

**Kaufen**

Medizintechnik

Kurs: 3,40 €

Letztes Rating:

Kaufen

Letzte Analyse:

06. Februar 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:

11,1 Mio. €

Index:

Nemax All Share

Indexgewicht: 0,04 %

Beta: 0,9

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: GJ 2002

27. März 2003

Dividende 2002e: -

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**

12. Februar 2003

**Der Blick geht nach vorn**

**Eckert & Ziegler hat in der letzten Woche mit der Theragenics-Kooperation einen klaren Schritt in Richtung Profitabilität und Margenstärkung unternommen. Die heute bekannt gegebenen Vorabzahlen für 2002 sind noch nicht valide und mit einigen Unsicherheiten behaftet. Der Ausblick für 2003 ist verhalten positiv. Wir bleiben bei unserer Empfehlung, die Aktie der Eckert & Ziegler AG zu kaufen.**

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2001	1,00	1,00	0,3	0,7	3,4
2002e	-0,10	-0,19	0,3	2,1	neg.
2003e	0,31	0,05	0,3	1,3	11,0

Unternehmenszahlen	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBIT-Marge	Nettoergebnis
	Mio. €	Mio. €	Mio. €		Mio. €
2001	32,8	12,7	5,1	15,5%	3,2
2002e	31,9	4,2	0,5	1,5%	-0,3
2003e	32,2	6,8	2,8	8,7%	1,0



**Stenogramm**

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + First Mover im Bereich Brachytherapie in Europa
- + Erste Kooperation im Biotech-Bereich
- + Kooperation mit Theragenics mit deutlicher Gewinnsteigerung verbunden
- Dollarschwäche belastet
- Geringe Erfahrung in der Medikamentenentwicklung
- Hohe Entwicklungsrisiken

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

**Isotopenspezialist****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 (sogenannte Seeds).

**Vorabzahlen noch mit Unsicherheit behaftet****Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr**

- Umsatz bei rund 32 Mio. €
- EAT nach Unternehmensangaben etwa ausgeglichen, aber noch mit Unsicherheiten behaftet. Ein EPS von bis zu minus 0,10 € ist bis zur endgültigen Feststellung des Jahresabschlusses noch möglich.
- Die Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr war von verschiedenen Faktoren geprägt:

**Wechselkurseinflüsse**

- So stieg der Wechselkurs des USD gegenüber dem Euro von 0,86 USD/€ auf 1,05 USD/€ (jeweils zum 31. Dezember des Geschäftsjahres). EZAG macht ca. 75 % seiner Umsätze in USD, so dass durch die Konsolidierung der US-Tochter die Umsatzentwicklung im Konzern, die in Euro ausgewiesen wird, negativ beeinflusst wird. Darüber hinaus führte der Verfall des USD zu Abschreibungsbedarf bei den Krediten, die EZAG seiner US-Tochter gewährt hat.

**Sondereinflüsse in 2001**

- 2001 war im Umsatz durch Sondereinflüsse geprägt. EZAG sprang damals bei Lieferschwierigkeiten eines Konkurrenten in die Bresche. Dieser Umsatz konnte nicht in gleichem Umfang wiederholt werden.

**Kardiologiebereich erhielt durch Konkurrenzprodukte einen Dämpfer**

- Die Hoffnungen, die EZAG auf seinen Kardiologiebereich und seine Partnerschaft mit Novoste (Brachytherapie zur Behandlung bzw. Vorbeugung von Restenosen) gesetzt hatte, schwanden zusehends. Die Erfolge von Johnson & Johnson mit antibiotikabeschichteten Stents in klinischen Prüfungen führten dazu, dass Novoste sich zunehmend von diesem Bereich verabschiedete. Die Zusammenarbeit wird zwar noch weiter fortgeführt, und Novoste führt auch noch weitere Studien zur Brachytherapie in peripheren Gefäßen und bei Dialysepatienten durch. Die ursprünglich geplanten Erfolge konnten jedoch nicht erreicht werden.

**Biotech-Investitionen**

- Die Ergebnisentwicklung war wesentlich von Investitionen in den Immunologiebereich des Unternehmens, d.h. in die NEMOD geprägt, was der EZAG im Ergebnisausweis 3,3 Mio. € kostete.

**Außerordentliche Erträge 2001**

- Außerdem wurden im 2001 außerordentliche Erträge in Höhe von rund 2,5 Mio. € verbucht. Damals wurde ein Rechtsstreit im Zusammenhang mit der Nichtabnahme einer Produktionslinie für Permanentimplantaten für die Brachytherapie unter Zahlung dieser Summe beigelegt. Diese Erträge fielen natürlich 2002 nicht nochmals an, was die Vergleichbarkeit der Ergebnisse erschwert.

**Kooperation mit Theragenics****Bau einer Produktionslinie, Liefervertrag, Übertragung des US-Geschäfts****Zusätzliche Umsätze und sonstige betriebliche Erträge****Profitabilität durch Kooperation positiv beeinflusst****Andere Einflussfaktoren wirken sich negativ aus****Geringes Wachstum im Industriegeschäft****Nuclear Imaging vor allem in den USA wachstumsstark****Onkologiebereich in Europa schwierig****EZAG profitiert durch Theragenics-Kooperation am USA-Geschäft****Aktuelle Entwicklung**

- EZAG konnte in der vergangenen Woche den Abschluss eines Kooperationsvertrags mit dem US-amerikanischen Unternehmen Theragenics bekannt.
- Der Vertrag umfasst den Bau einer Produktionslinie für Prostataimplantate, die Übertragung des US-Geschäfts in diesem Segment an Theragenics sowie die Belieferung mit Permanentimplantaten zur Behandlung von Prostatakrebs. Darüber hinaus erhält die EZAG-Tochter BEBIG Vertriebsrechte an Theragenicsprodukten für Europa.
- Der Kooperationsvertrag ist kurzfristig mit Abschlags- und Meilensteinzahlungen verbunden, von denen im laufenden Geschäftsjahr 4 Mio. USD und im kommenden Jahr nochmals 2 Mio. USD in Form von Umsätzen und sonstigen betrieblichen Erträgen wirksam werden. Zusätzlich kommen noch Erträge für die Lieferung der Permanentimplantate während des Aufbaus der Produktionslinie hinzu.
- Die Profitabilität des Unternehmens wird durch diesen Kooperationsvertrag deutlich positiv beeinflusst. Wir haben unsere Schätzungen entsprechend angepasst.
- Allerdings dürften sich die Wechselkursentwicklungen und der weitgehende Ausfall des Kardiologiegeschäfts negativ auf Umsatz und Ergebnis der EZAG auswirken. So geht das Unternehmen im Umsatz von einem Nullwachstum aus, und benennt als EPS-Zielgröße für 2003 0,30 €, obwohl alleine die Theragenics-Kooperation im Jahr 2003 0,35 € je Aktie zum Ergebnis beitragen soll. Wir versuchen, die Ursachen dafür im Folgenden zu erläutern:
- Das Industriegeschäft der EZAG dürfte weiterhin ein geringes Wachstum aufweisen. Dazu tragen neben einem kontinuierlichen Bedarf an Ersatzstrahlquellen für im Markt befindliche Mess- und Prüfgeräte auch zusätzlicher Bedarf bei, wie er sich im vergangenen Jahr durch das „Homeland Defense“-Programm in den USA manifestierte.
- Das Geschäft im Bereich Nuclear Imaging dürfte weiterhin vom Erfolg der PET-Scanner profitieren, die in immer neue Diagnosebereiche vorstossen. Allerdings erwarten wir hier vor allem in den USA merkliches Wachstum. In Europa, speziell in Deutschland, dürfte damit nach einer Ablehnung der Kostenerstattung durch die Krankenkassen für PET-Scans kein Blumentopf zu gewinnen sein – was auch Betreiber von PET-Geräten schon schmerzlich erkennen mussten.
- Der Onkologiebereich sollte ein deutliches Wachstum aufweisen. In Europa wird sich EZAG zwar mit der Etablierung der Brachytherapie – in erster Linie bei der Behandlung von Prostatakrebs – sicher weiter schwer tun. Dazu trägt einerseits die noch fehlende geregelte Kostenerstattung bei. Andererseits ist die Brachytherapie vor allem für Prostatakrebs in einem frühen Stadium geeignet. In Europa gehen aber nach wie vor nur wenige Männer früh und regelmäßig zur Krebsvorsorge, so dass der Prostatakrebs oftmals auch – für eine Brachytherapie – zu spät erkannt wird. In den USA profitiert EZAG von der weiteren Verbreitung dieser Methode: Rund ein Drittel aller Prostatakrebspatienten wird dort damit behandelt. Die Kooperationsvereinbarung mit Theragenics bedeutet in diesem Zusammenhang für EZAG, dass sich das

### Negative Aussichten im Kardiologiebereich

### Immunologiebereich braucht weiterhin Entwicklungspartner

### Wachstumspotenziale in einigen Bereichen

### Kostenerstattung und Vorsorgebereitschaft in Europa stellen wesentliche Probleme dar.

### Wechselkursanfälligkeit bleibt

### Keine Umsatzsteigerung erwartet

Unternehmen Investitionen in Vertriebswege in den USA erspart, Geld mit dem Bau einer Produktionslinie für Permanentimplantate verdient und während der Bauzeit die Permanentimplantate direkt an Theragenics liefern und damit Umsätze generieren kann.

- Für den Kardiologiebereich gehen unsere Erwartungen kurz- bis mittelfristig gegen Null. Die Erfolge von Johnson & Johnson sprechen klar für antibiotika-beschichtete Stents. Zwar haben einige Konkurrenten ihre Entwicklungen schon wieder aufgeben müssen, weil sich andere Antibiotika als nicht wirksam erwiesen haben. Allerdings stehen noch genügend weitere antibiotika-beschichtete Stents in klinischen Prüfungen, die EZAGs Partner Novoste mittel- und langfristig möglicherweise auch in anderen Anwendungen, wie beispielsweise in peripheren Gefäßen, das Leben schwer machen könnten.
- Der Immunologiebereich arbeitet weiterhin an der Entwicklung von radioaktiv markierten Antikörpern und dendritischen Zelllinien. Der erste größere Kooperationserfolg mit Fresenius Hemocare machte im vergangenen Jahr Hoffnung auf eine positive Entwicklung dieses Bereichs. Nachfragen beim Vorstand der EZAG, inwiefern die Umgliederung der Fresenius Hemocare im Fresenius-Konzern (Hemocare wird als eigenständiger Bereich aufgelöst) diese Kooperation beeinflusst, konnten aber bislang noch nicht befriedigend beantwortet werden. Die klinische Prüfung der Antikörper soll nicht vor 2004 beginnen. Vor dem Hintergrund, dass EZAG die klinische Prüfung der Kandidaten nur mit einem Partner betreiben will, muss das Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr noch einiges daran setzen, einen entsprechend finanzstarken Entwicklungspartner zu gewinnen. Für die Aufwendungen in diesem Bereich bedeutet das, dass sich die Investitionen, die im Jahr 2002 noch rund 3,3 Mio. € betragen, im laufenden Geschäftsjahr mindestens halbieren sollten.

### Empfehlung

- Auch wenn einzelne Felder wie die Kardiologie unseres Erachtens spätestens mittelfristig aufgegeben werden dürften, haben andere Bereiche wie beispielsweise Nuclear Imaging in den USA oder auch Onkologie hohe Wachstumspotenziale.
- Europa hängt allerdings in diesen Feldern im Hinblick auf die Kostenerstattung durch die Krankenkassen und auch auf die Bereitschaft von Männern, sich früher und regelmäßiger auf Prostatakrebs untersuchen zu lassen, deutlich hinter den USA hinterher. EZAG muss in diesen Bereichen sicher noch lange Zeit Überzeugungsarbeit leisten. Die niedrige Ausgangsbasis dürfte in diesem Bereich aber zumindest für hohe Zuwachsraten sorgen.
- Die USA bleibt für EZAG der Hauptmarkt und das unseres Erachtens auch in Zukunft anfällig für Wechselkursschwankungen, die den ausgewiesenen Konzernumsatz stichtagsbedingt verzerren können – positiv wie auch negativ. Das Unternehmen geht im laufenden Jahr davon aus, dass auf Grund der Wechselkursentwicklung und sinkender Verkäufe im Bereich kardiovaskulärer Strahlenquellen keine Umsatzsteigerung erreicht werden kann. Unsere Schätzungen gehen von einem minimalen Anstieg aus.

## Verlässliche Multiple-Bewertung kaum möglich

- Der Versuch, EZAG über eine Vergleichsgruppe zu bewerten, scheitert schnell: Medizintechnikunternehmen des Neuen Marktes sind im Hinblick auf ihre Produkte und Geschäftsmodelle nicht mit EZAG vergleichbar, und bei vergleichbaren Unternehmen, wie wir sie in der folgenden Tabelle zusammengestellt haben, fehlt leider nur allzu oft verlässliches Datenmaterial.

Unternehmen	Währung	Kurs	Gewinn je Aktie			KGV			EV		EBITDA			EV/EBITDA		
			2001	2002e	2003e	2001	2002e	2003e	2001	2002e	2003e	2001	2002e	2003e		
Amersham	GBP/P	476,50	0,34	27,01	28,85	1401,5	17,6	16,5	3.595,5	334,7	388,0	427,4	10,7	9,3	8,4	
Novoste	USD	6,86	-0,26	-0,24	-0,14	neg.	neg.	neg.	77,5	2,5	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	
Theragenics	USD	3,92	0,50	0,19	n.v.	7,8	20,6	n.v.	48,3	28,0	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	
<b>Mittelwert/Median</b>							<b>19,1</b>	<b>16,5</b>						<b>9,3</b>	<b>8,4</b>	
EZAG	EUR	3,40	1,00	-0,10	0,31	3,4	neg.	11,0	8,8	12,7	4,2	6,8	0,7	2,1	1,3	

Quelle: Bloomberg; LBBW

## TecDAX kein Thema

- Die Aufnahme in den TecDAX ist für ein Unternehmen wie EZAG derzeit auf Grund der Marktkapitalisierung kein Thema.

## Zurückgeschraubte Hoffnungen

- Der Kursanstieg der letzten Woche nach der Meldung einer Kooperation mit Theragenics war nicht von Dauer. Die Hoffnungen, die im Hinblick auf die Ertragsentwicklung geweckt wurden, wurden auf Grund der bereits angesprochenen Wechselkursproblematik und der Entwicklung des Kardiologiebereichs mit der heutigen Ad-hoc-Meldung und der anschließenden Telefonkonferenz leicht zurückgeschraubt.

## Unterbewertung

- Insgesamt sind wir jedoch der Überzeugung, dass der aktuelle Kurs weder die Gewinnentwicklung auf der Basis unserer angepassten konservativen Planung widerspiegelt, noch in irgendeiner Form mögliche Upside-Potenziale aus dem Immunologie-Bereich berücksichtigt. Letzteres mag berechtigt sein, da dort den Chancen auch hohe Entwicklungsrisiken gegenüberstehen. Unsere derzeitige Planung umfasst jedoch nur Kosten und keine Erträge aus der Immunologie. Vor diesem Hintergrund sehen wir EZAG derzeit als klar unterbewertet an und bleiben bei unserer Empfehlung, die Aktie der EZAG zu kaufen.

## Kaufen

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>2001</b>	<b>2002e</b>	<b>2003e</b>
Mio. €			
Umsatz	32,8	31,9	32,2
Herstellungskosten	-18,8	-16,8	-16,9
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>14,0</b>	<b>15,1</b>	<b>15,3</b>
<i>Marge</i>	<i>42,8%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,5%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-0,9	-3,6	-2,6
Allgemeine Verwaltungskosten	-10,6	-11,3	-11,8
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	3,1	0,3	1,9
<b>EBITDA</b>	<b>12,7</b>	<b>4,2</b>	<b>6,8</b>
<i>Marge</i>	<i>38,6%</i>	<i>13,0%</i>	<i>21,2%</i>
Abschreibungen und Firmenwertabschreibungen	-8,2	-3,7	-4,0
<b>EBIT</b>	<b>5,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>
<i>Marge</i>	<i>15,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>8,7%</i>
Finanzergebnis	0,1	-1,0	-1,1
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,7</b>
<i>Marge</i>	<i>15,8%</i>	<i>neg.</i>	<i>5,2%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,0	0,2	-0,7
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,0</b>
<i>Marge</i>	<i>9,9%</i>	<i>neg.</i>	<i>3,1%</i>
Minderheiten	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,0</b>
<i>Marge</i>	<i>9,9%</i>	<i>neg.</i>	<i>3,1%</i>
<b>Gewinn je Aktie (€)</b>	<b>1,00</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,31</b>

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.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen an der Gesellschaft eine Beteiligung von mindestens 1% des Grundkapitals hält, und die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

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

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