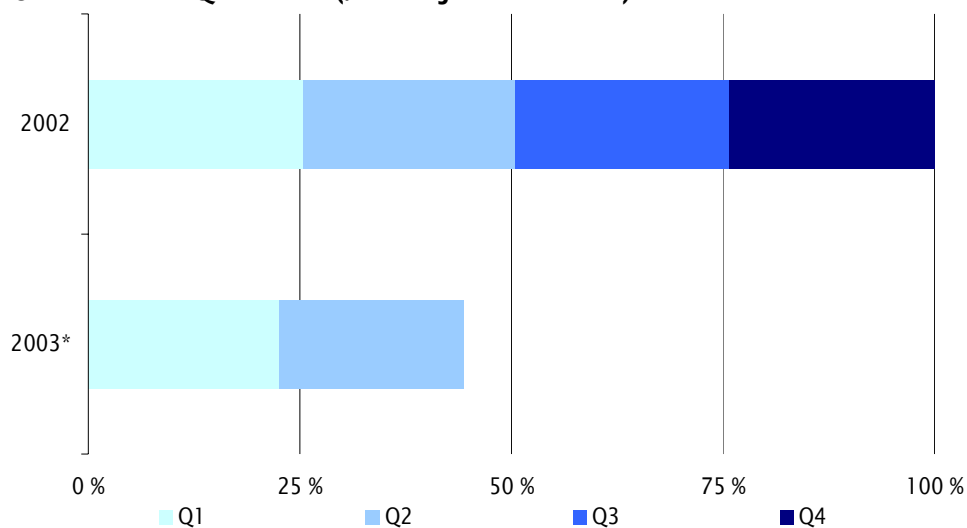
- Der größte Teil der Mitarbeiter ist in der Produktion beschäftigt, gefolgt von Forschung & Entwicklung und dem Vertrieb. Bezüge man die fast völlig forschungsorientierte NEMOD in diese Betrachtung mit ein, so würde dem Bereich F&E eine dominierende Rolle zukommen.



Entwicklung im ersten Geschäftshalbjahr 2003 (y-o-y)

- Umsatz sinkt um 19,0 % auf 12,9 Mio. €
- EBITDA steigt um 6,0 % auf 2,3 Mio. €
- EBIT steigt um 206,9% auf 0,5 Mio. €
- Nettoergebnis vor Sonderbelastungen verbessert um 24,6 % auf minus 0,5 Mio. €, inklusive Sonderbelastungen ist ein Rückgang von minus 0,6 Mio. € auf minus 1,2 Mio. € zu verbuchen.
- EPS steigt von minus 0,19 € auf minus 0,15 € (minus 0,38 € inklusive Sonderbelastungen)
- Cash-Position bei 8,1 Mio. € (8,5 Mio. € am 31.12.2002)

Umsatz nach Quartalen (% vom Jahresumsatz)



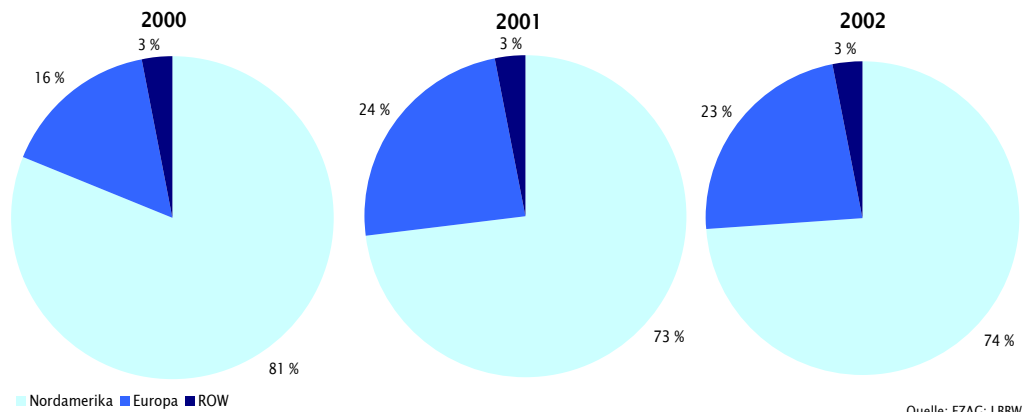
**Negativer Währungs-
einfluss**

**Kardiologiebereich
fällt faktisch aus**

**Umsatzschwer-
punkt USA**

- Im vergangenen Geschäftsjahr und auch im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres hatte der starke € einen deutlich negativen Einfluss auf die Umsatzentwicklung im EZAG-Konzern.
- So lag der nominelle Umsatzrückgang gegenüber dem Vergleichsquartal im Q1 2003 bei 15 %, wohingegen der um die Währungseffekte bereinigte Umsatzrückgang lediglich 4 % betrug, was im Wesentlichen auf den Einbruch im Geschäftsbereich Kardiologie zurückzuführen war; auch das zweite Quartal 2003 litt in ähnlicher Weise.
- Die starke Sensibilität des Umsatzes auf Schwankungen des USD gegenüber dem € ist auf die geographische Herkunft der Umsätze zurückzuführen: Schon seit Jahren hat Nordamerika einen Umsatzanteil von deutlich über 70 % des Gesamtumsatzes.

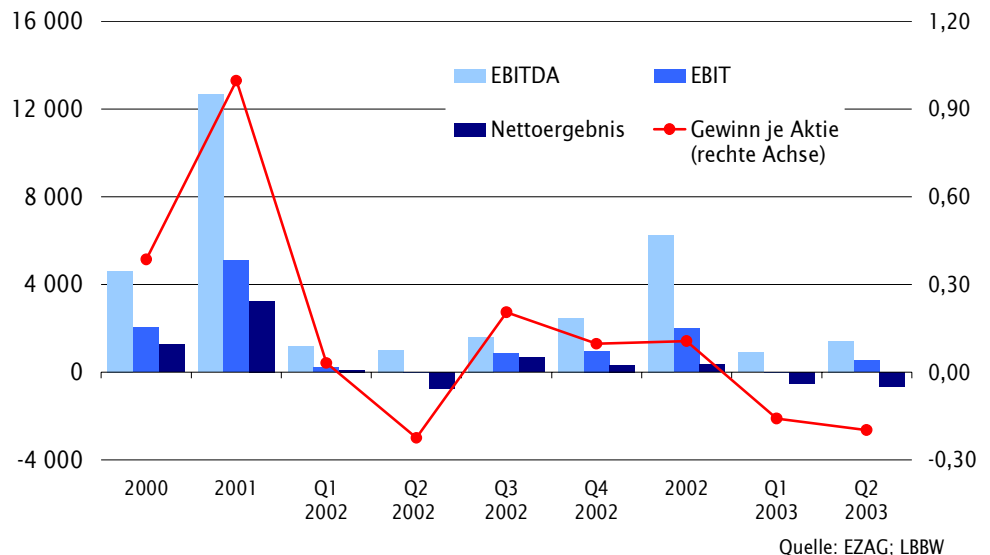
Umsatz nach Absatzregionen



Sondereinflüsse im Ergebnis werden bei EZAG fast zur Regel

- Die Ergebnisgrößen der EZAG sind deutlich stärkeren Schwankungen unterworfen als die Umsätze, bei denen eine weitgehende Gleichverteilung über die Quartale festgestellt werden konnte. Das hat seine Ursachen zu einem großen Teil in Sondereinflüssen. So profitierte EZAG beispielsweise 2001 von Zahlungen aus einem zu Gunsten von EZAG ausgegangenen Rechtsstreit. 2002 hingegen fehlten zum Einen diese Zuflüsse, und zum Anderen begann EZAG mit Investitionen in die Biotechnologie, was sich belastend auf die Ergebnisgrößen auswirkte. Auch die Entwicklung des Wechselkurses des USD zum € schlug sich – wenn auch in geringerem Maße als im Umsatz – negativ in den Ergebnisgrößen nieder.

Ergebnisgrößen (Tsd. €; Gewinn je Aktie in €)



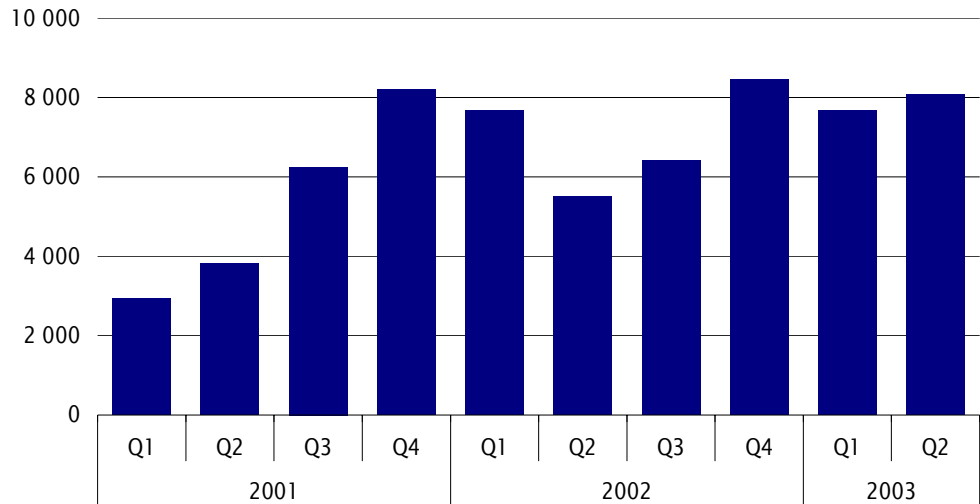
Änderung von US-GAAP: Entsorgungsrückstellungen steigen

- 2003 war im ersten Quartal ebenfalls durch einen starken € geprägt; diese Entwicklung war jedoch im zweiten Quartal leicht rückläufig und spielte damit sozusagen für EZAG. Außerdem war eine Änderung der Rechnungslegungsvorschriften nach US-GAAP zu verzeichnen: Da EZAG mit radioaktiven Stoffen arbeitet, sind seit jeher Entsorgungsrückstellungen gebildet worden. Neu nach SFAS 143 war nun jedoch, dass diese Rückstellungen so zu bilden sind, als ob sie bei einem Dritten in Auftrag gegeben würden. Für EZAG bedeutet das eine Erhöhung der Rückstellungen, da die Entsorgung bislang

<p>Kooperation mit Theragenics</p> <p>Bau einer Produktionslinie</p> <p>Seed-Lieferungen</p> <p>Vertriebsrechte für Theragenics-Produkte an BEBIG</p> <p>Abschlags- und Meilensteinzahlungen sowie Produktumsätze</p>	<p>deutlich kostengünstiger als bei Dritten im eigenen Unternehmen durchgeführt wird. Diese Umstellung ist eine einmalige Belastung, die zudem nicht cashwirksam ist.</p> <ul style="list-style-type: none">■ Am 06. Februar 2003 gab EZAG den Abschluss eines Kooperationsvertrags mit dem US-amerikanischen Unternehmen Theragenics bekannt. Theragenics ist ebenfalls in der Produktion und dem Vertrieb von schwach radioaktiven Implantaten für die so genannte Brachytherapie von Krebs, vor allem Prostatakrebs tätig, bislang allerdings vorrangig mit Palladium-Implantaten.■ Der Vertrag mit Theragenics umfasst den Bau einer Produktionslinie für Prostataimplantate (Jod-Seeds). EZAG überträgt Theragenics das US-Geschäft in diesem Segment und liefert darüber hinaus während der Aufbauphase der Produktionsanlage Jod-basierte Permanentimplantate zur Behandlung von Prostatakrebs.■ Die EZAG-Tochter BEBIG erhält im Gegenzug die Vertriebsrechte an Theragenicsprodukten für Europa. Die Palladium-Implantate erweitern damit das Produktportfolio der EZAG in Europa.■ Der Kooperationsvertrag ist kurzfristig mit Abschlags- und Meilensteinzahlungen verbunden, von denen im laufenden Geschäftsjahr etwa vier Mio. USD und im kommenden Geschäftsjahr nochmals ca. zwei Mio. USD gezahlt werden sollen.
<p>Innovation IsoCord[®]</p>	<ul style="list-style-type: none">■ Das Produktportfolio der EZAG wurde zudem um IsoCord[®] ergänzt, eine Seedkette, die eine einfachere Applikation der Seeds in vorgegebenen Abständen ermöglicht. Das Management der EZAG zeigt sich mit der Akzeptanz des Produktes bei den Kunden sehr zufrieden.
<p>Neues Produkt: Perflexion[™]</p>	<ul style="list-style-type: none">■ Ohne größere Meldung ging die Neueinführung des Perflexion[™] von statten. Die biegsame und leichte Strahlenquelle bietet gegenüber traditionellen Produkten Platz und Gewichtsvorteile. Das zum Patent angemeldete System stellt unseres Erachtens zwar nicht gerade einen potenziellen Blockbuster dar, rundet aber das Strahlenquellenportfolio der EZAG sinnvoll ab.
<p>Positive präklinische Daten für PankoMab[™]</p>	<ul style="list-style-type: none">■ Der Immunologiebereich, der sich in der NEMOD konzentriert, konnte im Juni positive Biodistributionsdaten für seinen Antikörper PankoMab[™] vermelden. Konkrete Entwicklungspartnerschaften stehen noch aus.
<p>Grundsätzliche positive Entwicklung der liquiden Mittel</p>	<ul style="list-style-type: none">■ Die Entwicklung der Cash-Position verläuft positiv. Der „Einbruch“ im zweiten Quartal des Vorjahres ist auf die Zahlung einer von der Hauptversammlung beschlossenen Dividende in Höhe von 0,45 € je Aktie zurück zu führen. Sicherlich beansprucht die weitere Etablierung der Brachytherapie auch finanzielle Mittel. Die Biotechnologieinvestitionen bei der NEMOD wurden zwar durch eine Fokussierung innerhalb des Unternehmens deutlich zurückgefahren, bleiben aber noch in gewissem Umfang erhalten und sorgen so ebenfalls für Mittelabflüsse. Das zweite Geschäftsquartal 2003 hat aber bereits gezeigt, dass EZAG auch unter schlechten konjunkturellen Rahmenbedingungen in der Lage ist, mit seinen liquiden Mitteln nicht nur auszukommen, sondern diese auch zu erhöhen. Dabei spielen natürlich die Zahlungen aus dem Theragenics-Deal eine wichtige Rolle. Die Gesamtentwicklung im zweiten

Quartal war jedoch durch ein Aktienrückkaufprogramm beeinflusst, bei dem EZAG 320 000 Aktien zu einem Kurs von 3,35 € zurückgekauft hatte.

Liquide Mittel und Wertpapiere des UV (Tsd. €)

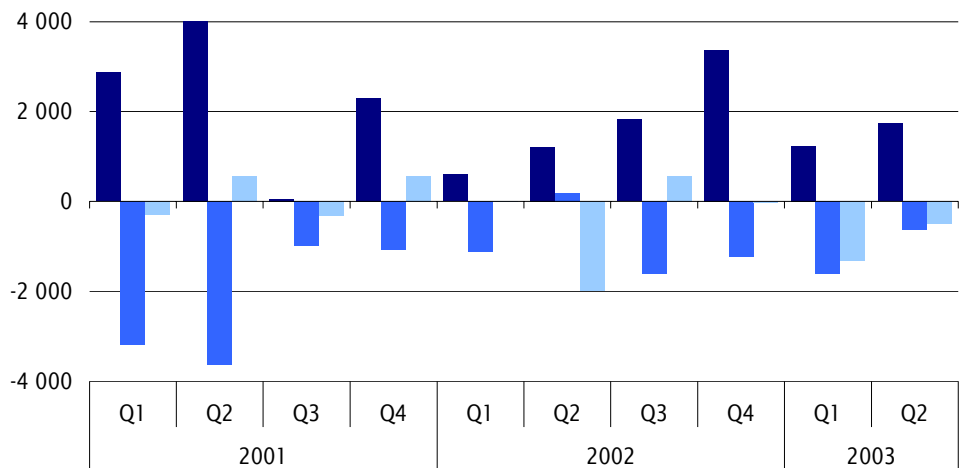


Quelle: EZAG; LBBW

Durchgehend positiver Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit

- Die tendenziell positive Entwicklung beim Cashbestand spiegelt sich auch in der Cashflowentwicklung wider. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit zeigt auf Grund der Wechselkursensibilität und den vom Unternehmen abgeschlossenen Sicherungsgeschäfte eine in Relation zu seiner absoluten Höhe starke Volatilität. Hervorzuheben ist aus unserer Sicht vor allem, dass es dem Unternehmen in den letzten zehn Quartalen immer gelungen ist, einen positiven Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit zu erwirtschaften, d. h. das operative Geschäft trägt sich selbst und lässt auch Raum für Investitionen.

Cashflows (Tsd. €)



- Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit
- Cashflow aus Investitionstätigkeit
- Cashflow aus Finanzierungstätigkeit

Quelle: EZAG; LBBW

Verschiedene Märkte

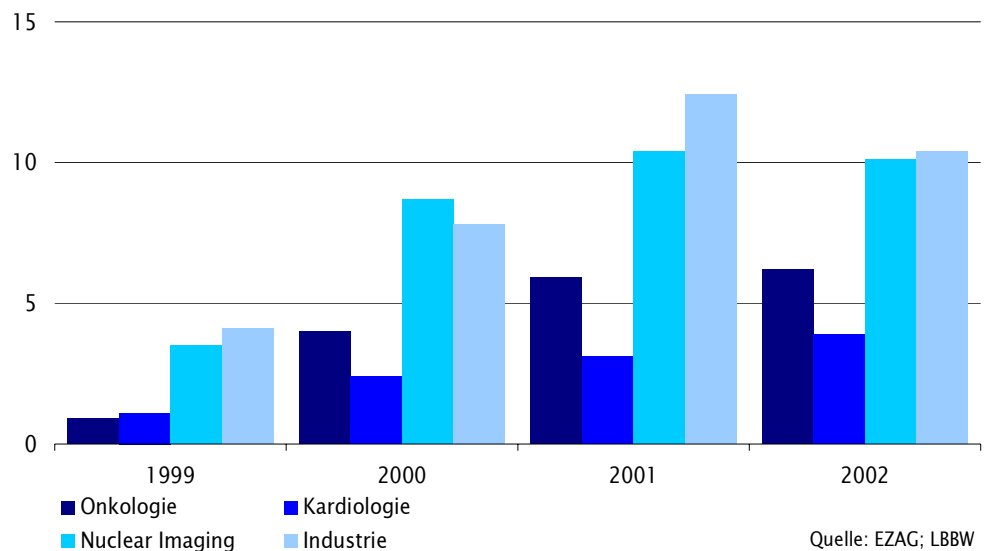
Die Märkte der Eckert & Ziegler

- EZAG ist auf einer ganzen Reihe von verschiedenen Märkten tätig, die sehr unterschiedliche Volumina und Wachstumsraten aufweisen. Die Märkte sind mit den Geschäftsfeldern

- Industrie,
- Nuclear Imaging,
- Kardiologie,
- Onkologie und
- Immunologie

quasi in einem ersten Schritt vorgegeben.

Umsatz nach Bereichen (Mio. €)



Kardiologie auf dem absteigenden Ast: Starke Konkurrenz durch medikamentenbeschichtete Stents

- Der Bereich Kardiologie befindet sich aus unserer Sicht seit längerem auf einem absteigenden Ast. Das Geschäftsfeld beschäftigte sich vorrangig mit der Entwicklung und der Produktion von Strahlenquellen für onkologische Anwendungen, d. h. Strahlern, die verschlossene Blutgefäße offen halten und deren radioaktive Beschichtung einen Wiederverschluss (Restenose) vermeiden sollen. Die Erfolge medikamentös beschichteter Stents von Johnson & Johnson und Boston Scientific haben den Entwicklungspartner Novoste aber dazu bewogen, sich aus diesem Feld weitgehend zu verabschieden. Negative Nachrichten über Nebenwirkungen und auch Todesfälle von Patienten, die mit medikamentenbeschichteten Stents behandelt wurden, konnten den Erfolg dieser Produkte nicht dämpfen. Wir gehen davon aus, dass die Kardiologie in absehbarer Zeit keine Rolle mehr für die EZAG spielen wird und sehen daher auch von einer detaillierten Betrachtung des entsprechenden Marktes ab.

Immunologie: Warten auf Kooperationen

- Der Geschäftsbereich Immunologie, der sich in dem Biotechnologieunternehmen NEMOD konzentriert, erwirtschaftet noch keine Umsätze. Er könnte aber kurz- und mittelfristig durchaus in der Lage sein, bei Abschluss von Forschungsk Kooperationen über Meilensteine zum Erfolg der EZAG beizutragen. Bei einer erfolgreichen Entwicklung der Produkte zu einem vermarktba-

**Selbst bei Erfolg
noch ein langer
Zeithorizont**

**Produkte der Prüf-
und Messtechnik**

**Kleiner Spezial-
markt**

**11. September 2001
hat Nachfrage ge-
weckt**

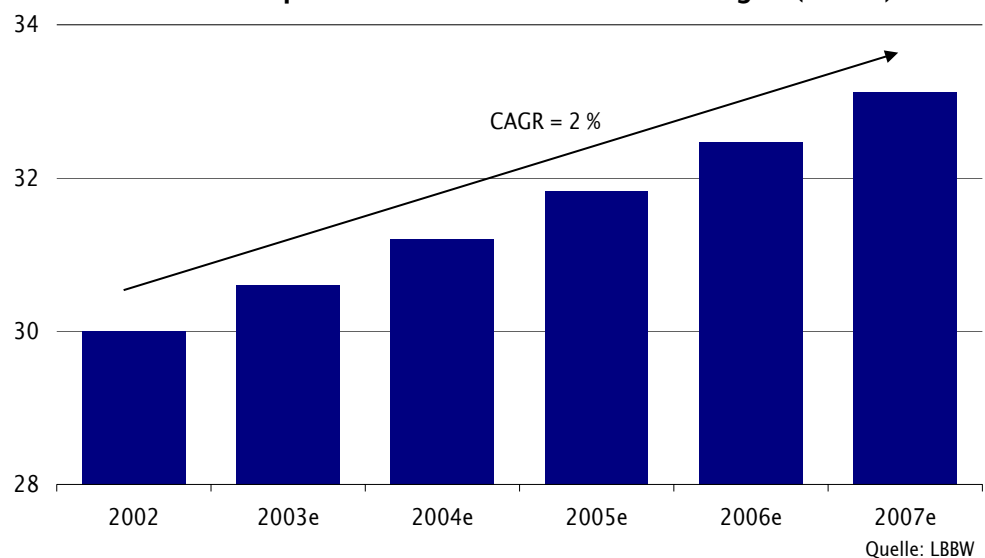
**Wechselkurse bela-
sten**

ren Medikament sind langfristig auch produktbezogene Umsätze denkbar, für die man den entsprechenden Onkologiebereich genauer analysieren müsste. Der erste Medikamentenkandidat der NEMOD, PankoMab™, befindet sich aber bislang noch in der Präklinik. Die Biodistributionsdaten in Mäusen waren zwar positiv, aber der nächste Schritt für die Entwicklung von PankoMab™ ist die Testung im Menschen. Nach den gängigen Statistiken zur Medikamentenentwicklung beträgt die Chance einer erfolgreichen Medikamentenentwicklung bei Eintritt in die klinische Prüfung lediglich 10 % und ein Markteintritt wäre – selbst bei in jeder klinischen Phase erfolgreichen Prüfung – vier bis sechs Jahre entfernt. Vor diesem Hintergrund verzichten wir auch für den Bereich Immunologie auf eine Marktbetrachtung.

Industrie

- Der Bereich Industrie stellt quasi das Stammgeschäft der EZAG dar, das einen wesentlichen Umsatzbeitrag liefert. Hier entwickelt, produziert und vertreibt das Unternehmen radioaktive Komponenten für Gerätehersteller der Mess- und Prüftechnik. Mit diesen Geräten können dann verschiedene physikalische Eigenschaften, wie beispielsweise Dicke, Dichte, Bleigehalt u. a. untersucht werden. Auf Flughäfen werden solche „Schnüffler“ im Rahmen von Sicherheitsüberprüfungen von Gepäck und Passagieren eingesetzt.
- Der Markt für diese Strahlenquellen ist ein eher kleiner Spezialmarkt. Durch die Anwendungsgebiete der Geräte, die mit den Strahlenquellen der EZAG bestückt werden, ist allerdings auch der Markt für Strahlenquellen konjunkturellen Einflüssen ausgesetzt.
- Der 11. September 2001 hat sich trotz seiner negativen konjunkturellen Wirkung für den industriellen Strahlenquellenmarkt umsatzfördernd ausgewirkt, da in der Folge die Sicherheitsbestimmungen an vielen Flughäfen erhöht wurden und damit etliche Erstausrüstungen (die auch Ersatzgeschäft nach sich ziehen) verkauft werden konnten.

Weltmarkt Strahlenquellen für industrielle Anwendungen (Mio. €)



- Diesem für den Markt und die Hersteller positiven Effekt steht bei einem in € bilanzierenden Produzenten wie EZAG bzw. bei einer in € durchgeführten Marktbetrachtung die Wechselkursentwicklung des USD/€ gegenüber. Wir

**Nuclear Imaging
entwickelt sich
positiv**

PET ist „der Renner“

**Dem Erstausrüstungsgeschäft
folgt regelmäßiges
Ersatzgeschäft**

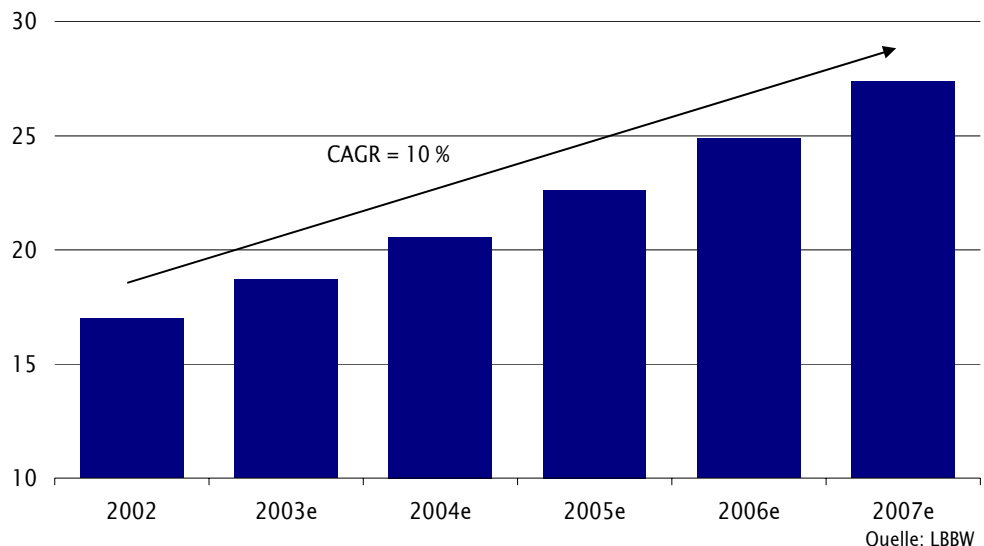
**Kleiner Markt für
Perflexion™**

bleiben vor diesem Hintergrund bei einem geschätzten Marktvolumen von 30 Mio. €, das um durchschnittlich 2 % p. a. wächst. Der Marktanteil der EZAG liegt nach Unternehmensangaben bei rund einem Drittel des Gesamtmarktes.

Nuclear Imaging

- Nuclear Imaging zählt nach der Einteilung der Segmentberichterstattung des Unternehmens ebenfalls zum Stammgeschäft der EZAG. Im vergangenen Geschäftsjahr hat Nuclear Imaging das Geschäftsfeld Industrie im Hinblick auf den erzielten Umsatz sogar fast schon eingeholt.
- EZAG liefert in diesem Bereich Kalibrier- und Referenzstrahler für Gammakameras und für Positronen-Emissionstomographen (PET). PET wird zunehmend in der Diagnostik eingesetzt und die Zahl der damit diagnostizierbaren Erkrankungen nimmt weiter zu. In den USA erweist sich PET als Erfolgsgeschichte; in Deutschland lehnen die Gesetzlichen Krankenkassen die Erstattung dieser qualitativ hochwertigen, allerdings auch teuren Diagnostik ab. In anderen europäischen Ländern wird PET zumeist nur für einzelne Diagnosen von den Krankenkassen erstattet.
- Der Markt bestimmt sich auch hier nicht nur aus dem Erstausrüstungsgeschäft, sondern auch aus dem Ersatzgeschäft, da die Strahlenquellen regelmäßig erneuert werden müssen. Trotz eines gegenüber 2001 im Jahr 2002 leicht rückläufigen Umsatz in diesem Bereich gehen wir weiterhin von einem hohen Wachstum aus. Die Umsatzentwicklung ist unseres Erachtens stark von Wechselkursverschiebungen beeinflusst. Die Wechselkursentwicklung ist auch für die gegenüber unserer letztjährigen Unternehmensanalyse geringeren Marktvolumina verantwortlich. Der Marktanteil der EZAG liegt nach Unternehmensangaben bei rund 60 %.
- Wir haben bereits darauf hingewiesen, dass sich EZAG durch die Produktinnovationen Perflexion™ auf ein neues Geschäftsfeld begibt. Detaillierte Zahlen liegen für diesen wohl nochmals deutlich kleineren Markt nicht vor.

Weltmarkt Strahlenquellen für Nuclear Imaging (Mio. €)

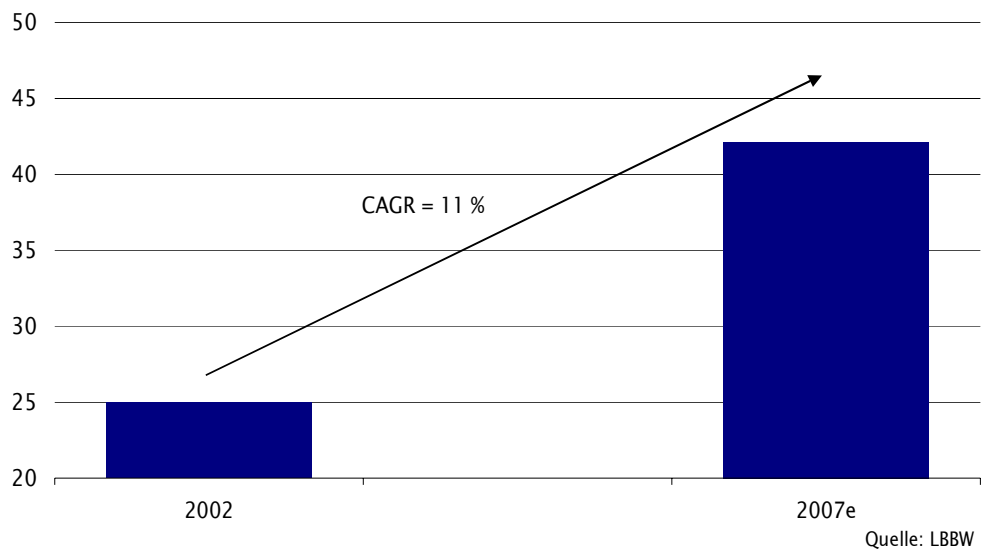


Erfolg gebärt Erfolg**Kleiner Teilmarkt mit passablem Wachstum****Krebs als „große Indikation“****Fokus auf Brachytherapie für Prostatakrebs****Brachytherapie nur für T1- und T2-Tumore geeignet**

- Die bestehenden Kostenerstattungen, die Akzeptanz der Methode bei Ärzten und Patienten sowie die Qualität und Variabilität der Diagnosen, die zunehmend auf neue Indikationen – wie z. B. Krebs, Herzerkrankungen oder Alzheimer – ausgeweitet werden, sprechen unseres Erachtens für ein weiterhin hohes Wachstum des Nuclear Imaging-Marktes.
- Der Markt für die Strahlenquellen stellt vom Volumen her einen eher kleinen Markt dar, der jedoch auf Grund des Neu- und regelmäßigen Ersatzgeschäftes stärker wachsen dürfte als der Gesamtmarkt für Nuclear Imaging. Wir gehen von einem Wachstum von 10 % p. a. aus. Wechselkursverschiebungen zwischen USD und € können die Betrachtung allerdings verzerren.

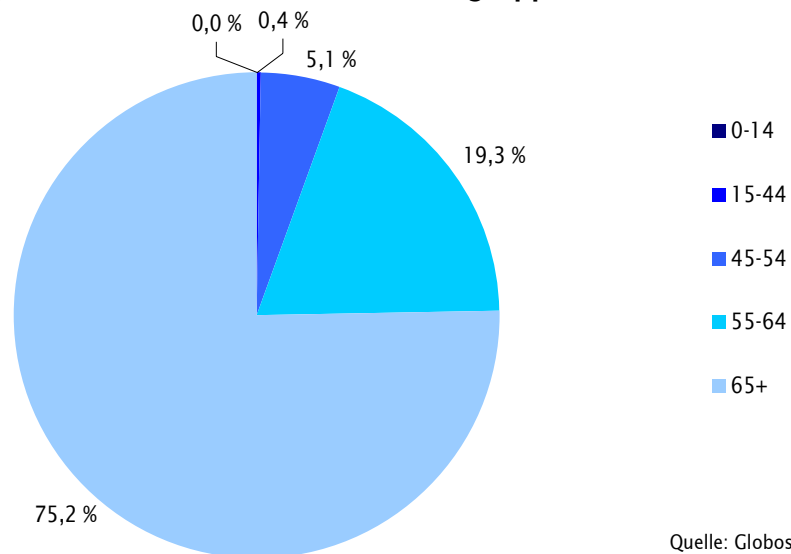
Onkologie

- Krebs gehört zu den „großen“ Indikationen im Healthcare-Bereich. Wir schätzen das Volumen des Weltmarktes auf rund 25 Mrd. USD. Das durchschnittliche jährliche Wachstum liegt nach unseren Schätzungen bei 11 %.
- Diese Gesamtmarkt Betrachtung spielt aber derzeit für EZAG nur eine nachgeordnete Rolle. Das Unternehmen fokussiert sich auf ein Spezialgebiet innerhalb der Onkologie, die Brachytherapie bei Prostatakrebs im Frühstadium.

Weltmarkt Krebstherapeutika (Mrd. USD)

- Prostatakrebs ist in Deutschland die zweithäufigste Todesursache unter den organbezogenen Krebsarten. Wird ein Tumor frühzeitig erkannt, ist seine Behandlung durch eine Brachytherapie in der Regel möglich: Der Tumor ist räumlich eingegrenzt, Verwachsungen mit dem umliegenden Gewebe sind noch nicht vorhanden, und es haben sich noch keine Metastasen gebildet (so genannte T1- oder T2-Tumore). Größere Tumore, Verwachsungen oder Metastasen (T3 und T4) können hingegen mit der Brachytherapie nicht mehr behandelt werden. Dann sind chirurgische Eingriffe und auch die Anwendung einer Chemotherapie notwendig.
- Die Betrachtung der Alterstruktur der Erkrankungen zeigt, dass Prostatakrebs in der Regel eine typische Alterserkrankung ist, dass aber auch jüngere Männer in selteneren Fällen daran leiden können.

Häufigkeit von Prostatakrebs nach Altersgruppen



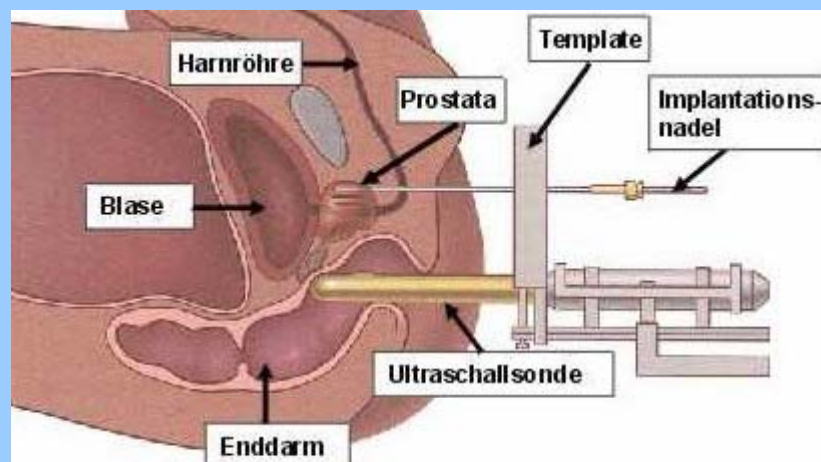
Quelle: Globoscan; LBBW

Dauerhafte Implantation von radioaktiven Stiften

Minimalinvasiver Eingriff mit vergleichsweise geringen Nebenwirkungen

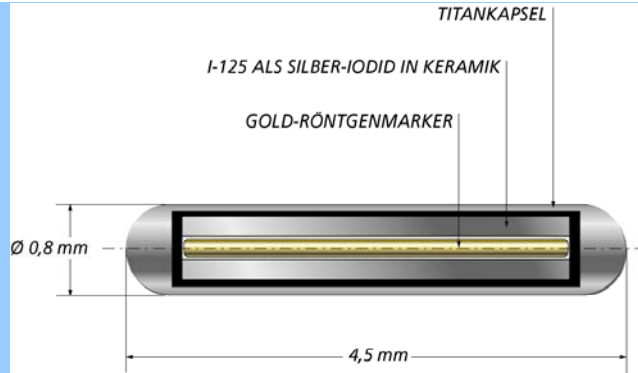
Grundlagen der Brachytherapie der Prostata

- Die Brachytherapie der Prostata ist eine einmalige und dauerhafte Implantation von kleinen radioaktiven Stiften, so genannten Seeds, in den erkrankten Bereich der Prostata. Sie wird nur bei lokal begrenzten Tumoren im Frühstadium angewendet. Als Strahlenquellen kommen dabei Jod¹²⁵-Seeds oder Palladium¹⁰³-Seeds zum Einsatz. Diese Form der Brachytherapie fällt unter den Begriff der Low Dose Rate (LDR)-Therapie. Dem steht eine temporäre Hochdosisbestrahlung (HDR) mit Iridium¹⁹² gegenüber. Wir beschränken unsere Betrachtung auf die LDR-Therapie
- Die eigentliche Therapie besteht in der ultraschallgestützten Applikation der Seeds durch eine Hohlnadel in die Prostata. Die Seeds strahlen lokal und für eine begrenzte Zeit und schädigen dabei die Krebszellen, aber nur einen minimalen Teil des umliegenden gesunden Gewebes. Sie verbleiben aber auf Dauer in der Prostata. Es handelt sich um einen minimalinvasiven Eingriff, der ambulant durchgeführt werden kann. Die Erfolgsraten sind hoch und die Nebenwirkungen im Vergleich zu anderen Behandlungsmethoden, wie beispielsweise der Prostatektomie, d. h. der Prostataentfernung, sind deutlich geringer.



Quelle: http://www.uro-koeln.de/Brachytherapie/body_brachytherapie.html

Höhere Überlebensrate



Quelle: EZAG

- Die Vorteile einer LDR-Seed-Therapie werden an der nach fünf Jahren – in verschiedenen Risikoklassen von Patienten - gemessenen Tumorfreiheit deutlich.

5-Jahre Tumorfreiheit

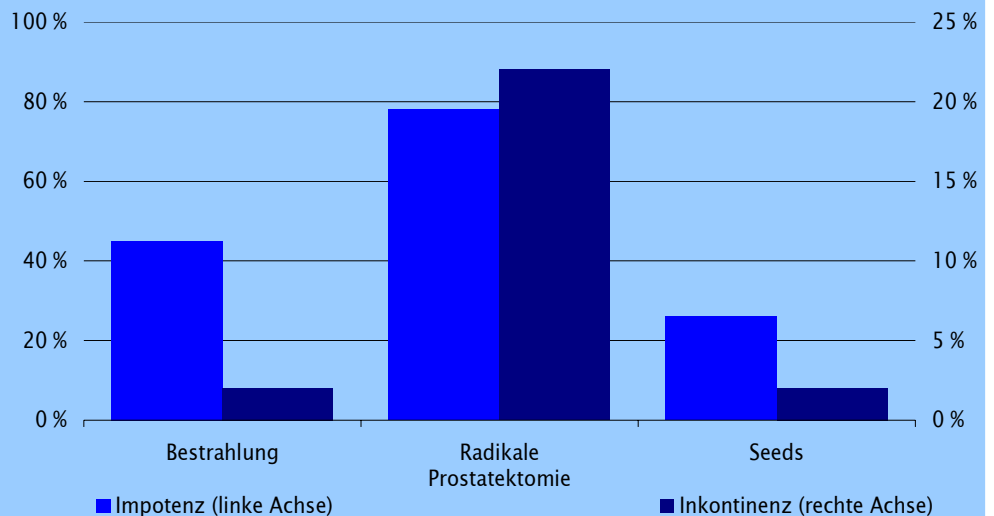
	Radikale Prostatektomie	3D-konformale Bestrahlung	Seeds	Seeds & Externe Bestrahlung
Risiko				
gering	85 %	95 %	94 %	94 %
mittel	65 %	79 %	82 %	84 %
hoch	32 %	60 %	65 %	69 %

Quelle: <http://www.urologie-vaterstetten.de/images/hp1.pdf>

Deutlich geringere Nebenwirkungen

- Für die Lebensqualität des Patienten nach dem Eingriff sind vor allem auch die Nebenwirkungen entscheidend, die oft in Inkontinenz und Impotenz bestehen. Diese Risiken können bei einem früh erkannten und mit der LDR-Brachytherapie behandelten Prostatakrebs deutlich gesenkt werden.

Nebenwirkungen (% behandelter Patienten)



Quelle: <http://www.urologie-vaterstetten.de/images/hp1.pdf>;

- Weitere Informationen zu Prostatakrebs und seiner Behandlung finden sich auch auf der Homepage der EZAG-Tochter BEBIG www.bebig.de

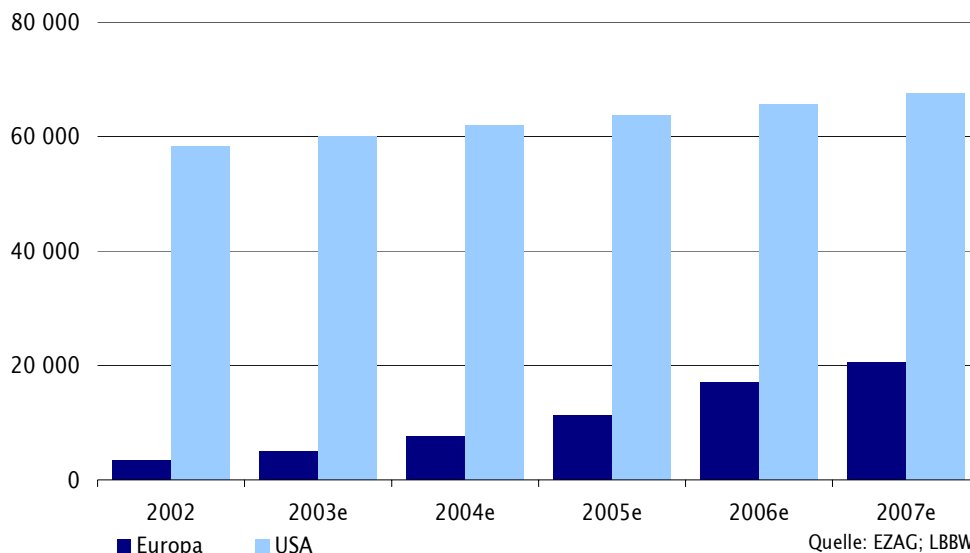
Früherkennung ist wichtig

■ Da ein frühes Stadium Voraussetzung für die Anwendung einer Brachytherapie ist, kommt der Früherkennung eine besonders wichtige Rolle zu. In den USA ist die Inanspruchnahme von Früherkennungsuntersuchungen für Prostatakrebs weit verbreitet. Tumore werden daher früh erkannt und kommen für eine minimalinvasive Brachytherapie in Frage. Die Zahl der Brachytherapien für Prostatakrebs hat sich in den USA seit ihrer Einführung vervielfacht. Mittlerweile sind die Fallzahlen auf einem hohen Niveau. Wir rechnen nur noch mit einem Wachstum der Fallzahlen von 3 % p. a., im Wesentlichen auf Grund der demographischen Veränderungen.

Vorsorge in Europa bislang wenig verbreitet

■ In Europa hingegen ist die Ausgangsbasis für die Entwicklung der Brachytherapie für Prostatakrebs sehr viel niedriger. Hier geht im Schnitt nur jeder sechste Mann zur Vorsorgeuntersuchung. Wir halten für einen Betrachtungszeitraum bis 2006 ein Wachstum von 50 % p.a. für realistisch, danach dürfte sich das Wachstum auf 20 % abflachen.

Behandlungszahlen Prostataimplantate



US-Markt für EZAG nur von nachrangigem Interesse

■ Durch das Kooperationsabkommen mit Theragenics ist der amerikanische Markt für EZAG allerdings nur von nachrangigem Interesse. Das Unternehmen konzentriert sich auf den bislang deutlich kleineren, dafür aber wachstumsstärkeren europäischen Markt.

■ Die Tatsache, dass die Entwicklung der Brachytherapie in Europa und damit des Onkologiesegments der EZAG bislang hinter den Erwartungen zurück blieb, entzieht sich zu einem großen Teil dem Einflussbereich der EZAG.

Kostenerstattungsentscheidungen verschoben

■ In Frankreich hat sich beispielsweise die Kostenerstattungsentscheidung für die Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs durch die Wahlen verschoben. In Deutschland existiert zwar bereits ein DRG-Code (Diagnosis Related Groups, d. h. Fallpauschalen) für die Abrechnung im Krankenhaus; die Einführung der DRGs erfolgt aber mit einer langen Übergangsfrist. Außerdem lässt das den Vorteil der Brachytherapie außer Acht, eine besonders für eine ambulante Anwendung geeignete Therapie zu sein. Im derzeit heftig diskutierten Punktwertekatalog EBM 2000plus ist die LDR-Brachytherapie nicht explizit erwähnt. Allerdings sieht der EBM 2000plus im ambulanten Be-

**Hoffnung EBM
2000plus: Öffnungs-
klausel im ambulan-
ten Bereich****Stärkung ambulan-
ter Eingriffe und
HTA könnte Brachy-
therapie stärken****Teilweise Kostener-
stattung in anderen
europäischen Län-
dern**

reich eine Öffnungsklausel vor: Danach kann der Patient eine Kostenerstattung in Höhe des vorgesehenen Punktwertes für die Standardtherapie beantragen, die eigentliche Behandlungsform aber frei wählen. So wäre auch für die LDR-Brachytherapie zumindest eine teilweise Kostenerstattung möglich. Die zusätzlichen Kosten für den Patienten ließen sich dann gegebenenfalls mit den geringeren Nebenwirkungen rechtfertigen.

- Wenn die Gesundheitsreform, die derzeit in Deutschland beschlossen werden soll, auch die angedachte Stärkung ambulanter Eingriffe bringt, könnte das die Brachytherapie stärken, eine geregelte Kostenerstattung ist damit aber noch nicht direkt verbunden. Um diese zu erreichen, läuft derzeit ein Health-Technology-Assessment (HTA)-Verfahren. Die notwendigen Unterlagen wurden von EZAG schon im Juni 2002 eingereicht. Mit einer Entscheidung rechnet das Unternehmen allerdings nicht vor 2004. Die eigentliche Erstattung kann sich dann nochmals um mehrere Monate hinziehen, da die Entscheidung dann auch noch vom Bundesausschuss der Krankenkassen veröffentlicht werden muss.
- In Belgien wurde bislang eine Erstattung der Sachkosten erreicht, in Österreich wird das Verfahren nach einer Art Fallpauschale zumindest teilweise erstattet und auch in einigen Regionen Italiens konnte bislang eine zumindest teilweise Kostenerstattung erreicht werden.

Konjunkturelle Einflüsse

Deutliche Wechselkursempfindlichkeit

Auch die Kooperation mit Theragenics ändert nur wenig am Umsatzschwerpunkt USA

Bottom-Line durch Produktion in den USA und Währungssicherung weniger betroffen

Innenfinanzierung verursacht bei steigendem €-Kurs Buchverluste

Gestiegenes Sicherheitsbedürfnis

Ausblick

- EZAG ist ein Unternehmen, das in begrenztem Umfang konjunkturellen Risiken ausgesetzt ist, von solchen aber auch teilweise profitieren kann, wie die Entwicklungen im Anschluss an den 11. September 2001 gezeigt haben.
- Aus unserer Sicht bedeutsamer für die Unternehmensentwicklung – in Zahlen – ist jedoch die Wechselkursentwicklung. Wir haben bereits darauf hingewiesen, dass EZAG rund drei Viertel seiner Umsätze in den USA erwirtschaftet. Dementsprechend hoch sind die in USD verbuchten Umsätze, die bei einer Bilanzierung in € entsprechend dem Wechselkurs umzurechnen sind. Im vergangenen Geschäftsjahr 2002 hat der starke € das Unternehmen buchwertig rund 1,5 Mio. € an Umsatz gekostet.
- Der hohe Anteil von USD-Umsätzen sinkt einerseits durch die verstärkten Bemühungen des Unternehmens, sich in Europa vor allem im Bereich der Onkologie besser zu platzieren. Die Marktschutzvereinbarung mit Theragenics, wonach sich EZAG künftig mit seinen Seeds auf Europa konzentriert, während Theragenics in Nordamerika aktiv bleiben will, stützt ebenfalls die Stärkung des €-Raums bei der Umsatzgenerierung. Andererseits tritt EZAG zwischenzeitlich als Lieferant für Seeds an Theragenics auf, bis die bestellte Produktionslinie funktionsfähig in den USA installiert ist, und generiert somit wiederum kurzfristig verstärkt Umsätze im USD-Raum. Hinzu kommen die sonstigen Zahlungen von Theragenics an EZAG, beispielsweise für die Produktionsanlage. Des Weiteren wird der Bereich Nuclear Imaging nicht nur von einem steigenden Erstausrüstungsbedarf – gerade bei PET-Geräten – profitieren, sondern auch vom Ersatzbedarf an Strahlenquellen für diese Geräte. Vor dem Hintergrund, dass PET vor allem in Nordamerika erfolgreich ist (in Deutschland werden PET-Diagnosen nicht von den Gesetzlichen Krankenkassen erstattet), ist damit zu rechnen, dass auch dieser Effekt zu einem weiterhin hohen Anteil der USD-Umsätze am Gesamtumsatz beiträgt.
- Daher wird die Top-Line-Entwicklung der EZAG auch in Zukunft stark von Wechselkursentwicklungen beeinflusst bleiben. Auf der Bottom-Line-Ebene schlagen Wechselkursveränderungen nicht so stark durch, da zum Einen Produktionsstätten in den USA liegen und Währungsschwankungen so teilweise ausgeglichen werden können. Zum Anderen betreibt EZAG auch Währungssicherungsgeschäfte.
- Allerdings belastet die derzeitige Struktur der Innenfinanzierung die GuV: EZAG ist mit einem Kredit bei seiner US-Tochter IPL engagiert. Durch Wechselkursverschiebungen zugunsten des € werden damit immer wieder Abschreibungen notwendig, welche die in € erstellte Bilanz und GuV negativ beeinflussen. Änderungen der Innenfinanzierungen, beispielsweise eine Umwandlung des Kredits in Eigenkapital, sind zwar angedacht, aber noch in keiner Form entschieden, zumal bei einer Umkehr der Wechselkursbewegungen – wie seit etwa dem Beginn des dritten Quartals zu beobachten – EZAG eher wieder profitieren könnte. Ähnliches gilt auch für eine prinzipielle Umstellung der Bilanzierung auf USD.

Industrie und Nuclear Imaging

- Im Bereich Industrie profitiert EZAG weiterhin von einem nach dem 11. September 2001 gestiegenen Sicherheitsbewusstsein und –bedürfnis. Neu an Flughäfen installierte „Schnüffler“ benötigen in einer Erstausrüstung eine

Bislang kaum Alternativen

Großkunde hat seine Probleme beseitigt

PET boomt und damit auch die Nachfrage nach den Strahlenquellen

Kardiologie dürfte bei EZAG kaum eine Zukunft haben

Onkologie könnte der Top-Bereich werden

Kostenerstattungen könnten einen Schub bringen

Zunehmende Selbstzahlerklientel

Strahlenquelle, und diese muss im Durchschnitt alle 14 Monate ersetzt werden, was für EZAG auch Folgegeschäft bedeutet. Forschungen, die radioaktiven Strahlenquellen durch andere Technologien zu ersetzen, sind derzeit noch in einem zu frühen Stadium, um daraus eine konkrete Konkurrenzsituation für den Bereich Industrie ableiten zu können.

- Im Bereich Nuclear Imaging hatte ein Großkunde der EZAG im vergangenen Geschäftsjahr Qualitätsprobleme mit seinen Geräten und sich deshalb einen Auslieferungsstop seiner Produkte auferlegt. Das traf auch EZAG als Lieferant der radioaktiven Strahlenquellen – obwohl diese nichts mit den Qualitätsproblemen des Kunden zu tun hatten. Der Kunde hat seine Probleme mittlerweile behoben und den Auslieferungsstop aufgehoben, so dass auch EZAG mittlerweile wieder wie zuvor als Zulieferer tätig ist.
- Insgesamt dürfte EZAG vor allem von dem Boom der Positronen-Emissions-Tomographie (PET) in den USA profitieren. Dort wird diese Diagnostik großflächig angewendet. Die Zahl der installierten Einheiten ist hoch und sichert damit die Ersatznachfrage nach Strahlenquellen. EZAG selbst rechnet hier mit einem Wachstum von 50 % wie im Vorjahr. Produktweiterentwicklungen, eine weitere Verbreitung der Methode durch günstigere Produktpreise und eine stetige Verbreiterung der Anwendungsmöglichkeiten dürfte auch für eine steigende Zahl installierter Einheiten sorgen.

Kardiologie und Onkologie

- Wir haben bereits darauf hingewiesen, dass der Kardiologiebereich der EZAG in der Vergangenheit unter der neu erwachsenen Konkurrenz medikamentös beschichteter Stents zu leiden hatte. Auch wenn mit Novoste noch geringe Abnahmemengen vereinbart sind und der EZAG-Partner auch Entwicklungen von radioaktiven Strahlenquellen für periphere Gefäße betreibt, sehen wir für den Kardiologiebereich aus derzeitiger Sicht keine Zukunft.
- Der Onkologiebereich steht hingegen aus unserer Sicht kurz- bis mittelfristig davor, der „Wachstumsstar“ der EZAG zu werden. Durch die Kooperation mit Theragenics ergibt sich zwischenzeitlich ein Umsatzanstieg aus den USA, der aber nach Inbetriebnahme der Produktionslinie durch Theragenics wegfällt. Unter der Voraussetzung, dass bis Ende des nächsten Geschäftsjahres in den wichtigsten europäischen Märkten, Deutschland und Frankreich, eine Entscheidung über die Kostenerstattung für die Brachytherapie gefallen ist, sehen wir jedoch eine gute Chance, dass der Wegfall der USA-Umsätze durch zusätzliche Umsätze im europäischen Raum zumindest kompensiert werden kann. Bislang hat nur ein eher kleines Land, Belgien, die Erstattung der Sachkosten für die Brachytherapie beschlossen. Ähnliches könnte in Deutschland vor dem Hintergrund der laufenden Diskussionen um eine Gesundheitsreform bevorstehen. Damit wären zwar nicht die gesamten Behandlungskosten gedeckt; allerdings gewöhnen sich die Patienten zunehmend an Selbstbeteiligungen im Gesundheitswesen, und durch die geringeren Nebenwirkungen der Brachytherapie, auf die wir schon hingewiesen haben, dürfte vielen Betroffenen die Entscheidung für diese Therapieform trotz eines verbleibenden Eigenanteils nicht allzu schwer fallen.

**Hohe Chancen,
hohe Risiken****Dendritische Zelllinien
als Technologieplattform****PankoMab™ im F&E-
Fokus****Nemod wird ab Juli
2003 konsolidiert****Belastung aus der
Umweltung von
Buchhaltungsregeln****Weiterentwicklungen
im Biotech-Bereich
prinzipiell nur
mit Partnern****Phase I auf eigene
Kosten denkbar****Immunologie**

- Aus dem Bereich Immunologie, der sich in der NEMOD konzentriert, können mittel- bis langfristig hohe Chancen erwachsen, denen aber auf Grund der frühen Entwicklungsphase der meisten Produkte auch gewichtige Risiken gegenüberstehen.
- Die NEMOD verfügt über eine Technologieplattform, mit der dendritische Zellen „off-the-shelf“ verfügbar gemacht werden. Hierzu wurde im letzten Jahr mit der Fresenius Hemocare ein Vorvertrag für eine erste Kooperation geschlossen. Dabei sollten mit Hilfe der dendritischen Zellen Tests für eine Behandlung des Nierenzellkarzinoms vorgenommen werden. Zwischenzeitlich hat jedoch Fresenius den Konzern umstrukturiert und Fresenius Hemocare ist in den anderen Geschäftsbereichen der Fresenius aufgegangen. EZAG rechnet derzeit nicht mit einer Konkretisierung bzw. Fortsetzung des Projekts, auch wenn seitens Fresenius der Onkologie nach wie vor Aufmerksamkeit geschenkt wird.
- Im Therapeutikabereich entwickelt NEMOD Antikörper, die im Krebsbereich eingesetzt werden sollen. Der Antikörper PankoMab™ steht dabei zur Zeit im Fokus der F&E-Aktivitäten. Für ihn liegen Biodistributionsdaten in Mäusen vor, die vielversprechend sind. Allerdings muss als nächstes der Schritt in den Menschen erfolgen. Das und die folgenden klinischen Prüfphasen können sich noch als Stolpersteine auf dem weiteren Entwicklungsweg herausstellen.
- EZAG wird NEMOD ab Juli 2003 voll konsolidieren. Wir sind bislang davon ausgegangen, dass sich dadurch nur eine Verschiebung innerhalb der Kostenstruktur der EZAG ergibt, da EZAG bereits bisher das Ergebnis der NEMOD als F&E-Aufwand ausweist. Die Wirtschaftsprüfer der EZAG sind jedoch laut Angaben des Managements zwischenzeitlich der Ansicht, dass EZAG dann auch das negative Eigenkapital der NEMOD bei sich verbuchen muss. Das hat zur Folge, dass im laufenden Geschäftsjahr ein Verlust aus „changes of accounting principles“ von rund 1 Mio. € anfällt, der jedoch, wie bereits die Einmalaufwendungen aus SFAS 143, nicht cash-wirksam ist, allerdings auch die Steuerlast nicht mindert. Kann in den Folgejahren das negative Eigenkapital der NEMOD wieder aufgefüllt werden, wäre wiederum bei EZAG eine Zuschreibung fällig, die aber ebenfalls nicht cash- und nicht steuerwirksam wäre.
- Eine langfristige Weiterentwicklung der dendritischen Zelllinien und der Antikörper ist nach Aussagen des Managements der EZAG nur mit einem finanziell potenten Partner vorgesehen. Diese Absicht ist einfach nachzuvollziehen, da EZAG zwar für ein Unternehmen seiner Größe und seines Stammgeschäfts über eine beachtliche Cash-Position verfügt; allerdings wären diese Mittel nicht ausreichend, um die klinische Entwicklung von Therapeutika aus eigener Tasche zu betreiben.
- Kurzfristig wäre es für das Management der EZAG auch denkbar, bei einem fehlenden Kooperationspartner eine klinische Phase I für den Antikörper PankoMab™ auf eigene Kosten durchzuführen. So könnten bei erfolgreichem Abschluss leichter Partner für eine spätere Weiterentwicklung gefunden werden und der Wert des Produktes bei einer Auslizenzierung gesteigert werden.

DCF-Modell nach dem Entity-Ansatz

Fairer Wert nach DCF: 8,76 €

Sensitivitätsanalyse zeigt Schwankungsempfindlichkeit

Bewertung

- Wir führen für Eckert & Ziegler eine DCF-Analyse nach dem Entity-Ansatz durch. Dabei arbeiten wir mit einer fünfjährigen Detailplanung, einer ebenfalls fünfjährigen auf Werttreibern basierenden Phase und dem anschließenden Terminal Value.

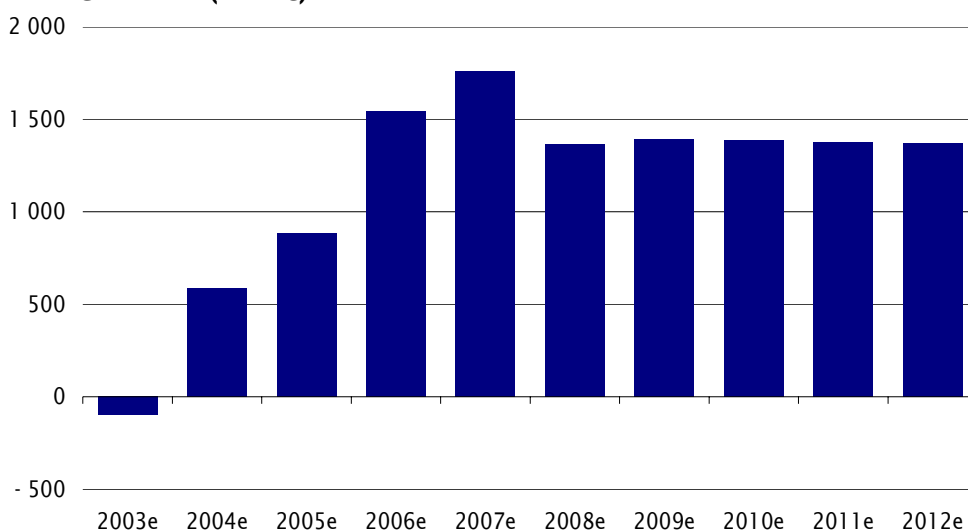
Kalkulationsgrundlagen		Werttreiber (Phase II; % vom Umsatz)	
Zielkapitalstruktur (EK:FK)	60:40	Umsatzwachstum	10,0 %
Risikofreier Zins	5,0 %	EBIT-Marge	10,0 %
Risikoprämie	6,0 %	Steuerquote	40,0 %
Beta	2,0	Rückstellungsquote	6,0 %
Unternehmensaufschlag	2,5 %	Abschreibungsquote	12,0 %
WACC	10,6 %	Investitionsquote	12,0 %
		Working Capital-Quote*	20,0 %
		Nachhaltiges Wachstum	1,0 %

*im Verlauf sinkend

Quelle: LBBW

- Auf der Basis dieser Kalkulationsgrundlagen errechnet sich ein Free Cashflow nach dem folgenden Muster, der zu einem Wert des Eigenkapitals von 28,5 Mio. € bzw. 8,76 € je Aktie führt.

Free Cashflow (Tsd. €)



Quelle: LBBW

- DCF-Modelle sind auf Grund ihres Aufbaus von den ihnen unterliegenden Annahmen abhängig. Um dies für die EZAG zu demonstrieren, führen wir eine Sensitivitätsanalyse durch. Dabei soll gezeigt werden, in welchem Ausmaß der Unternehmenswert schwankt, wenn zwei Parameter des Modell, nämlich der unterstellte Diskontierungssatz und die unterstellte Wachstumsrate der ewigen Rente, variiert werden.

Multiple-Bewertung nicht sinnvoll: Vergleichbare Daten fehlen

Andere Business-Modelle sind nicht vergleichbar

Gesamtbewertung folgt DCF

Sensitivitätsanalyse

Wert des Eigenkapitals (Mio. €)				Wert des Eigenkapitals je Aktie (€)			
Wachstum	Diskontierungszins			Wachstum	Diskontierungszins		
	11,0 %	12,0 %	13,0 %		20,0 %	12,0 %	20,0 %
0,0 %	29,6	27,4	24,6	0,0 %	9,10	8,45	7,56
1,0 %	30,9	28,5	25,4	1,0 %	9,51	8,76	7,81
2,0 %	32,6	29,7	26,3	2,0 %	10,02	9,15	8,10

Quelle: LBBW

- Eine Multiple-Bewertung macht unseres Erachtens derzeit für EZAG wenig Sinn. Für Unternehmen, die vom Geschäftsmodell her vergleichbar wären, liegt kaum verwertbares Zahlenmaterial vor, das eine Multiple-Analyse ermöglichen würde. Große Konkurrenten, wie beispielsweise Amersham, die ebenfalls im Seed-Geschäft tätig sind, können ebenfalls kaum als sinnvoller Vergleich dienen, da die Seeds nur einen sehr kleinen Teil ihres Gesamtgeschäftes ausmachen und ihre Bewertung durch viele andere geschäftliche Aktivitäten beeinflusst wird.

Unternehmen	Währung	Kurs	Gewinn je Aktie		KGV		EV	EBITDA		EV/EBITDA	
			03e	04e	03e	04e		03e	04e	03e	04e
Amersham	GBP/P	510,75	22,00	28,78	23,2	17,7	3 550,5	387,2	451,8	9,2	7,9
IBT	€	3,85	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	20,8	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Novoste	USD	4,50	0,26	0,26	17,3	17,3	41,8	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Theragenics	USD	4,28	0,20	0,30	n.v.	n.v.	58,3	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Quelle: Bloomberg; LBBW

- Andere Medizintechnikunternehmen, sei es in Deutschland oder international notierte, haben oft völlig andere Geschäftsmodelle, so dass auch mit diesen kein sinnvoller Vergleich möglich wäre. Für einen Vergleich mit Biotechnologieunternehmen befinden sich unseres Erachtens die Immunologieaktivitäten der EZAG noch in einem zu frühen Stadium: Sie liefern nicht einmal Umsatzbeiträge, anhand derer Kurs-Umsatz- bzw. EV/Umsatz-Relationen zu berechnen wären.
- Daher fußt unsere Gesamtbewertung in diesem Fall auf der DCF-Analyse, aus der sich für EZAG folgende Kennzahlen ergeben.

	Währung	Preis	Gewinn je Aktie*		KGV		EV	EBITDA		EV/EBITDA	
			03e	04e	03e	04e		03e	04e	03e	04e
Eckert & Ziegler (aktuell)	€	4,76	0,18	0,28	26,8	16,9	11,0	5,1	5,6	2,1	2,0
Eckert & Ziegler (als ob)	€	8,76	0,18	0,28	49,3	31,1	23,5	5,1	5,6	4,6	4,2

*ohne Sondereinflüsse

Quelle: LBBW

Operativer Bereich läuft

Sondereinflüsse sind fast schon die Regel

Unsicherheit über den Biotech-Bereich des Unternehmens muss beseitigt werden

Kaufen

Empfehlung

- Eckert & Ziegler ist ein Unternehmen, das dem flüchtigen Zahlenbetrachter schnell einen Schreck einjagen kann. Bei einer genaueren Analyse zeigt sich jedoch, dass der operative Bereich keineswegs ein Sorgenkind ist, sondern sich auch unter widrigen Umständen gut entwickelt.
- Sondereinflüsse gehören allerdings bei Eckert & Ziegler fast schon zum Tagesgeschäft und es bedarf sicherlich einiger Aufklärungsarbeit – insbesondere bei privaten Investoren – über deren Hintergründe. So haben beispielsweise steuerliche Tatbestände im Zusammenhang mit der Verrechnung von Verlusten der NEMOD bei Eckert & Ziegler zu einer Absenkung unserer Ergebnisprognosen geführt.
- Auch wenn der Multiple-Vergleich kaum möglich und ein DCF-Modell immer mit Unsicherheiten behaftet ist, sehen wir auf dem aktuellen Kursniveau nach wie vor deutliches Kurspotenzial. Zu dessen Realisierung können unseres Erachtens mögliche Kooperationen im Biotechbereich ebenso beitragen wie die ebenfalls mögliche Ankündigung, mit PankoMab™ auf eigene Kosten eine Phase I-Studie zu starten. Letzteres würde zwar zusätzliche Ausgaben bedeuten, die sich aber unseres Erachtens in Grenzen halten und bei erfolgreichem Abschluss der Phase I-Studie über entsprechend höhere Abschlagszahlungen eines – dann allerdings wohl notwendigen – Entwicklungspartners wieder verdient werden könnten. In jedem Fall wäre dann die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Biotechnologieengagements der EZAG wenn zwar nicht beseitigt, so doch deutlich gemindert.
- Vor dem dargestellten Hintergrund überwiegen unseres Erachtens die Chancen auf einen weiteren Kursanstieg die Risiken für einen Stillstand oder gar einen Rückschlag. Wir halten daher unsere Empfehlung, die Aktie der EZAG zu kaufen, für den risikobewussten Investor aufrecht.

Bilanz

Bilanz	2000	2001	2002	2003e	2004e
Mio. €					
Umlaufvermögen	16,8	18,1	17,6	18,1	21,9
Anlagevermögen	33,7	35,0	32,1	31,1	29,4
Aktiva	50,5	53,1	49,7	49,2	51,3
Kurzfristige Verbindlichkeiten	7,6	8,4	6,6	6,4	7,1
Langfristige Verbindlichkeiten	10,6	8,8	10,2	12,0	12,5
Eigenkapital	32,3	35,8	32,9	30,8	31,7
Passiva	50,5	53,1	49,7	49,2	51,3

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

GuV

Gewinn -und Verlustrechnung	2000	2001	2002	2003e	2004e
Mio. €					
Gesamtumsatz	23,6	32,8	31,2	31,0	32,5
Herstellungskosten	-14,2	-18,8	-16,0	-17,5	-18,2
Bruttoergebnis	9,4	14,0	15,3	13,5	14,3
Vertrieb und Verwaltung	-7,1	-10,6	-11,3	-10,7	-11,3
Forschung und Entwicklung	-0,4	-0,9	-3,4	-1,2	-1,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	0,2	3,1	1,4	0,0	0,0
Abschreibungen auf Goodwill	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,6	12,7	6,3	5,1	5,6
Marge	19,5 %	38,6 %	20,0 %	16,5 %	17,3 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	-2,6	-7,6	-4,3	-3,6	-3,9
EBIT	2,0	5,1	2,0	1,5	1,7
Marge	8,7 %	15,5 %	6,4 %	5,0 %	5,2 %
Finanzergebnis	0,5	0,1	-1,1	0,2	-0,2
Ergebnis vor Steuern	2,5	5,2	0,9	1,8	1,5
Marge	10,6 %	15,8 %	2,9 %	5,7 %	4,7 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,3	-2,0	-0,6	-1,2	-0,6
Ergebnis nach Steuern	1,3	3,2	0,3	0,6	0,9
Marge	5,3 %	9,9 %	1,1 %	1,9 %	2,8 %
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	-1674,0	0,0
Nettoergebnis*	1,3	3,2	0,3	0,6	0,9
Marge	5,3 %	9,9 %	1,1 %	-3,5 %	2,8 %
Nettoergebnis nach SFAS 143	-	-	-	-0,1	-
Marge	-	-	-	neg.	-
Nettoergebnis nach "changes of acc. principles"	-	-	-	-0,6	-
Marge	-	-	-	neg.	-
Nettoergebnis nach SFAS 143 und "changes of acc. principles"	-	-	-	-1,3	-
Marge	-	-	-	neg.	-

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Aktienkennzahlen

Aktienkennzahlen	2000	2001	2002	2003e	2004e
Gewinn je Aktie (€)*	0,39	1,00	0,11	0,18	0,28
Gewinn je Aktie nach SFAS 143 und "changes of acc. principles"	-	-	-	-0,40	-
Betrieblicher Cash-flow je Aktie (€)	1,80	3,26	1,54	1,22	1,60
Free Cash-flow je Aktie (€)	-0,79	-0,47	0,62	-0,03	0,21
KGV*	12,3	4,8	44,7	26,8	16,9
KCV (bezogen auf betrieblichen Cash-flow)	2,6	1,5	3,1	3,9	3,0
KCV (bezogen auf Free Cash-flow)	neg.	neg.	7,7	neg.	22,7
Dividende je Aktie (€)	-	0,45	-	-	-

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2000	2001	2002	2003e	2004e
Eigenkapitalquote	63,9 %	67,5 %	66,2 %	62,7 %	61,8 %
Nettofinanzverschuldung/EK	-2,7 %	-10,7 %	-13,5 %	-16,0 %	-18,9 %
Return on Equity (ROE)*	3,9 %	9,0 %	1,1 %	1,9 %	2,9 %
EV/EBITDA	2,4	0,9	1,8	2,1	2,0

*vor Sondereinflüssen

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Finanzkalender

Datum	Anlaß
11. November 2003	Bericht zum 3. Geschäftsquartal 2003
28. Januar 2004	4. Berliner Medtech Day
29. März 2004	Bericht zum Geschäftsjahr 2003/Bilanzpressekonferenz
30. März 2004	Analystenkonferenz
11. Mai 2004	Bericht zum 1. Geschäftsquartal 2004
25. Mai 2004	Ordentliche Hauptversammlung
10. August 2004	Bericht zum 2. Geschäftsjahr 2004
9. November 2004	Bericht zum 3. Geschäftsjahr 2004

Quelle: EZAG; LBBW

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: **Kaufen**: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. **Halten**: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. **Verkaufen**: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundenes Unternehmen die Gesellschaft am Markt betreuen und Aktien der Gesellschaft im Handelsbestand haben.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.