



Kaufen (Aufnahme der Coverage)

Kursziel: EUR 30,50

Aktueller Kurs: EUR 22,13	Next result: Q1 10 04.05.10
Bloomberg: EUZ GR	Marktkapitalisierung: EUR 113,6 Mio
Reuters: EUZG.DE	Enterprise Value: EUR 95,5 Mio

08-April-10

Marie-Therese Gruebner

marie-therese.gruebner@ha-research.de

Tel.: +49 40 414 3885 80

Wert im Kern

- **Radioisotopen-Spezialist** in den Bereichen Medizin (Behandlung von Krebs, Diagnostik) und industrielle Anwendungen (z.B. Kalibriernormen)
- **Führende globale bzw. europäische Marktanteile in einer Anzahl von wachsenden Nischen**, z.B. Bildgebung, Radiopharmazie und Radiotherapie-Implantate
- **Starke Wettbewerbsposition durch Skaleneffekte:** Kaufkraft bei der Beschaffung schwer zugänglicher radioaktiver Isotope, Finanzkraft zur Investition in F&E
- **Unüberwindbare Eintrittsbarrieren:** strenge **Regulierung, hohe Kapitalintensität**, schwer replizierbares **Know-how** im Umgang mit Radioaktivität.
- **Fokus auf Akquisitionen** mit einer **starken Bilanz:** Veräußerung nicht zum Kernbereich gehörender Nuklearsegmente durch größere Medizintechnik- und Industrieunternehmen setzt sich fort, kleineren Start-ups fehlt der erforderliche Marktzugang
- **Jahresüberschuss steigt bis 2012E um 13% p.a.**
- **KAUFEN mit einem Kursziel von EUR 30,50** basierend auf Free Cash Flow Yield 2011E, Aufwärtspotenzial von 38 % auf aktuellem Niveau

Starkes Potenzial bei der Entsorgung schwach radioaktiver Abfälle. Angesichts der Überlegungen in Deutschland, wie mit der jahrzehntelangen „Miss“-Wirtschaft umgegangen werden soll, bietet sich hier eine Chance, mit der sich der Aktienkurs nahezu verdoppeln lässt.

GJ 31.12 (EUR m)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	54,4	71,6	101,4	105,6	111,9	119,5
Umsatzwachstum	8 %	32 %	42 %	4 %	6 %	7 %
EBITDA	9,7	18,7	22,6	22,5	23,9	26,0
EBIT	6,0	9,6	15,5	15,2	16,6	18,0
Net income	1,9	4,5	13,3	8,9	9,8	10,8
Nettoverschuldung	6,8	10,9	-23,8	-9,0	-13,1	-19,7
Net gearing	18,7 %	26,6 %	-31,2 %	-10,2 %	-13,5 %	-18,6 %
Net Debt/EBITDA	0,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
EPS fully diluted	0,61	1,43	3,48	1,69	1,85	2,04
CPS	0,93	1,16	3,71	1,36	1,55	1,85
Dividende pro Aktie	0,25	0,30	0,45	0,45	0,45	0,45
Dividendenrendite	1,1 %	1,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Gross profit margin	49,3 %	47,7 %	50,4 %	51,5 %	51,5 %	51,5 %
EBITDA margin	17,8 %	26,2 %	22,2 %	21,3 %	21,4 %	21,8 %
EBIT margin	11,0 %	13,4 %	15,2 %	14,4 %	14,8 %	15,1 %
ROCE	11,1 %	10,4 %	14,4 %	11,9 %	12,0 %	12,3 %
EV/sales	1,4	1,1	0,9	1,0	1,0	0,8
EV/EBITDA	7,8	4,3	4,3	4,9	4,5	3,9
EV/EBIT	12,6	8,3	6,4	7,3	6,5	5,6
PER	36,0	15,5	11,2	13,1	12,0	10,8
Adjusted FCF yield	4,1 %	12,6 %	13,1 %	9,0 %	10,4 %	12,8 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 07.04.2010



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 24,40 / 7,13

Preis/Buchwert: 1,1

Relative Performance (SDAX):

3 Monate 19,7 %

6 Monate 2,3 %

12 Monate 148,6 %

Änderung der Schätzungen

		Sales	EBIT	EPS
2010	Alt:	105,6	15,2	1,70
	Δ	-	-	-
2011	Alt:	111,9	16,6	1,86
	Δ	-	-	-
2012	Alt:	119,5	18,0	2,05
	Δ	-	-	-

Aktien Daten:

Anzahl Aktien: (in m Stk) 5,3

Genehmigtes Kapital: (in € m) 0,6

Buchwert pro Aktie: (in €) 20,1

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.453

Aktionärsstruktur:

Free float 62,1 %

Gründer 35,2 %

Eckert & Ziegler AG 2,5 %

Unternehmensbeschreibung:

Produziert und vermarktet eine grosse Auswahl an industriellen und medizinischen Anwendungen mit Radioisotopen, einschließlich Prostata-Seed-Implantate, Kalibrierstandards und Afterloader

Inhaltsverzeichnis

<u>Executive Summary</u>	<u>3</u>
<u>Wettbewerbsanalyse</u>	<u>9</u>
<u>Wachstum</u>	<u>22</u>
<u>Bewertung</u>	<u>25</u>
<u>Thema</u>	<u>29</u>
<u>Finanzlage</u>	<u>32</u>
<u>Kontakte: Hauck&Aufhäuser Investment Banking</u>	<u>37</u>

Executive Summary

Unternehmensbeschreibung





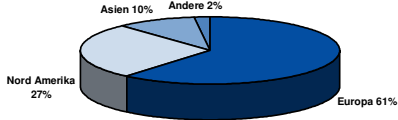
Eckert & Ziegler Strahlen und Medizintechnik AG ("Eckert & Ziegler" oder "EUZ") ist eine 1997 gegründete Holdinggesellschaft mit etwa 30 operativ tätigen Tochtergesellschaften, die **Radioisotope und verwandte Produkte erwerben, verarbeiten und vertreiben**. Zu den Hauptanwendungsgebieten zählt die Medizintechnik (z.B. **Krebstherapie**), medizinische Bildgebung, Radiopharmazie sowie **industrielle Messtechnik**.

Die älteste Tochtergesellschaft des Unternehmens, Eckert & Ziegler BEBIG GmbH, ist aus dem Zentralinstitut für Isotopentechnik, einem Forschungsinstitut der ehemaligen Akademie der Wissenschaften der DDR, hervorgegangen. **Die Erstnotierung von EUZ erfolgte 1999 mit einem Aktienkurs von EUR 23. 2003 wurde das Unternehmen in den Prime Standard aufgenommen.**

EUZ war und ist **äußerst akquisitorisch in Bereichen**, die:

a) **entweder vollentwickelt** sind (Industrie und Forschung), wo Nischenunternehmen akquiriert werden, die nicht mehr zum Kerngeschäft ihrer größeren Eigentümer passen, oder ...

b) **noch in den Kinderschuhen stecken**, wo das Unternehmen Start-ups mit viel versprechender Technologie, aber ohne Zugang zum Markt oder zur Industrie akquiriert.

	Industrie	Therapie	Radiopharmazie	Umweltdienste	Konzern
Produkte	Kalibrierungsquellen, Radioisotopen, radioaktive Komponenten	Prostata-Seed Implantate, Augen-Applikatoren, Radiotherapie-Geräte (Afterloader) und Zubehör	Kontrastmittel, Generatoren, Synthesismodule	Quellen-Entsorgung	
					
Umsatz 09 (€ m)	46.7	30.3	19.4	5.0	101.3
Umsatz-Anteil	46%	30%	19%	5%	
Märkte	Medizinische Bildgebung (PET Scanners, gamma Kameras), Erdöl-Forschung, Forschungslabore, Rüstungsindustrie und Umwelt-Überwachung	Krebsbehandlung	Medizinische Diagnostik und Radiotherapie	Krankenhäuser, Forschungsinstitute, AKW	
Marktanteile	80% Weltmarkt-Anteil med. Bildgebung, 75% Weltmarkt-Anteil Kalibrierung, 66% Weltmarkt-Anteil industrielle Komponente	ca. 40% europäischer Markt-Anteil in Prostata-Seed Implantate	ca. 80% Marktanteil in Deutschland für Fluorodeoxyglucose	ca. 30% Marktanteil in Deutschland	
Kunden	Schlumberger, Halliburton, GE, Siemens, Phillips	Krankenhäuser, Radiationsspezialisten	Krankenhäuser, Biotech and Pharma-Unternehmen u.A. Bayer Schering Pharma	Diversifiziert	
Wettbewerber	QSA Global, Siemens	Oncura, Bard Urological, Nucletron, Varian	IBA Molecular	Gamma Service Recycling GmbH	
Verwendete Materialien	Iodine, Gold, Titanium, Kobalt, Stahl				
Zulieferer	Ca. 40% der radioaktiven Isotopen stammen aus Russland; der Rest u.a. aus: Schweden, Südafrika, Kanada, USA, Deutschland				
Umsatz nach Region					
Vertrieb	30% indirect / 70% direct				
Produktions-Standorte	USA, Detuschland, Belgien, Tschechien				
Auslastung	66% im Durchschnitt				
Adj. EBIT 09	10.0	3.3	1.1	0.0	14.6
EBIT Marge 09	21.4%	11.0%	5.7%	0%	14.5%
ROCE 09*	28%	13%	8%	N.A	14%

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser, * vor Einmaleffekten.

Im **Dezember 2009** hat das Unternehmen eine **Kapitalerhöhung** zu einem **Kurs von EUR 15,95** je Aktie abgeschlossen und dabei Emissionserlöse in Höhe von EUR 21,5 Mio. erzielt. Die Erlöse werden u.a. für ein kürzlich abgeschlossenes Übernahmeangebot für den Free Float von iBT, einem börsennotierten belgischen Hersteller von Prostata-Seeds verwendet, an dem das Unternehmen 2008 einen Anteil von 38,5% erworben hat.

Qualität: Größenvorteile und Industrie-Know-how

Das Unternehmen ist tatsächlich **der einzige börsennotierte Konsolidierer im Bereich der Radioisotope**. EUZ deckt die **gesamte Wertschöpfungskette** von der Verarbeitung der Isotope bis zu medizinischen und industriellen Anwendungen ab. Darüber hinaus wurde die Kompetenz durch eine kürzlich erfolgte Akquisition auf die **Entsorgung schwach radioaktiver Abfälle** ausgeweitet.

Zwar erstreckt sich die Aktivität auf eine Vielzahl von Anwendungen für radioaktive Komponenten, die nachfolgenden Aspekte sind jedoch allgemein gültig:

1. Dank seiner Größenvorteile ist das Unternehmen ein wichtiger Rohstoffeinkäufer von Radioisotopen, deren Angebot hoch konzentriert ist. Damit profitiert das Unternehmen von seiner **starken Kaufkraft**.
2. **Größe bedeutet allerdings auch, dass das Unternehmen über eine hohe Finanzkraft zur Investition in F&E verfügt** und damit insbesondere in Industrie und Therapiewas innovativ führend ist. Die **Innovation wird von den Kunden wahrgenommen und geschätzt** und spiegelt sich in Bruttomargen auf den Rohstoffeinsatz von 74% wider.
3. Die Erzeugung, Handhabung, Transport und Verarbeitung von Radioisotopen ist **stark reguliert** und erfordert einen **sehr hohen Grad an Know-how**, sodass die **Bedrohung durch neue Anbieter minimal** ist.
4. Der Eintritt in diesen Bereich wird zudem **durch hohe Vorausinvestitionen in kleine Märkte begrenzt, die nie über den Nischenstatus** im Bereich von weltweit deutlich unter EUR 500 Mio. **hinausgehen**. So kosten Zyklotronen pro Stück bis zu EUR 10 Mio. und der Besitz lohnt sich nur, wenn eine Ausdehnung über verschiedene Endanwendungen oder Endkunden möglich ist. Das Unternehmen besitzt davon 10 Stück, die größtenteils abgeschrieben sind.
5. **Negativ zu vermerken ist**, dass sich Oligopole durchaus am Preiswettbewerb beteiligen. Dies zeigte sich insbesondere im Geschäft mit Implantaten im Zuge der USD-Schwäche der letzten Jahre, durch die sich US-Hersteller mit günstigen Produkten in die europäischen Märkte gedrängt haben.

Dies sollte im Laufe der Zeit adressiert werden, da:

- der Dollar wieder stärker wird und...
- ...EUZ mit der bevorstehenden Akquisition von Core Oncology dafür **gerüstet ist, im US-Markt maßgeblich Fuß zu fassen**, was bei einer Disziplinierung des Marktes helfen dürfte

Alle vorgenannten Aspekte sollten zu einem stabilen durchschnittlichen ROCE von 12% zwischen 2006 und 2012e führen.

Wachstum: Jahresüberschuss wächst um 13% bis 2012E

Der **Umsatz** sollte **bis 2012E um durchschnittlich 6%** von EUR 101,3 Mio. in 2009 steigen und wird im Wesentlichen angetrieben durch:

1. **Zunehmende Penetration der radioaktiven Seed-Therapie:** In den USA werden 23% aller Fälle von Prostatakrebs im Frühstadium mit Seeds behandelt (vs. ca. 9% in Europa);
2. **Wachsende Nachfrage nach radioaktiven Diagnostika,** die von Krankenhäusern, Kliniken und Pharmaunternehmen in der Positronen-Emissions-Tomographie („PET“) verwendet werden. Angesichts einer alternden Bevölkerung und überbelasteter nationaler Gesundheitssysteme, werden zunehmend mehr Gelder für **Vorbeugung** und **Frühdia-gnose** aufgewendet.
3. **Lohnmarkierung** von radioaktiven Medikamenten in den zertifizierten Reinräumen des Unternehmens.

Das **EBIT** (exkl. Sondereffekte) sollte **bis 2012e um 7,2% auf EUR 18 Mio. steigen** (von EUR 14,6 Mio. in 2009), mit einer Marge von 15,1% bis 2012 gegenüber 14,5% in 2009.

ANMERKUNG: Bei der Definition unseres EBIT in 2009 wurde Folgendes ausgeschlossen:

- Sondereffekte von rund EUR 7 Mio. durch die Auflösung von Rückstellungen für Klagen im Zusammenhang mit der Übernahme von IBt
- Investitionseinnahmen in Höhe von ca. EUR 1 Mio. aus einem russischen Joint Venture zur Herstellung und Verkauf von Prosta-ta-Seed-Implantaten vor Ort
- Redundanzkosten in Höhe von EUR 1 Mio. im Zusammenhang mit der Integration von Nuclitec, einem Anbieter radioaktiver Quellen mit Sitz in Braunschweig, der Anfang 2009 akquiriert wurde
- Firmenwertabschreibungen von ca. EUR 4 Mio. durch die Aktivie-rung latenter Steuern von IBt

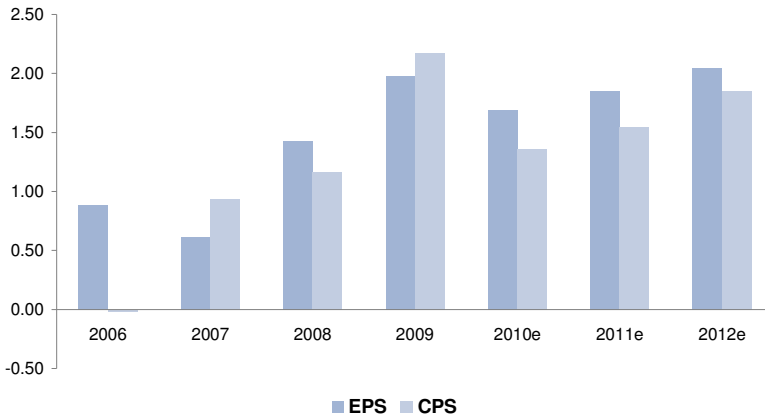
Wir **erwarten nahezu keine Ausweitung der EBIT-Marge**, denn:

1. Das Unternehmen sollte die **Ausgaben für F&E sowie Vertrieb** im Zu-sammenhang mit Produkteinführungen in den Segmenten Therapie und Radiopharmazie **ausweiten**
2. Die Zahlen beinhalten zudem **Potenzial für weitere Restrukturie-rungsmaßnahmen** im Zusammenhang mit der Integration von IBt und Nuclitec

Der **Jahresüberschuss** sollte **durch Cash Generierung und geringere Minderheitsanteile** nach dem am 17. März ausgelaufenen Pflichtangebot für IBt für den Buy-Out des Free Float (s. „Thema“) in 2012e **um durchschnittlich 13% auf EUR 11 Mio.** steigen (vs. EUR 7,5 Mio. vor Sondereffekten in 2009).

Durch eine Erhöhung der ausstehenden Aktien um 38% nach der **Kapitaler-höhung** von EUR 21,5 Mio. im Dezember 2009 **verringern sich die wieder-kehrenden EPS auf 1,69 in 2010e** gegenüber 1,97 vor Sondereffekten in 2009.

Entwicklung von EPS und CPS



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

CPS gleicht CFO - Instandhaltungsinvestitionen/ durchschnittliche ausstehende Aktien; vor Einmaleffekten

Das Unternehmen kann von der **Aufwertung des USD profitieren**, da das größte Segment (50% vom Umsatz, 70% vom EBIT) seinen Sitz in den USA hat. Die nachfolgende Sensitivitätsanalyse zeigt die EPS-Schätzungen für 2010 für einen Bereich der USD/EUR Wechselkurse.

Scenario für den USD in 2010E

				Base Case			
USD/EUR	1.19	1.25	1.31	1.38	1.45	1.52	1.60
% Änderung	-13.6%	-9.3%	-4.8%		5.0%	10.3%	15.8%
EPS	1.87	1.81	1.75	1.69	1.62	1.54	1.47
% Änderung	11.2%	7.6%	3.9%		-4.1%	-8.4%	-12.9%

Quelle: Hauck&Aufhäuser

Bewertung

Wir empfehlen die **Aktie mit einem Kursziel von EUR 30,5 je Aktie zu KAUFEN (Basis FCFY 2011E)**.

Ein **kapitalflussbasierter** Ansatz ermittelt einen fairen Wert von **EUR 30,5 je Aktie**.

Die wichtigsten Annahmen sind:

1. Eine Hurdle Rate nach Steuern von 7% bei einer gültigen Steuerquote von 30% und einer Hurdle Rate vor Steuern von 10%
2. Erhaltungsinvestitionen von durchschnittlich EUR 7 Mio. pro Jahr
3. Bereinigt wird der Unternehmenswert um erhaltene Vorauszahlungen von etwa EUR 8 Mio. im Zusammenhang mit einem Joint Venture für die Herstellung von Prostata-Seed-Implantaten in Russland

Das **DCF-Modell deutet auf einen Wert von EUR 30,7 je Aktie.**

Die wichtigsten Annahmen sind:

1. WACC von 8,2% basierend auf
 - Eine Risikoprämie von 5%
 - einem von Zinszahlungen auf Geschäftskredite abgeleiteten Fremdkapitalzins von 4,5%
 - einem gesetzlich festgelegten Beta von 1 für eine illiquide Aktie
 - und einer risikofreien Rendite von 3,2% auf Basis einer 10-jährigen Staatsanleihe
2. Langfristige Wachstumsrate von 1,5%
3. Langfristige EBIT-Marge von 15%.

Eine Peer-Group-Analyse ermittelt einen Wert von EUR 27 je Aktie

Da kein mit EUZ vergleichbares börsennotiertes Unternehmen vorhanden war, wurden die folgenden Unternehmen für die Peer-Group-Analyse herangezogen: Carl Zeiss Meditec, Sartorius, Drägerwerk, Pulsion, Stratec Biomedical Systems, Guerbet, IBA (Belgien) und Varian (USA). Die beiden letztgenannten sind Wettbewerber von EUZ im Bereich Radiopharmazie und Therapie.

Thema

Mit dem Pflichtangebot für International Brachytherapy S.A. ("IBt") ist die Unsicherheit beseitigt und das Management kann sich wieder auf das Wesentliche konzentrieren.

Das Unternehmen hat sein Therapiegeschäft 2008 mit dem belgischen IBt S.A., einem führenden europäischen Spezialisten für radioaktive Implantate im Austausch für einen Anteil von 38,5% am Unternehmen zusammengelegt.

Nach monatelangen Auseinandersetzungen mit den belgischen Behörden war man gezwungen, Anfang 2010 ein Pflichtangebot zum Erwerb der Minderheitsanteile abzugeben. **Nach Ablauf des Angebots am 17. März besitzt das Unternehmen jetzt 72% vom Grundkapital und kontrolliert 78% der Stimmrechte von IBt.**

Akquisitionen bleiben auch 2010 auf der Agenda

Das Unternehmen sollte **seine Akquisitionsstrategie fortsetzen**, denn es gibt Überlegungen über einen Wiedereintritt in den US-Markt für Prostata-Seed-Implantate. 2006 hatte man sich aus dem Markt zurückgezogen, da EUZ zu klein war, um mit den größeren, stärker etablierten Unternehmen zu konkurrieren und zudem über keine Produktionsanlagen vor Ort verfügte.

Eckert & Ziegler strebt einen Aktiendeal auf IBt-Niveau mit dem Privatunternehmen **Core Oncology**, der Nummer 4 in diesem Markt, an.

Nach unseren Berechnungen würde dieser Deal **unseren fairen Wert pro Aktie um EUR 1,9 erhöhen.**

Cross-Selling-Synergien durch die Nutzung von Core Oncologys starkem Vertrieb in den USA wurden in der Berechnung nicht berücksichtigt.

Abfallentsorgung rückt das Unternehmen ins Rampenlicht

Eckert & Ziegler ist einer von vier zugelassenen Betreibern mit einer Lizenz zur Aufbereitung von schwach radioaktivem Abfall in Deutschland.

Dieser stammt aus Krankenhäusern, Kliniken, Forschungslaboren, umfasst aber gelegentlich auch kontaminierte Kleidung aus Energieversorgungsunternehmen.

In **Deutschland hat die Diskussion** über ein ehemaliges Atomlager **hohe Wellen geschlagen**.

In einem Gutachten hat das **Bundesamt für Strahlenschutz schließlich** Anfang 2010 **empfohlen**, diesen **Abfall** den Normen entsprechend (d.h. gekennzeichnet und in Betonbehältern versiegelt) ab 2014 in eine **neue etwa 20km entfernte Stelle umzulagern**.

Die politische Auseinandersetzung hält jedoch weiter an:

1. Das Thema **dürfte die Aufmerksamkeit auf EUZ lenken** und die **Visibilität der Geschichte erhöhen**.
2. Eine Beteiligung von EUZ bei der Sanierung könnte mit EUR 30 je Aktie auf 2016 bewertet werden, was bei einer Diskontierung der WACC von ca. 8% einem **aktuellen Wert von EUR 19 je Aktie** entspräche - **eine annähernde Verdopplung des Aktienkurses**.

Wettbewerbsanalyse

Industrie (46% vom Konzernumsatz bei EUR 47 Mio., 68% vom Konzern-EBIT bei EUR 10 Mio.)

Know-how und Größenvorteile führen zu hohen Eintrittsbarrieren

Im Segment Industrie wird die Wettbewerbsqualität durch **Größe** und **Know-how** untermauert, die sich aus einem **strengen Fokus auf radioaktive Quellen** und ihrer Deklination über eine Vielzahl von industriellen Anwendungen ableitet.

Know-how ist bei Radioisotopen entscheidend, denn eine **schlechte Kontrolle über die Strahlungsgenauigkeit könnte nicht nur gefährliche Auswirkungen haben, sondern ist auch von maßgeblicher Bedeutung** bei den Anwendungen von EUZs Kunden:

- Positronen-Emissions-Tomographie-Scanner, ausgestattet mit den von EUZ gelieferten Kalibrierquellen, werden eingesetzt, um die vom Körper eines Patienten absorbierte Menge an Radioaktivität abzustimmen. Eine falsche "Abstimmung" kann zu einer kostspieligen falschen Diagnose führen, aber auch den Patienten verletzen, was zu Lasten des Markenimage geht
- Die radioaktiven Quellen müssen regelmäßig ersetzt werden (alle 1-2 Jahre). Unter der Annahme, dass 3 Quellen pro Scanner benötigt werden und der durchschnittliche Scanner eine wirtschaftliche Nutzungsdauer von 10 Jahren hat, ist der Anteil der radioaktiven Quellen am Wert der Maschinen über ihre Lebensdauer signifikant.

Eine **Anerkennung für einen Kalibrierstandard zu erhalten, ist ein komplizierter Prozess**, an dem nationale Strahlenschutzbehörden sowie Institute für Normung beteiligt sind.

Bestehende, von EUZ gelieferte radioaktive Quellen durch neue zu ersetzen ist oftmals mit einem aufwändigen Neubewertungsprozess des Produktes verbunden, sodass die **Wechselkosten hoch sind**.

Größe, die das Unternehmen durch die Kontrolle von knapp 80% des Isotopen-Marktes für medizinische Bildgebung weltweit, oder 75% des Weltmarktes für Kalibrierquellen besitzt, führt zu **signifikanter Kaufkraft bei den Herstellern von Radioisotopen**.

Der weltweite Markt ist hoch konzentriert. Etwa 40% der Produktion befinden sich in den Händen von gegenwärtigen oder ehemaligen russischen Staatsunternehmen. **Damit stellt der Zugang zu Rohstoffen eine starke Eintrittsbarriere dar**.

Aufgrund seiner Wurzeln als ehemaliges Kernforschungsinstitut der DDR verfügt das Unternehmen über **vererbten** Zugang zu Quellen.

Wettbewerbsintensität könnte in bestimmten Bereichen zunehmen

Da russische Betreiber in einigen Bereichen wie z.B. der Erdölbohrung (starke inländische Energie-Explorationsindustrie und starker Isotopenbereich) eine Downstream-Integration in Erwägung ziehen, veranlasst das Risiko eines geringeren Angebots für Exportmärkte insbesondere die USA und Kanada zu einer Entwicklung der nationalen Isotopenproduktion.

Das Segment Industrie dürfte einen ROCE von 28% erzielen, wobei etwa 80% der Erlöse wiederkehrend sind: Alles deutet auf eine ausgezeichnete Wettbewerbsqualität.

Therapie (30% vom Konzernumsatz bei EUR 30 Mio., 22% vom Konzern-EBIT bei EUR 3 Mio.)

Der Fokus des Segments Therapie liegt auf der **Brachytherapie**.

Brachytherapie ist die Behandlung von Krebs im Frühstadium mittels Bestrahlungen mit einem Minimalabstand zwischen der Bestrahlungsquelle und dem zu bestrahlenden Gewebe, sodass nur wenige oder keine Nebenschäden entstehen.

Das Unternehmen produziert Implantate, die in der Behandlung von Prostatakrebs verwendet werden (ca. 53% vom Segmentumsatz):

Implantate bestehen aus einer radioaktiven Quelle (z.B. Iodine-25 oder Palladium 103), die innerhalb einer geschweißten Titankapsel versiegelt wird. Sie sind etwa 4,5 mm lang und 0,8 mm dick und werden mit Hilfe einer hohlen Nadel so nah wie möglich am Tumor platziert.

Ein Seed kostet etwa EUR 20 - 50 je Stück und wird pro Patient pro Therapie benötigt.

Das radioaktive Gemisch bestrahlt die Krebszellen, während die Aussetzung zum benachbarten, gesunden Gewebe minimiert wird und zersetzt sich innerhalb von etwa 14 Tagen.

Die Seeds bleiben dauerhaft im Körper (daher "permanente Brachytherapie"). Das Verfahren wird ambulant durchgeführt und dauert weniger als 1 Stunde.

Alleinstellungsmerkmal gegenüber Patienten und Gesundheitssystemen, da SUBSTITUTE SCHWACHE ERGEBNISSE ERZIELEN.

Permanente Implantate sind bei der Behandlung von Prostatakrebs im Frühstadium der Operation weit überlegen: **Sie kosten weniger und haben so gut wie keine Nebeneffekte.**

Im Umgang mit Prostatakrebs gibt es im Wesentlichen nur zwei *andere* Möglichkeiten.

Operation – Die historisch vorherrschende Behandlungsalternative für Prostatakrebs ist die radikale Prostatektomie ("RP"), d.h. die Entfernung der Prostata und einem Teil des umliegenden Gewebes durch einen invasiven chirurgischen Eingriff.

Die RP wird unter Vollnarkose durchgeführt und ist mit einem Krankenhausaufenthalt von durchschnittlich 7-10 Tagen zur Überwachung des Patienten und seiner Genesung verbunden. Nach einer **Prostatektomie liegt die Wahrscheinlichkeit einer Impotenz bei 60% und einer Inkontinenz bei 40%.**

Externe Bestrahlung – Bei diesem Verfahren wird ein Strahl von außerhalb des Körpers auf die Prostata drüse geleitet, um das Krebsgewebe zu zerstören. Die Behandlung wird stationär fünfmal wöchentlich über einen Zeitraum von üblicherweise sechs bis acht Wochen durchgeführt.

Verschiedene Studien haben gezeigt, dass die krankheitsfreien **Überlebensraten** über einen Zehnjahreszeitraum mit der Behandlung durch externe Bestrahlung geringer sind, als die krankheitsfreien Überlebensraten nach einer RP oder Brachytherapiebehandlung.

Nebeneffekte sind hoch. Das Auftreten von Inkontinenz und Impotenz fünf bis sechs Jahre nach der externen Bestrahlung ist mit dem Auftreten nach einer Operation vergleichbar (*Quelle: Isoray, Inc. 10-K filings*).

Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Vergleich der alternativen Behandlungsmethoden.

	Kosten	Krankenhaus-Aufenthalt	Effektivität	Erholung
Chirurgie	€ 25.000	7-10 Tage	70%-95%	40-60 Tage
External beam	€ 8,000 - € 30,000	30-40 tägliche Besuche	70%-90%	variabel
Brachytherapie	€5,000- € 10,000	1 Tag	85%-98%	2-3 Tage

Quelle: Eckert & Ziegler

Wachstum derzeit durch nationale Rückerstattungssysteme gehemmt.

Nicht allen Ärzten gefällt die Behandlungsmethode, da sie nicht mehr von einem Urologen, sondern von einem Radioonkologen und einem Medizinphysiker durchgeführt wird, die mit der Handhabung von radioaktivem Material vertraut sind.

Aus diesem Grund wird die Brachytherapie in einigen Ländern, in denen bestimmte Interessengruppen stärker sind, nicht durch nationale Krankenversicherungssysteme gedeckt (z.B. in Deutschland), obwohl sie für einige Krebsarten wirtschaftlich und therapeutisch die bessere Lösung ist.

Trotz dominanter Marktanteile herrscht in bestimmten Ländern Wettbewerbsdruck vor.

Da Transport und Regulation beim Umgang mit radioaktiven Seeds ein Problem darstellen könnten (die Quelle löst sich innerhalb weniger Tage auf, Genehmigung durch nationale Strahlungsbehörden oder Arzneimittelüberwachung erforderlich, etc), sind amerikanische Zulieferer **dank des schwachen Dollars** mit einem billigeren Produkt in den europäischen Markt eingetreten.

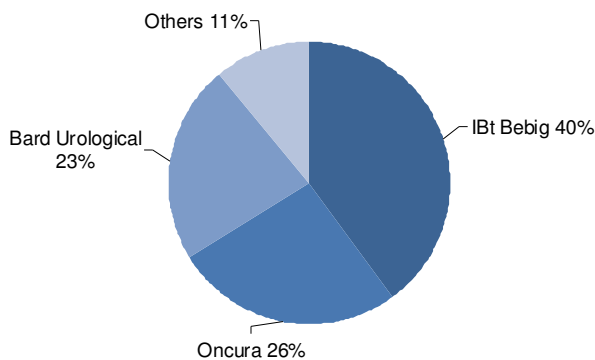
Nachfolgend ein kurzer Überblick der Hauptwettbewerber:

Oncura. Mit einem weltweiten Umsatz von etwa EUR 60 Mio. ist Oncura wahrscheinlich der signifikanteste globale Wettbewerber von EUZ und bei Seeds weltweit führend. Das Unternehmen gehört zu GE Healthcare, was dem Unternehmen zu einem Leverage des Kundennetzwerks des Mutterkonzerns verhilft. Das Unternehmen ist tatsächlich als Prostata-Seed-Spezialist positioniert (Iodine 125, Palladium 103). Derzeit ist es vermutlich bei der Nutzung von F&E-Budgets nicht so frei wie ein unabhängiges Unternehmen. **Der fehlende Spielraum deutet auf insgesamt weniger Know-how bei Radioisotopen als EUZ und damit eine schwächere F&E und Pipeline.**

Bard Urological mit einem Seed-Umsatz von ca. EUR 40 Mio. Das Unternehmen ist ein Teilbereich von C.R.Bard, einem börsennotierten, diversifizierten MedTech-Unternehmen mit einem Umsatz von über EUR 1,5 Mrd. Der Geschäftsbereich ist eher ein **Anbieter von Gesamtlösungen** im Bereich der Brachytherapie, der möglicherweise nicht über die F&E-Macht von EUZ oder Oncura verfügt.

Das nachfolgende Tortendiagramm zeigt die Marktanteile der wichtigsten Player im EUR 40 Mio. starken europäischen Markt für Prostata-Seed-Implantate.

Europäischer Markt für Prostata - Seed Implantate (EUR 40 Mio.)



Quelle: Unternehmensdaten

EUZ bewältigt Preisprobleme durch die Konsolidierung des Marktes und ist dafür einzigartig positioniert:

1. **Börsennotierung** bietet einfachen Zugriff auf Kapital
2. Ein Fokus auf Radioisotope ermöglicht dem Unternehmen eine **leichtere Aufnahme von Zielen** als ein kleineres, stärker fokussiertes Unternehmen, sodass EUZ als bevorzugter Kaufinteressent gesehen wird

Ein im Bereich von Radioisotopen aktives Unternehmen kann in gewisser Weise nur von einem anderen Isotopenexperten übernommen werden, denn die Bewertung von Rückstellungen für alle mit diesen Materialien verbundenen Risiken ist komplex und erfordert ein äußerst verlässliches Know-how.

Afterloader (ca. 33% vom Segmentumsatz): Schwellenländer als eine Nische

Afterloader sind Geräte für die **kurzfristige Bestrahlung** bei einer Krebsbehandlung, bei der eine meistens verdrahtete radioaktive Quelle elektronisch mittels eines **röhrenartigen Katheters** oder mit Kanülen für einen kurzen Zeitraum in den Zieltumor getrieben wird.

Im Allgemeinen sind 7 Sitzungen über einen Zeitraum von 14 Tagen erforderlich. Ein Afterloader kostet pro Stück etwa EUR 150.000 - EUR 250.000. Der wiederkehrende Umsatz dürfte für eine sich langsam zersetzende Cobalt-60 radioaktive Quelle bei EUR 30.000 alle ein oder zwei Jahre liegen.

Kurz gesagt: Afterloader sind die Vorgängertechnologie zu Seeds.

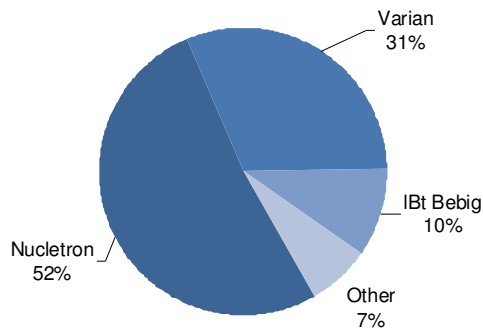
Das Unternehmen ist **in diesem Markt nicht führend, hat sich jedoch mit auf Cobalt-60 basierenden Afterloadern einen Nischenplatz in Schwellenländern geschaffen.**

Fast die Hälfte des Wertes eines Afterloaders ist in Elektronik und Software gebunden. Damit könnte man einwenden, dass Bestrahlungsknow-how weniger wichtig ist als bei Seeds.

Da die Quelle schwächer ist als bei anderen heißen Quellen, zersetzt sie sich über einen längeren Zeitraum und ermöglicht so einen sicheren Transport. Außerdem sind längere Krankenhausaufenthalte erforderlich, was in Industrieländern unrentabel wäre.

Der Wert des Marktes außerhalb der USA liegt bei etwa EUR 60 Mio. Dabei sind die Marktanteile wie folgt unterteilt:

Afterloader-Markt außerhalb der USA (EUR 60 Mio.)



Quelle: Unternehmensdaten

Nucletron, ein Privatunternehmen mit Sitz in den Niederlanden, ist der eindeutige Marktführer außerhalb der USA. Das Know-how ist eher auf Software und Ausrüstung fokussiert. Das Angebot des Unternehmens umfasst Beratungsdienste, integrierte Bildgebung und Brachytherapie-Geräte.

Mit einer ersten Produkteinführung bereits 1978 und dem ersten computerisierten Planungssystem Anfang der 80er-Jahre hat das Unternehmen den Afterloader-Markt geöffnet. Bis Mitte der 80er-Jahre wurde ein weltweiter Marktanteil von 75% im Brachytherapie-Markt gehalten, der zu dieser Zeit auf Afterloader fokussiert war, bis Mitte der 80er-Jahre Seeds auf den Markt kamen.

Varian ist ein börsennotiertes amerikanisches Unternehmen mit einem Umsatz von etwa USD 2 Mrd. Das Unternehmen liefert Informatiksoftware für die Leitung von großen Krebskliniken, Radiotherapiezentren und Praxen für medizinische Onkologie.

Segment Radiopharmazie (“RadPharm”) (ca. 20% vom Konzernumsatz): Zugang zu Zyklotronen, Tracer-Know-how ist entscheidend

Warum benötigen Ärzte Radiopharmazeutika?

Radiopharmazeutika werden **als Kontrastmittel** bei der Positionierung in der Positronen-Emissions-Tomographie (PET Scanner) verwendet und dürften zunehmend in therapeutischen Anwendungen genutzt werden, z.B. radioaktive Wirkstoffe, die einem Patienten zu therapeutischen Zwecken vs. Bildgebung oder **diagnostischen Zwecken** gespritzt werden.

Radioaktive Tracer unterstützen die Abbildung der Funktion eines Organs. Dies ist mit CT-Scans oder MRT nicht möglich. So sind Krebszellen z.B. Glukose-hungrig. Ein auf Glukose basierender Tracer unterstützt die eindeutige Lokalisierung dieser Zellen.

RadPharm ist im Wesentlichen ein kapitalintensives Geschäft, wo GRÖSSENVORTEILE wichtig sind.

Die Haupteintrittsbarriere ist der Zugang zu Zyklotronen, die für die Produktion der radioaktiven Rohstoffe sowie für den Leverage und Verkauf des Endprodukts zuständig sind.

Zyklotronen kosten bis zu EUR 10 Mio. und **sind produktspezifisch**. Entsprechend sind sie ohne ausreichende Größenvorteile verlustbringend, was nur bedeutungslos ist, wenn der Besitzer an einer Hochschule tätig ist.

Zyklotronen kosten nicht nur Geld, sondern sind auch **äußerst schwer zu bedienen und Instand zu halten**, sodass gut ausgebildete Physiker eine Notwendigkeit sind. Das Unternehmen betreibt etwa 10 Zyklotronen, die im Wesentlichen in der Onkologie verwendetes Fluorid 118 erzeugen.

In die äußerst strenge Regulierung sind auch Kernstrahlungsagenturen sowie Arzneimittelzulassungsbehörden involviert.

Nähe ist entscheidend, da die meisten radioaktiven Kontrastmittel nur eine sehr kurze Lebensdauer haben und auf Nachfrage produziert und geliefert werden müssen.

Das Unternehmen konkurriert bei radioaktiven Kontrastmitteln *allgemein* mit deutlich größeren Betreibern in ganz Europa (GE Healthcare, Covidien, Bristol-Myers Squibb), **hat jedoch in bestimmten Nischen wie z.B. der in der Krebsdiagnostik genutzten Fluordesosyglukose eine dominante Stellung.**

In Deutschland hält EUZ einen Marktanteil von ca. 80%, sowie jeweils 100% in Luxemburg und Polen. Alle Märkte werden von den Zyklotronen in Berlin, Braunschweig und in der Nähe von Köln-Bonn bedient.

Der **engste Wettbewerber ist die börsennotierte belgische IBA Gruppe** mit einem Umsatz von etwa EUR 332 Mio.; im Wesentlichen eine ausgewachsene Version des Bereichs Radpharm mit einer sehr viel breiteren Aufstellung bei Zyklotronen, Vertrieb und Arzneimittelforschung. Insgesamt führt dies zu einem Wettbewerbsvorteil gegenüber dem Radpharm-Geschäft von EUZ.

Mit einer EBIT-Marge von 1,6% und einem ROCE von 3,5% in 2008 (vs. ca. 6,8% bzw. ca. 8% für RadPharm in 2009) ist das Unternehmen jedoch deutlich weniger profitabel als RadPharm. Der Grund ist ein operativer Leverage auf das Ausrüstungsgeschäft und die schwierige Integration der Akquisitionen.

Umweltdienste (ca. 5% vom Konzernumsatz): Regulierung ist eine hervorragende Eintrittsbarriere

Bei den Umweltdiensten ist das Unternehmen eines von vier in Deutschland zur Bearbeitung, Transport und Aufbereitung von radioaktivem Abfall ermächtigten Unternehmen **mit einem geschätzten Marktanteil von 30%**.

Die Entsorgungsprozesse und Lagermöglichkeiten sind durch die deutsche Strahlenschutzkontrollbehörde sowie lokale Gremien **streng reguliert** und ein **einwandfreier Track Record** ist entscheidend. Der Genehmigungsprozess benötigt Zeit und ist politisch äußerst komplex, da Abstimmungen auf kommunaler Ebene etc. erforderlich sind.

In allen Geschäftsbereichen ist ein ROCE von 12% nachhaltig, da EUZ ...

1. ...der **einzigste aktive Konsolidierer ist**: Die **Preisdynamik sollte sich mit der Zeit verbessern**
2. ...in etwas weniger einladenden Nischen aktiv ist, die durch die mit radioaktivem Material verbundenen Risiken einen hohen Grad an Know-how, Kapital und Regulierung voraussetzen, was **insgesamt den Eintritt begrenzt**
3. ...über einen **einwandfreien Track Record** verfügt und somit ein Wunschpartner ist, wenn sich neue Möglichkeiten ergeben

Analyse der Renditen

Anmerkung: Für die Kennzahlenanalyse wurde das EBIT (bereinigt um Sondereffekte) seit 2006 berücksichtigt.

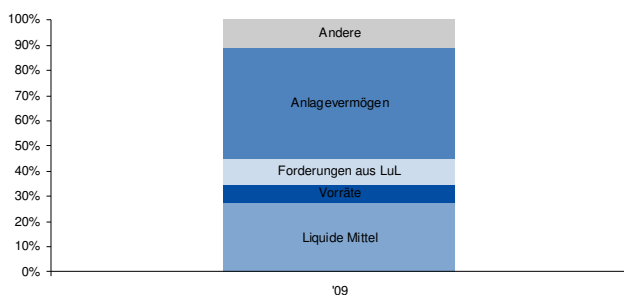
Eingesetztes Kapital und Kapitaleffizienz

Die Produktion von Radioisotopen ist **sehr kapitalintensiv**, denn sie erfordert mehrere Produktionsschritte auf **hoch entwickelten Maschinen**. **Der Vorratsbestand ist niedrig**, da radioaktive Quellen **aufgrund ihres Zerfalls** größtenteils "auf Nachfrage" produziert werden. **Damit macht das Anlagevermögen 23% des Gesamtvermögens aus.**

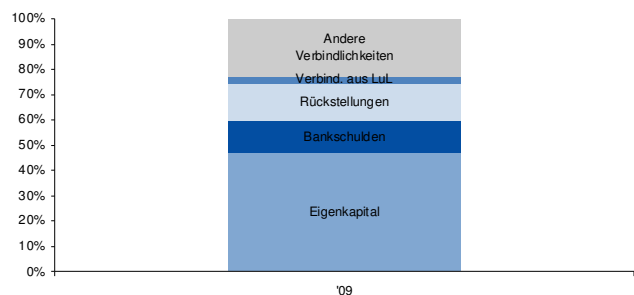
Das Unternehmen trägt etwa **EUR 30 Mio. an Goodwill** aus der Akquisition von IBt in 2008 (ca. EUR 20 Mio.) und Nuclitec in 2009 (ca. EUR 10 Mio.). Demzufolge entfallen 26% vom Gesamtvermögen auf Goodwill.

Bargeld und Gegenwerte in Höhe von EUR 44 Mio. zum Ende des Jahres 2009 machen 29% des Gesamtvermögens aus. Diese umfassen Erlöse von EUR 21,5 Mio. aus der im Dezember 2009 abgeschlossenen Kapitalerhöhung und Vorauszahlungen von rund EUR 8 Mio. im Zusammenhang mit der Versendung einer Verpackungslinie an ein russisches JV für Prostata-Seed-Implantate.

Bilanz- Vermögen



Bilanz - Verbindlichkeiten



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

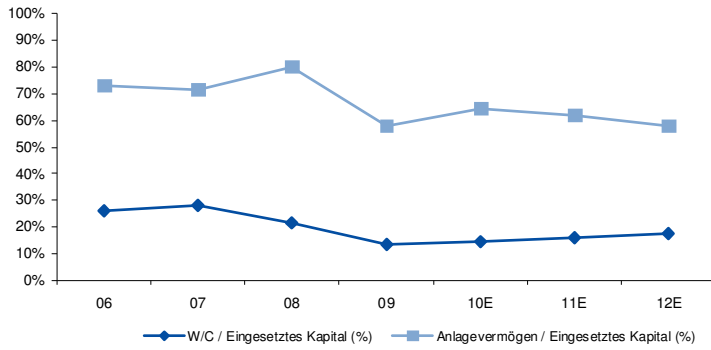
Ingesamt sind etwa 58% vom eingesetzten Kapital an das Anlagevermögen gebunden, 10% an das Netto Working Capital und 32% an Barmittel.

Eingesetztes Kapital und Kapitaleffizienz

Der **Anteil des Working Capital sollte im Laufe der Zeit zunehmen**, denn durch die Beendigung des Aufbaus verringern sich die Vorauszahlungen des russischen JV. Der Anteil des Anlagevermögens am eingesetzten Kapital erreicht 2008 mit der Integration von IBt und Nuclitec den Höhepunkt und fällt in 2009 durch zwei Kapitalerhöhungen.

In 2010 und 2011 sollten die Capex hoch sein, da ein Teil der F&E im Zusammenhang mit Synthesemodulen bei RadPharm und Kunststoff-Seeds im Segment Therapie aktiviert werden.

Eingesetztes Kapital

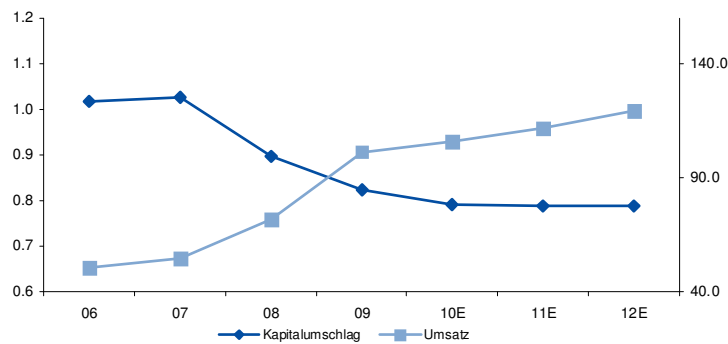


Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Bis 2009 verringert sich die Kapitalintensität durch die Kapitalerhöhung von EUR 22 Mio. und die Integration von IBt und Nuclitec.

Mit begrenzten absehbaren Verbesserungen des Working Capital und laufend aktivierten F&E-Aufwendungen dürfte sie bis 2012 unter 1 bleiben.

Kapitalumschlag und Umsatz

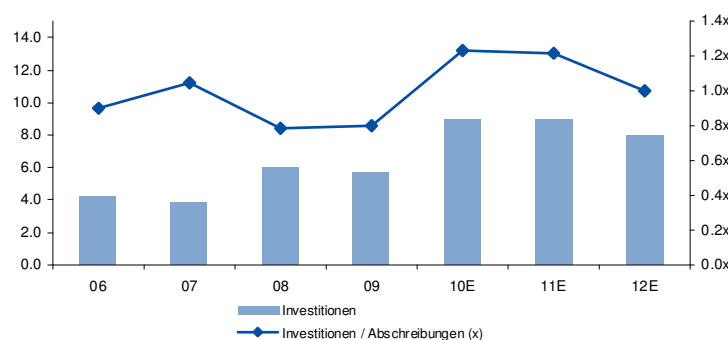


Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Kapitalanforderungen und Cash Generierung

Mit Produkteinführungen bei RadPharm und im Segment Therapie, die eine Aktivierung von F&E nach sich ziehen, sollte der **Capex-Zyklus bis 2011 hoch bleiben** und damit über den Abschreibungen liegen.

Investitionen und Investitionen/Abschreibungen

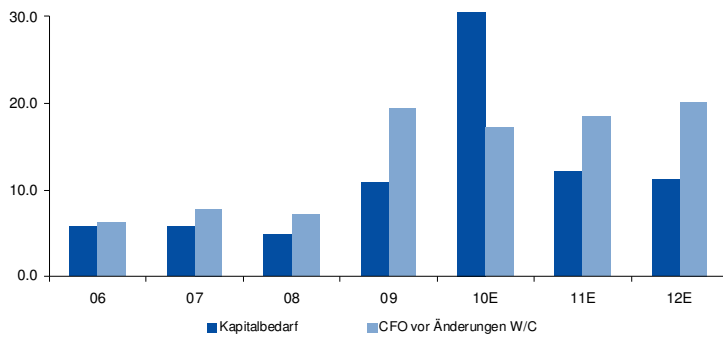


Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Wie aus der nachfolgenden Grafik ersichtlich, werden die Kapitalanforderungen einschließlich Akquisitionen nicht durch die Cash Generierung in 2010 gedeckt. Dies lässt sich jedoch dank der Pro-Forma Kassenbestände unter Ausschluss der russischen Vorauszahlungen von EUR 24 Mio. mehr als kompensieren. **Damit verfügt das Unternehmen über mehr als ausreichende Barbestände zur Abdeckung der Kapitalanforderungen** einschließlich Veränderungen im Working Capital und Zahlungen im Zusammenhang mit dem

Buy-Out der Minderheitsanteile bei IBt.

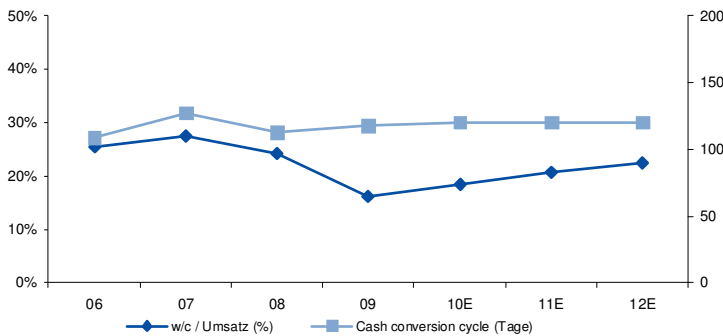
Kapitalbedarf und CFO vor Änderungen im W/C



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Die Working Capital Quote sollte sich mit der Reduzierung von Vorauszahlungen für das russische JV leicht verringern. Die Kapitalbindungsdauer für Umlaufvermögen dürfte stabil bleiben.

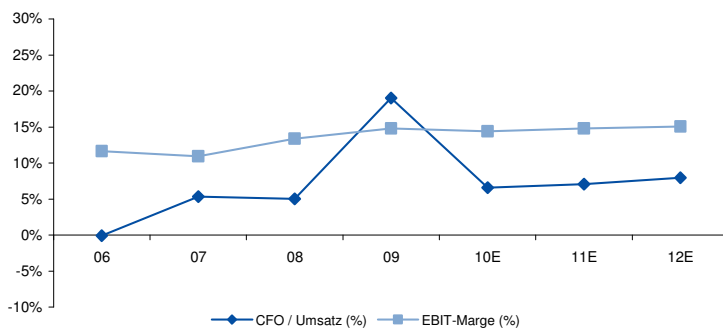
Cash Flow Analyse



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Es werden keine größeren Diskrepanzen zwischen der Entwicklung der Profitabilität und der Cashflow-Marge erwartet. Der Peak in 2009 ist auf Vorauszahlungen von EUR 8 Mio. in Verbindung mit dem russischen JV zurückzuführen.

CFO/Umsatz und EBIT Marge

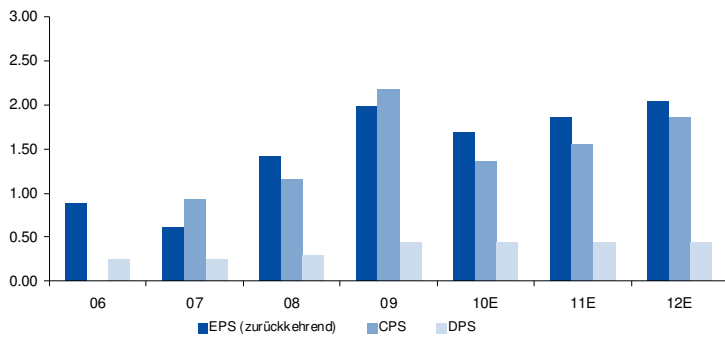


Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Der Cashflow je Aktie liegt aufgrund wachsender Vorauszahlungen durch Russland in 2010 über den EPS. 2011 und 2012 normalisiert sich die Situation mit einem **höheren Working Capital Verbrauch und Capex**, was die Differenz erklärt. Bei diesem **akquisitorischen Unternehmen** werden keine grö-

βeren Erhöhungen bei den Dividendenzahlungen erwartet. **Die Dividendenausschüttungsquote dürfte im Durchschnitt bei 24% bleiben.**

DPS/CPS/EPS



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Preisbildung und operative Effizienz

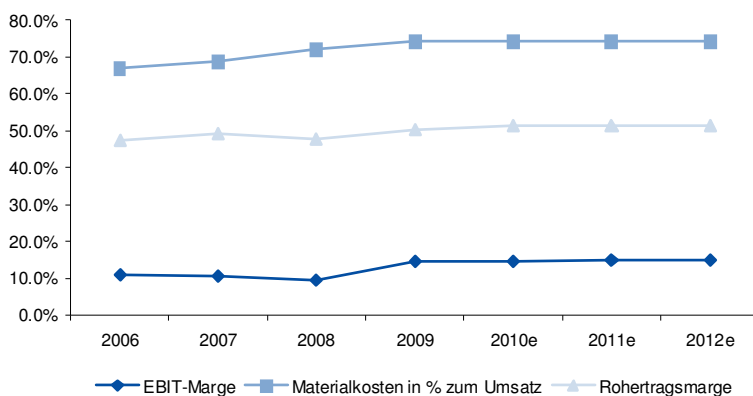
Regulative und wissensbasierte Eintrittsbarrieren sowie die dominanten Positionen des Unternehmens in Nischenmärkten führen zu **einer starken Preismacht**. Während das Unternehmen nach COGS bilanziert, liegen die **Margen über dem Materialeinsatz bei starken 74%**.

Der Spielraum für signifikante Preiserhöhungen dürfte gering sein. **Skaleneffekte**, die beispielsweise mit der Integration von IBt im Iodinenmarkt erzielt werden, könnten jedoch zu verbesserten Einkaufsbedingungen führen. Dies könnte jedoch durch den **Preisdruck der amerikanischen Seed-Produzenten**, die teilweise durch zahlungskräftige Mutterkonzerne unterstützt werden, unter Kontrolle gehalten werden (Oncura gehört zu GE).

Iodine ist der wichtigste Rohstoff für das Unternehmen (Einkaufsvolumen von EUR 2 Mio.), gefolgt von Titan, Abschirmungen, Gold und Elektronen für die Afterloader. **Russland ist ein wichtiger Zulieferer** von radioaktiven Rohstoffen (ca. 40% vom Gesamtmaterial) mit **drei- bis vierjährigen Volumenverträgen in Euro**. Die russischen Zulieferer befinden sich größtenteils im Staatsbesitz. Weitere Zulieferer sind Kanada und Südafrika.

Etwa 70% der Gesamtkosten sind variabel, sodass der operative Leverage begrenzt ist. Mit ca. 30% der Gesamtkosten dürften **Personalkosten den größten Kostenblock ausmachen**, gefolgt von Materialeinsatzkosten (ca. 30% der Gesamtkosten).

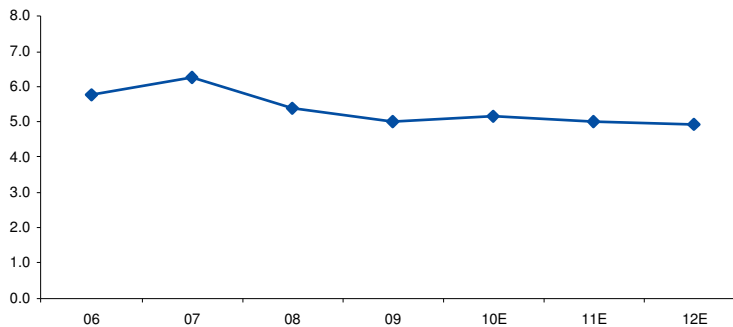
Entwicklung der Rohertragsmarge



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Der **operative Leverage beträgt durchschnittlich 5,5x**, sobald die COGS durch Materialeinsatzkosten ersetzt werden.

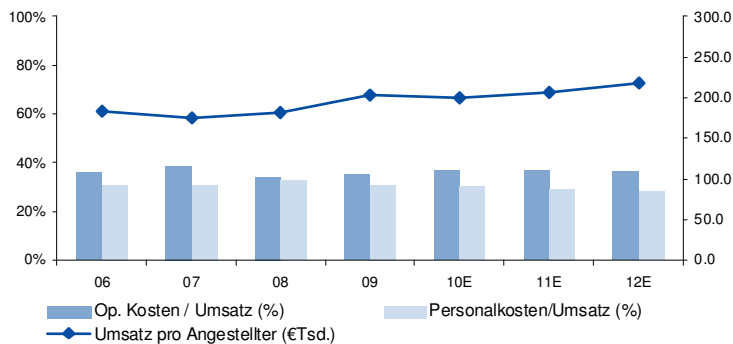
Operativer Hebel



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Nach einer zunehmenden Kostenbasis in 2010 durch höhere F&E und allgemeine Verwaltungskosten sollten sich die Margen 2011 mit der Einführung von Kunststoff-Seeds für die Behandlung von Brustkrebs in Europa erholen. Die Integration von Nuclitec und IBt in den Konzern dürfte bis zu diesem Zeitpunkt auch abgeschlossen sein.

Kostenbasis und operativer Hebel



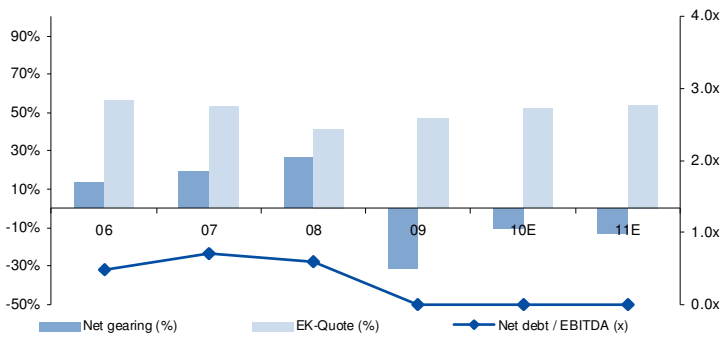
Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Verschuldungsgrad

Trotz der hohen Anzahl an Akquisitionen, sieht die Bilanz sehr gesund aus, wie die folgenden Kennzahlen zum Jahresende 2010e nach dem Buy-Out der IBt Minderheitsanteile in Höhe von EUR 22 Mio. zeigen:

- Nettoverschuldung zum EBITDA 0x.
- Netto Gearing von -10%.
- Eigenkapitalquote von 52%.

Verschuldungsgrad

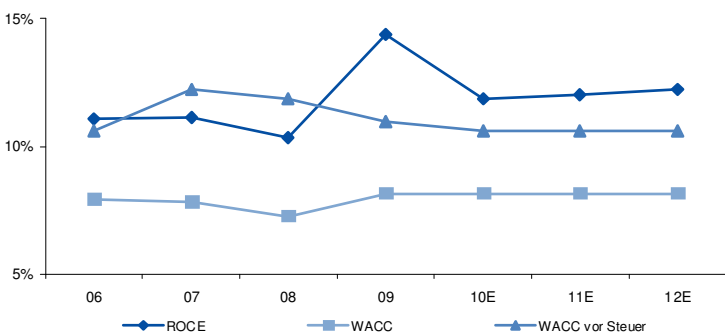


Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Wertschöpfung

Trotz zunehmender Kosten im Zusammenhang mit Produkteinführungen, sollte das Unternehmen weiterhin Renditen von durchschnittlich 12% bis 2012e erzielen, was über den Kapitalkosten vor Steuern von ca. 10% liegt.

Renditen



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Wachstum

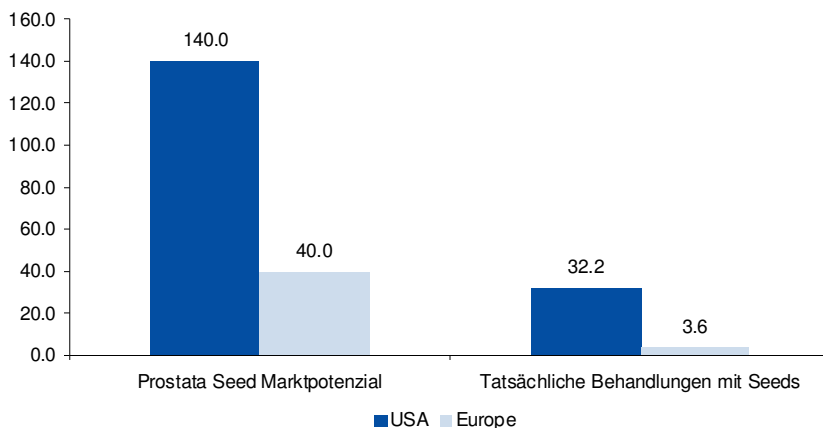
Der **Umsatz** sollte **bis 2012e** im Durchschnitt um **6% steigen** und ist wie folgt unterteilt:

- **Nukleare Bildgebung und Industrie** (ca. 46% vom Konzernumsatz): Antizipiert wird ein durchschnittliches organisches Wachstum von **2,7%** pro Jahr in einem **reifen, größtenteils durch Erneuerung getriebenen Segment**. Radioaktive Quellen erschöpfen sich und müssen im Durchschnitt jedes zweite Jahr ersetzt werden. Das Unternehmen hält dominierende globale Marktanteile in seinen Nischen.

- **Therapie** (ca. 30% vom Konzernumsatz): **durchschnittliches organisches Wachstum von 9,3% pro Jahr gestützt durch:**
 1. **Wachsende Akzeptanz der Seed-Therapie für Prostatakrebs:** In den USA werden 23% der Prostatakrebserkrankungen im Frühstadium mit Implantaten behandelt, gegenüber durchschnittlich ca. 9% in Westeuropa
 2. **Neue Produkteinführungen** einschließlich eines auf Kunststoff basierenden Seeds, der 2010 in die klinische Phase eintritt und dessen Roll-Out 2011 beginnen dürfte
 3. **Russisches JV** zur lokalen Herstellung und Vertrieb von Seed-Implantaten unter der Lizenz von EUZ
 4. Wachsende Akzeptanz der auf **Kobalt basierenden Afterloader**, die insbesondere in Schwellenländern für die Radiotherapie stationärer Patienten genutzt werden.

Die nachfolgende Grafik veranschaulicht das Wachstumspotenzial für Prostata-Seed-Implantate.

Prostata Seed Markt (in EUR Mio.)



Quelle: Unternehmensdaten

- **Radiopharmazie** (ca. 19% vom Konzernumsatz):
 Nach einer aktiven Akquisitionsgeschichte, die zu einer starken Rationalisierung der Produktionsanlagen führte, wird ein **jährliches Wachstum von ca. 8%** erwartet. Hier sind die wichtigsten Wachstumstreiber:
 1. **Volle Pipeline mit Tumor-Tracern**, die in der Positronen-Emissions-Tomographie (PET) verwendet werden, ein Tumor Diagnostikmechanismus unter Verwendung von radioaktiven Kontrastmitteln. PET er-

führt ein starkes Wachstum, da mehr Länder eine Rückvergütung über nationale Krankenversicherungssysteme zulassen: Deutschland erstattet diese Scans erst seit 2007

2. **Synthesemodule für die Erzeugung von Radioisotopen vor Ort** mit einer neuen Generation von Geräten auf Gallium-Basis, die 2010 vermarktet werden sollen. Zu den Anwendungen gehört die Wirkstoffforschung im Auftrag von Biotech/Pharmaunternehmen, da radioaktive Tracer bei der Lokalisierung von Wirkstoffmolekülen im Körper helfen, d.h. Anwendungen in Wirkstoffforschungsprozessen
3. **Auftragsfertigung für pharmazeutische Isotope**, z.B. Onalta, ein Isotop auf Basis von Yttrium -90, das zur Behandlung von neuroendokrinen Tumoren verwendet wird, das 2010 in klinischen Studien in Europa erprobt und für das US-Unternehmen Molecular Insight Pharmaceuticals hergestellt werden soll.

➤ **Umweltdienste** (ca. 5% vom Konzernumsatz)

Der neue, 2010 eingeführte Geschäftsbereich dürfte **durchschnittlich um etwa 8% wachsen**, da das Unternehmen sein Know-how bei der Entsorgung von schwach radioaktivem Abfall (derzeit für Kliniken und Krankenhäuser) ausweitet. Die Zielgruppe sind Energieversorger, die ihren **Abfall derzeit auf dem eigenen Gelände lagern**.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick der Umsatzprognosen nach Segmenten

Umsatz-Prognose	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	09-12e
Industrie									
Organisch	25.4	25.7	25.0	30.2	33.9	34.9	36.0	37.0	
Wachstum		1.1%	-2.4%	20.6%	12.2%	3.0%	3.0%	3.0%	
Nuclitec ex. Clean Room				23.1	12.8	13.1	13.3	13.6	
Wachstum					-44.6%	2.0%	2.0%	2.0%	
Umsatz	25.4	25.7	25.0	30.2	46.7	48.0	49.3	50.6	
Wachstum		1.1%	-2.4%	20.6%	54.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Therapie									
Umsatz	17.0	20.1	21.3	27.4	30.3	33.0	36.0	39.6	
Wachstum		18.0%	6.3%	28.6%	10.4%	9.0%	9.0%	10.0%	9.3%
Radiopharmazie									
Umsatz		5.4	8.6	14.7	19.4	19.8	21.4	23.5	
Wachstum			61.0%	70.3%	31.7%	2.0%	8.0%	10.0%	8.0%
Umweltdienst									
Umsatz					5.0	5.3	5.7	6.3	
Wachstum						6.0%	8.0%	10.0%	8.0%
Konsolidierung									
Konzern-Umsatz	41.8	50.4	54.5	71.6	101.3	105.6	111.9	119.5	
Wachstum		20.6%	8.2%	31.4%	41.5%	4.2%	6.0%	6.8%	5.7%

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Das **EBIT** ohne Sondereffekte sollte **bis 2012e um 7,2% auf EUR 18 Mio.** steigen (EUR 14,6 Mio. in 2009). Die Marge liegt bei 15,1% bis 2012 im Vergleich zu 14,5% in 2009.

Im **Zusammenhang mit Produkteinführungen in den Segmenten Therapie und Radiopharmazie** dürfte das Unternehmen die **Aufwendungen für F&E und Vertrieb erhöhen**. Darüber hinaus werden in den Zahlen potenzielle Maßnahmen im Zusammenhang mit der Integration von IBt und Nuclitec (z.B. Rationalisierung der Produktionsanlagen) berücksichtigt.

Dank der Cash Generierung und geringerer Minderheitsanteile nach dem

Pflichtübernahmeangebot für IBt sollte der **Jahresüberschuss im Durchschnitt um 13,3% auf EUR 11 Mio. in 2012e steigen (vs. EUR 7,5 Mio. in 2009 vor Sondereffekten)**.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die EBIT-Prognosen nach Segment.

Adj. EBIT Prognose*	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	09-12e
Industrie									
EBIT	1.5	4.3	4.9	7.0	10.0	10.3	10.7	11.2	
Wachstum	2.0%	183.9%	11.9%	43.4%	43.5%	3.1%	3.9%	4.9%	4.0%
Marge	6.0%	16.9%	19.4%	23.1%	21.4%	21.5%	21.8%	22.2%	
Therapie									
EBIT	1.8	2.4	2.4	-1.0	3.3	3.5	4.0	4.6	
Wachstum		33.3%	-0.7%	-140.5%	n.m.	3.7%	14.2%	15.0%	11.0%
Marge	10.6%	12.0%	11.2%	-3.5%	11.0%	10.5%	11.0%	11.5%	
Radiopharmazie									
EBIT	0	-0.9	-0.3	-0.1	1.1	1.2	1.4	1.6	
Wachstum		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	13.3%	11.4%	15.1%	13.3%
Marge		-16.8%	-3.2%	-0.6%	6.3%	6.3%	6.5%	6.8%	
Umweltdienst									
EBIT	0	0	0	0	0.0	0.0	0.3	0.4	
Wachstum								54.0%	N.M.
Marge						-0.1%	5.0%	7.0%	
Konsolidierung									
	1.0	-0.3	-1.3	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	
Konzern Adj.EBIT*									
	4.3	5.5	5.7	6.9	14.6	15.2	16.6	18.0	
Marge	10.3%	10.9%	10.5%	9.6%	14.5%	14.4%	14.8%	15.1%	
Wachstum		27.9%	3.6%	21.1%	112.2%	3.9%	8.7%	8.9%	7.2%

* Ohne Freisetzungskosten von ca. EUR 1 Mio. im Industrie-Segment und Finanzergebnis von EUR 1 Mio. im Therapie-Segment in 2009.

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Bewertung

Free Cash Flow Yield: EUR 30,5 je Aktie

Da kleinere Unternehmen durch ihre geografische Aufstellung, Größe oder Wettbewerbsstärke und aufgrund der Tatsache, dass langfristige Renditen oft durch einen Mangel an ausreichender Visibilität verfälscht sind, kaum mit den Wettbewerbern vergleichbar sind, wurde eine bereinigte **Free Cash Flow-Analyse** (Bereinigter FCF) durchgeführt.

Die wichtigste Annahme für dieses Modell ist die Höhe der für einen *maßgeblichen* Investor verfügbaren Rendite, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und den Kaufpreis – in diesem Fall den Unternehmenswert

Hier wird der bereinigte FCF-Yield als Stellvertreter für die erforderliche Rendite verwendet und wie folgt definiert: EBITDA abzüglich Anteile Dritter, Steuern und Investitionen, die für den Erhalt der bestehenden Vermögenswerte erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

Einfacher gesagt geht das Modell davon aus, dass Investoren von Unternehmen die Erwirtschaftung einer Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors erwarten. **Die erforderliche Nachsteuerrendite entspricht in diesem Modell der Hurdle Rate von 7.0%.** Ein niedrigerer Betrag deutet auf eine teure, ein höherer Betrag auf eine günstige Aktie.

EUZ ist ein etabliertes Unternehmen mit ausreichend nachhaltigen Renditen und einer Bilanz, die gesund genug ist, um die Bewertung auf 2011 zu basieren.

Wir schließen ausstehende Vorauszahlungen im Zusammenhang mit der Lieferung einer Produktionslinie an ein neu etabliertes russisches Joint Venture vom fairen Unternehmenswert aus, um einen faire Marktkapitalisierung zu erhalten.

Die Erhaltungsinvestitionen entsprechen in etwa den Abschreibungen und liegen im Prognosezeitraum bei EUR 7,4 Mio.

FCF yield, year end Dec. 31	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	
EBITDA	18.7	15.6	22.5	23.9	26.0	
- Erhaltungsinvestitionen	5.0	5.7	7.4	7.4	7.4	
- Minderheiten	-1.0	12.3	1.1	1.2	1.3	
- Steueraufwand	5.3	-6.7	4.2	4.6	5.0	
= Adj. Free Cash Flow	9.5	4.3	9.8	10.7	12.2	
Gegenwärtige Marktkapitalisierung	70.7	117.1	117.1	117.1	117.1	
+ Nettoverschuldung (Liquidität)	10.9	-23.8	-9.0	-13.4	-20.2	
+ Pensionsrückstellungen	0.4	5.7	5.9	6.3	6.7	
+ Off Balance Sheet-Finanzierung	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
+ Adj. Anzahlungen	1.0	8.0	6.0	4.0	2.0	
- Finanzanlagevermögen	-1.4	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	
- Dividendenzahlung	-0.8	-0.6	-2.3	-2.3	-2.3	
EV Ausgleich	10.1	-12.5	-1.1	-7.2	-15.5	
= Gegenwärtiger EV	80.8	104.6	116.0	109.9	101.6	
Adj. Free Cash Flow Yield	11.8%	4.1%	8.5%	9.8%	12.0%	
Umsatz	71.6	101.4	105.6	111.9	119.5	
Gegenwärtiger EV/Umsatz	1.1x	1.0x	1.1x	1.0x	0.8x	
Hurdle rate	7%	7%	7%	7%	7%	
FCF-Marge	13.3%	4.2%	9.3%	9.6%	10.2%	
Fairer EV/Umsatz	1.9x	0.6x	1.3x	1.4x	1.5x	
Fairer EV	135.7	60.8	140.2	153.2	174.7	
- EV Ausgleich	10.1	-12.5	-1.1	-7.2	-15.5	
Faire Marktkapitalisierung	125.6	73.3	141.3	160.4	190.3	
Anzahl der Aktien (Millionen)	3.1	3.8	5.3	5.3	5.3	
Fairer Wert je Aktie	40.5	19.4	26.9	30.5	36.2	
Prämie (-) / Discount (+) in %	77.7%	-37.4%	20.6%	37.0%	62.5%	
Sensitivitätsanalyse Fairer Wert						
	7.0%	40.5	19.4	26.9	30.5	36.2
Hurdle rate	10.0%	27.4	14.6	18.9	21.8	26.2
	13.0%	20.3	12.0	14.6	17.0	20.8
	16.0%	15.9	10.3	11.9	14.1	17.5

Quelle: Hauck&Aufhäuser

DCF: EUR 30,7 je Aktie

Die wichtigsten Annahmen für das DCF-Modell sind:

- WACC von 8,2%
- Ewige Wachstumsrate von 1,5%
- Beta von 1
- Langfristige EBIT-Marge von 15%

DCF (EUR Mio.) (ausgenommen Daten je Aktie und Beta)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Terminal value
NOPAT	10.7	11.6	12.6	12.3	12.6	13.0	13.2	13.4	13.4
Abschreibung	7.3	7.4	8.0	8.2	8.5	8.8	8.9	9.0	9.0
Veränderung Working Capital	-2.8	-3.0	-3.2	-2.6	-0.6	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Capex	-9.0	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.8	-8.9	-9.0	-9.0
Akquisitionen	-22.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kapitalerhöhungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow	-15.8	7.3	9.8	10.1	12.7	13.0	13.0	13.2	13.2
Barwert	-15.0	6.4	7.9	7.6	8.8	8.1	7.7	7.2	123.9
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%

DCF je Aktie hergeleitet aus		DCF durchschnittliche Wachstums- und Ertragsannahmen	
Gesamter Barwert	163	Kurzfristiges Wachstum (2008-2011)	5.6%
davon Endwert	76%	Mittelfristiges Wachstum (2011 - 2015)	3.0%
Nettoverschuldung (Liquidität) Jahresanfang	-23.8	Langfristiges Wachstum (2015 - unendlich)	1.5%
Finanzanlagevermögen	1.8	Terminal year EBIT-Marge	15.0%
Rückstellungen und Off Balance Sheet	25		
Wert des Eigenkapitals	163.0		
Anzahl der ausstehenden Aktien	5.3		
DCF je Aktie	30.7		
Prämie (-) / Discount (+) in %	35%		

Herleitung des WACC	
FK-Zinsen vor Steuern	4.5%
Steuersatz	30.0%
FK-Zinsen nach Steuern	3.2%
Erwartete Rendite auf das eingesetzte Kapital	8.2%
Risikoprämie	5.0%
Risikofreie Rendite	3.2%
Beta	1.0

Aktienkurs **22.80**

Sensitivitätsanalyse DCF							Sensitivitätsanalyse DCF						
		Langfristiges Wachstum							EBIT-Marge terminal year				
		0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%			13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
WACC	10.2%	20.3	22.0	23.1	24.2	25.5	WACC	10.2%	21.1	22.1	23.1	24.0	25.0
	9.2%	22.8	25.0	26.3	27.9	29.6		9.2%	23.9	25.1	26.3	27.6	28.8
	8.2%	25.9	28.9	30.7	32.8	35.4		8.2%	27.7	29.2	30.7	32.2	33.7
	7.2%	30.0	34.2	36.8	39.8	43.6		7.2%	32.9	34.8	36.7	38.7	40.4
	6.2%	35.4	41.4	45.5	50.3	56.5		6.2%	40.4	42.9	45.3	47.8	50.2

Quelle: Hauck&Aufhäuser

Peer-Group-Analyse: EUR 27 je Aktie

Durch das Fehlen eines mit EUZ vergleichbaren börsennotierten Unternehmens, wurden für die Peer-Group-Analyse die folgenden Unternehmen herangezogen: Carl Zeiss Meditec, Sartorius, Draegerwerk, Pulsion, Stratec Biomedical Systems, Guerbet, IBA (Belgien) und Varian (USA). Die beiden letztgenannten sind Wettbewerber von EUZ bei Radiopharmazie und Therapie.

Carl Zeiss Meditec – Das Unternehmen ist im Bereich der Augenheilkunde tätig, wo komplette Systemlösungen zur Behandlung von Fehlsichtigkeit (Refraktion), Grauem Star und Grünem Star (Glaukom) angeboten werden. In der Neurochirurgie baut und vertreibt das Unternehmen Operationsmikroskope und intraoperative Therapie und verbindet bei der Krebsbehandlung Bestrahlung mit Chirurgie. **Marktkapitalisierung: EUR 942 Mio.**

Draegerwerk – Das Unternehmen betreibt zwei Geschäftsbereiche. Dräger Safety (1/3 vom EBIT) bietet seinen Kunden ganzheitliche Gefahrenmanagementlösungen insbesondere für den Personen- und Anlagenschutz. Der Bereich Medizintechnik (2/3 vom EBIT) umfasst Anästhesiearbeitsplätze, Beatmungsgeräte für Intensivmedizin und häusliche Pflege, Intensiv- und Transportbeatmung, Patientenmonitoring, IT-Lösungen und Gasmanagementsystems. **Marktkapitalisierung: EUR 325 Mio.**

Guerbet – Das Unternehmen ist ein Spezialist für Kontrastmittel mit 10 Produkten für die medizinische Bildgebung (Radiologie), 4 für die Kernspintomographie und 4 für die Nuklearmedizin. Zudem vertreibt das Unternehmen die gesamte Palette an Injektionslösungen und verwandten medizinischen Einwegartikeln. **Marktkapitalisierung: EUR 264 Mio.**

IBA – Das Unternehmen ist ein Spezialist für Radiopharmazie und Kontrastmittel für die Radiotherapie. Das Tätigkeitsfeld umfasst die Bereiche molekulare Bildgebung, Partikeltherapie, Wirkstoffforschung und Sterilisationslösungen. **Marktkapitalisierung: EUR 205 Mio.**

Pulsion – Das Unternehmen liefert Geräte für das Patientenmonitoring, im Wesentlichen für Herzfunktionen. Darüber hinaus liefert das Unternehmen beim Patientenmonitoring verwendete Einwegartikel. **Marktkapitalisierung: EUR 28 Mio.**

Sartorius – Das Unternehmen liefert eine breite Palette an Einwegartikeln für die Herstellung von biotechnologischen Medikamenten, im Wesentlichen Filtergeräte. Im Bereich Mechatronik beschäftigt sich das Unternehmen zudem mit der Herstellung von industriellen Messgeräten. **Marktkapitalisierung: EUR 377 Mio.**

Stratec Biomedical Systems – Das Unternehmen entwickelt und produziert auf Basis seiner eigenen patentierten Technologien vollautomatische Analyzesysteme für seine Partner in den Bereichen klinische Diagnostik und Biotechnologie. Zu den Kunden gehören überwiegend globale Unternehmen aus dem Bereich der In-Vitro Diagnostik. Diese Unternehmen vermarkten die Systeme von STRATEC im Allgemeinen zusammen mit ihren eigenen Reagenzien als Systemlösungen an Labore, Blutbanken und Forschungsinstitute. **Marktkapitalisierung: EUR 300 Mio.**

Varian – Das Unternehmen betreibt zwei Segmente: Wissenschaftliche Geräte und Vakuumtechnik. Über das Segment Wissenschaftliche Geräte werden Analytikinstrumente wie Massenspektrometer, Chromatographie-Instrumente und Produkte zur kernmagnetischen Resonanz angeboten. Das Segment Vakuumtechnik bietet Hochdruck- und Ultrahochdruck-Vakuumpumpen wie Diffusions-, Turbomolekular- und Ionengetterpumpen. **Marktkapitalisierung: EUR 1 Mrd.**

ECKERT+ZIEGLER AG O.N.	EV/Sales 09E (x)	EV/Sales 10E (x)	EV/Sales 11E (x)	EV/EBITDA 09E (x)	EV/EBITDA 10E (x)	EV/EBITDA 11E (x)	EV/EBIT 09E (x)	EV/EBIT 10E (x)	EV/EBIT 11E (x)	PER 09E (x)	PER 10E (x)	PER 11E (x)
CARL-ZEISS MEDITEC AG	1,4	1,4	1,3	9,9	9,4	8,9	12,0	11,4	10,6	18,1	17,3	15,8
PULSION ST O.N.	0,9	0,8	0,7	2,5	1,7	n.a.	5,0	4,2	n.a.	21,8	9,0	6,6
STRATEC BIOMED.SY.EO 1	3,7	2,8	2,5	17,3	12,8	10,9	19,6	14,7	12,3	25,3	18,8	15,5
SARTORIUS AG VZO O.N.	0,3	0,3	0,3	2,9	2,2	2,1	6,0	3,0	2,6	-60,0	20,6	16,0
DRAEGERWERK VZO O.N.	0,2	0,2	0,2	2,8	2,0	1,7	4,2	3,1	2,4	40,0	14,9	11,8
GUERBET	0,8	0,8	0,7	5,4	4,7	4,3	8,5	7,8	7,0	14,4	13,1	11,5
IBA (D)	0,6	0,5	0,5	12,7	5,5	4,8	n.a.	10,3	8,6	-19,6	20,1	17,1
VARIAN INC. - COMMON	1,9	1,8	1,7	13,9	12,2	10,0	17,7	15,8	12,5	25,9	24,4	19,6
ECKERT+ZIEGLER AG O.N.	1,0	1,1	1,0	4,7	5,2	4,8	6,9	7,7	6,9	11,9	14,0	12,7
Median (peer group)	0,9	0,8	0,7	7,6	5,1	4,8	8,5	9,0	8,6	20,0	18,1	15,7
Premium-/discount-in (%)	18%	43%	42%	-39%	2%	-1%	-20%	-14%	-20%	-40%	-23%	-19%

Quelle: Hauck&Aufhäuser, FactSet

Implied FV	EV/EBITDA 09E	EV/EBITDA 10E	EV/EBITDA 11E	EV/EBIT 09E	EV/EBIT 10E	EV/EBIT 11E	PER 09E	PER 10E	PER 11E
Fair EV	141,9	115,3	114,8	124,0	137,7	142,8			
Net debt	-23,8	-9,0	-13,4	-23,8	-9,0	-13,4			
Pensions	5,7	5,9	6,3	5,7	5,9	6,3			
Market Cap	160,0	118,4	121,8	142,1	140,8	149,9			
Nosh	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3			
implied FV	30,4	22,5	23,2	27,0	26,8	28,5	39,2	30,5	29,0

Quelle: Hauck&Aufhäuser, FactSet

Thema

Mit dem Pflichtübernahmeangebot für International Brachytherapy S.A. ("IBt") ist die Unsicherheit beseitigt und das Management kann sich wieder auf das Wesentliche konzentrieren.

Im Februar 2008 gab EUZ die Zustimmung, sein **Strahlungstherapiegeschäft Bebig GmbH im Austausch für Aktien des belgischen börsennotierten Implantatespezialisten IBt einzubringen**. Die neu geschaffene juristische Person IBt Bebig ist der unumstrittene europäische Marktführer im Bereich der permanenten Brachytherapie mit einer führenden Präsenz in Deutschland, Benelux, Frankreich, UK und Irland.

Der Deal war schuldenfrei und bewertete Bebig mit 5,5x EBITDA in 2007 zzgl. Netto Working Capital, für ein EV von EUR 23,4 Mio. über die Ausgabe von 6,75 Mio. IBt Aktien an EUZ zu einem Preis EUR 3,47 je Aktie. Darüber hinaus wurde **EUZ die Kontrolle über IBt mit einem Kapitalanteil von 38,5% zugesprochen**.

Als Teil der Transaktion wurde IBt zudem eine Option zum Erwerb **aller Stimmaktien** von den IBt Gründern und damit die potentielle Kontrolle von 52% der Aktien der IBt eingeräumt, sodass EUZ bei einer möglichen Ausübung gezwungen war, ein Pflichtübernahmeangebot zu unterbreiten.

Nach einem anstrengenden Jahr mit den belgischen Gerichtshöfen und Börsenaufsichtsbehörden musste EUZ **Anfang 2010 ein Pflichtübernahmeangebot für den Free Float von IBt abgeben**, der aus 10,96 Mio. Aktien zu einem Kurs von EUR 3,64 bestand. Dementsprechend hat das Unternehmen eine Rückstellung in Höhe von EUR 7 Mio. zur Abdeckung von Prozessrisiken in den Abschlüssen von 2009 aufgelöst.

Das Pflichtübernahmeangebot ist am 17. März ausgelaufen. Als Folge daraus wurde ein Angebot für etwa 6 Mio. Aktien für einen **Finanzaufwand von ca. EUR 22 Mio.** gemacht.

Unser Modell reflektiert die Transaktion einschließlich der **Stornierung von Minderheitsanteilen von ca. EUR 1 Mio. in den Büchern**.

Unsere Berechnungen zeigen, dass **EUZ tatsächlich ein hohes EBIT 2009 von 17x gezahlt hat**. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass die Margen durch anhaltend hohe F&E Kosten gedrückt werden. Das **EV/EBIT 12 würde zu einem faireren Wert von 12.5x führen** und einen großzügigen strategischen Kontrollaufschlag aufweisen.

Die nächste Akquisition & Wiedereintritt in den US-Markt: Core Oncology

Im Dezember 2009 investierte IBt Bebig in ein nachrangiges Darlehen in Höhe von EUR 2 Mio. mit einer Laufzeit vor Ende 2010 in **Core Oncology**, ein Privatunternehmen mit Sitz in Kalifornien.

Mit einem geschätzten Umsatz von EUR 40 Mio. ist Core Oncology die Nr. 4 in den USA für permanente Brachytherapie-Implantate, die für die Behandlung von Prostatakrebs verwendet werden.

Die Seeds von Core Oncology basieren auf Iodine-125 und Palladium-103. Zudem produziert und vertreibt das Unternehmen weltweit Brachytherapie-Lösungen für die Behandlung von Krebs im Frühstadium.

Core Oncology verfügt bereits über ein signifikantes Vertriebsnetzwerk sowie eine Produktionsanlage für I-125 und Palladium Seeds in Oklahoma.

Nach unserem Verständnis dürfte eine Akquisition von Core Oncology, die mit USD 25 Mio. (EUR 19 Mio.) bewertet wird, mit IBt Aktien beglichen werden.

Der US-Markt ist der mit Abstand größte Markt für Prostata-Seed-Implantate mit EUR 32 Mio. pro Jahr. **Durch einen Zusammenschluss von IBt, Core Oncology und EUZ würde die Nr. 3 am Markt entstehen und damit den aktuell vorherrschenden Preisdruck signifikant mindern.**

Die nachfolgende Pro Forma-Analyse zeigt, dass ein Deal, trotz der durch die Deal-Struktur auf IBt Niveau entstandenen Minderheitsanteile, unseren geschätzten fairen Wert auf Basis 2011 um 6,2% erhöhen würde. In den Anfangsjahren würden die Produktionssynergien durch die Schließung der Produktionsanlagen für Iodine 125 bei Core Oncology gehoben werden, die unserem Verständnis nach recht ineffizient sein sollen.

Core Oncology Transaktionsüberblick	
USD/EUR Kurs	1.38
IBt ausstehende Aktien (Mio.)	17.8
Annahme Preis pro Aktie (EUR)	3.64
Transaktionswert (EUR Mio.)	18.1
Neue IBt Aktien (Mio.)	5.0
Pro forma IBt ausstehende Aktien IBt (Mio.)	22.8
Pro forma Minderheiten	2.5
EBIT 2011E Core Oncology	1
Geschätzte Synergien (EUR Mio.)	2.0
PF EBIT Therapie 2011E	6.0
PF EBIT 2011E	19.6
PF Fairer Wert pro Aktie EUZ	EUR 32.4
% Aufschlag auf Fair Value 2011E	6.2%

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Deutliches Wachstumspotenzial bei Umweltdienstleistungen, grünes Licht von Politik und Gesetzgebung steht noch aus

Mit der Akquisition von Nuclitec im Januar 2009 hat das Unternehmen mit dem Bereich Umweltdienste ein viertes Segment mit einem Umsatz von rund EUR 5 Mio. in 2009 geschaffen. Der Bereich umfasst Aktivitäten mit **schwach radioaktivem Abfall** aus Medizin, Industrie (z.B. Messungen) und Forschung.

Nuclitec ist eines von vier Unternehmen in Deutschland, das zur Bearbeitung von schwach radioaktivem Atomabfall ermächtigt ist.

EUZ beabsichtigt, eine Summe von EUR 20 Mio. in die Expansion von Lagerkapazitäten auf dem Gelände des Unternehmens in Braunschweig zu investieren, um Volumina aus **deutschen Kernkraftwerken** lagern zu können, sowie *möglicherweise* auch aus der Rückholung von schwachem bis mittelstarkem radioaktiven Abfall, der derzeit im ehemaligen Salzbergwerk **Asse (Niedersachsen)** gelagert wird.

Kurz gesagt: Die Schachanlage Asse stellt derzeit ein enormes Sicherheitsrisiko dar. Die gesamte deutsche Atomindustrie hat seit Jahren Atomabfall unter Ausnutzung einer Gesetzeslücke entsorgt. Genauer gesagt unterlag die Schachanlage nicht den strengen regulierenden Richtlinien der Atomindustrie, sondern fiel unter "Bergbau" Gesetze.

Das heißt: Der Abfall wurde nicht gemäß den Normen aufbereitet und oftmals weder gekennzeichnet, noch in Beton versiegelt. Die Mine steht kurz vor dem Zusammenbruch und den Behörden gelingt es nicht, ein alternatives Gelände für die Umlagerung des Abfalls zu finden.

Nach einer äußerst erhitzten politischen Auseinandersetzung haben sich die Behörden scheinbar für den **Schacht Konrad** entschieden, ebenfalls eine ehemalige Mine bei Salzgitter, die sich innerhalb eines Radius von 20km zur Asse und zu

Nuclitec's Thule Gelände befindet.

Das Bundesamt für Strahlenschutz hat im Januar empfohlen, dass **der gesamte in der Schachanlage Asse gelagerte Atomabfall ab 2014 entweder im Schacht Konrad (schwacher Atomabfall) oder in Gorleben (hochgradiger Atomabfall) gelagert wird.**

Die **Kosten für diese Umlagerung dürften im Bereich von EUR 900 Mio. bis EUR 3,7 Mrd. liegen**, abhängig von der Umsetzbarkeit und der Menge an schwachem gegenüber hochgradig radioaktivem Abfall in der Mine, wobei für letzteren ein anderer Prozess erforderlich ist, für den EUZ keine Lizenz besitzt.

Unserem Verständnis nach kann die Entscheidung noch vor Gericht mit der Stadt Salzgitter and anderen lokalen Interessenvertretern als mögliche Gegenpartei angefochten werden.

EUZ hält über Nuclitec einen geschätzten Marktanteil von 20% für die Aufbereitung von schwach radioaktivem Abfall. Mit einer über 30jährigen Kompetenz bereitet das Unternehmen bereits heute Atomabfall in so genannten Konrad-Containern auf.

Unter der Annahme eines **Mid-Point Szenario von EUR 1,5 Mrd. an den Gesamtkosten für die Rückholung über einen Zeitraum von 4 Jahren** bei einem geschätzten Marktanteil von 15% und einer Marge von etwa 30% könnte das inkrementale EBIT einen Wert von etwa EUR 18 Mio. erreichen. Dafür wäre ein Kapitalaufwand von etwa EUR 20 Mio. erforderlich (Expansion der Lagermöglichkeiten).

Damit könnte der inkrementale Wert je Aktie unter sonst gleichen Bedingungen im Jahr 2016 bei EUR 30 liegen, d.h. EUR 19 je Aktie basierend auf dem aktuellen Wert, was einer annähernden Verdopplung des Aktienkurses entspricht.

Dabei sollte berücksichtigt werden, dass das Bundesamt für Strahlenschutz in seiner Rückholungsempfehlung als Risiko genannt hat, dass die Rückholung überdacht werden sollte, falls die tatsächliche Qualität des Abfalls eine sichere Ausführung verhindert.

Finanzlage

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	54,4	71,6	101,4	105,6	111,9	119,5
Umsatzwachstum	8,1 %	31,5 %	41,6 %	4,1 %	6,0 %	6,8 %
Umsatzkosten	27,6	37,5	50,3	51,2	54,3	58,0
Rohertrag	26,9	34,2	51,1	54,4	57,6	61,6
Vertriebskosten	10,2	15,1	18,4	20,1	20,1	20,9
Allgemeine- und Verwaltungskosten	10,5	14,6	19,1	19,8	20,7	21,8
Forschungs- und Entwicklungskosten	0,3	3,1	2,5	4,2	4,5	4,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	17,2	9,3	3,2	3,4	3,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,5	9,0	5,0	-1,8	-0,9	0,2
Unregelmäßige Effekte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,7	18,7	22,6	22,5	23,9	26,0
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	3,7	9,2	7,1	7,3	7,4	8,0
EBITA	6,0	9,6	15,5	15,2	16,6	18,0
Abschreibung Firmenwert	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Kosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,0	9,6	15,5	15,2	16,6	18,0
Zinsertrag	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4
Zinsaufwand	0,8	1,2	1,3	1,7	1,7	1,7
Sonstiges Finanzergebnis	-0,3	-0,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-1,1	-1,3	-0,3	-1,4	-1,3	-1,3
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,9	8,3	15,2	13,8	15,2	16,8
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,9	8,3	15,2	13,8	15,2	16,8
Steuern	2,8	5,3	-6,7	4,2	4,6	5,0
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	2,2	3,0	21,9	9,7	10,6	11,7
Ergebnis nicht fortgeführter Geschäftseinheiten (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,2	3,0	21,9	9,7	10,6	11,7
Anteile Dritter	0,2	-1,5	8,6	0,8	0,9	0,9
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,9	4,5	13,3	8,9	9,8	10,8
Durchschnittliche Anzahl Aktien	3,1	3,1	3,8	5,3	5,3	5,3
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,62	1,43	3,48	1,70	1,86	2,05

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Umsatzkosten	50,7 %	52,3 %	49,6 %	48,5 %	48,5 %	48,5 %
Rohertrag	49,3 %	47,7 %	50,4 %	51,5 %	51,5 %	51,5 %
Vertriebskosten	18,8 %	21,1 %	18,2 %	19,0 %	18,0 %	17,5 %
Allgemeine- und Verwaltungskosten	19,2 %	20,4 %	18,8 %	18,8 %	18,5 %	18,3 %
Forschungs- und Entwicklungskosten	0,5 %	4,3 %	2,5 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,0 %	24,1 %	9,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9 %	12,5 %	4,9 %	-1,7 %	-0,8 %	0,2 %
Unregelmäßige Effekte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	17,8 %	26,2 %	22,2 %	21,3 %	21,4 %	21,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,9 %	12,8 %	7,0 %	6,9 %	6,6 %	6,7 %
EBITA	11,0 %	13,4 %	15,2 %	14,4 %	14,8 %	15,1 %
Amortisation Firmenwert	0,0 %	0,0 %	4,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Impairment Kosten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	11,0 %	13,4 %	15,2 %	14,4 %	14,8 %	15,1 %
Zinsertrag	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwand	1,5 %	1,7 %	1,3 %	1,7 %	1,6 %	1,4 %
Sonstiges Finanzergebnis	-0,5 %	-0,2 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-1,9 %	-1,8 %	-0,3 %	-1,3 %	-1,2 %	-1,1 %
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,0 %	11,6 %	14,9 %	13,1 %	13,6 %	14,0 %
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	9,0 %	11,6 %	14,9 %	13,1 %	13,6 %	14,0 %
Steuerquote	56,3 %	63,4 %	-44,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	3,9 %	4,2 %	21,6 %	9,2 %	9,5 %	9,8 %
Ergebnis nicht fortgeführter Geschäftseinheiten (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	3,9 %	4,2 %	21,6 %	9,2 %	9,5 %	9,8 %
Anteile Dritter	0,4 %	-2,0 %	8,5 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	3,6 %	6,3 %	13,1 %	8,4 %	8,8 %	9,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Immaterielle Vermögensgegenstände	18,2	38,7	42,1	55,3	55,3	55,3
Sachanlagen	17,7	23,8	27,3	29,0	30,6	30,6
Finanzanlagen	1,7	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
ANLAGEVERMÖGEN	37,7	63,9	71,1	86,0	87,6	87,6
Vorräte	7,7	8,6	12,6	13,2	14,0	14,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,5	14,0	16,2	16,9	17,9	19,1
Sonstige kurzfristige Vermögensgegenstände	2,2	3,5	6,2	6,5	6,9	7,4
Liquide Mittel	5,4	7,6	43,9	36,4	40,4	47,1
Latente Steuern	3,1	1,2	11,8	12,3	13,0	13,9
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UMLAUFVERMÖGEN	29,9	34,9	90,8	85,2	92,2	102,4
BILANZSUMME	67,6	98,8	161,9	171,2	179,8	190,0
EIGENKAPITAL	36,1	40,9	76,4	88,6	96,5	105,6
Anteile Dritter	0,4	2,0	10,3	1,0	1,9	2,8
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	3,9	10,8	14,3	21,6	21,6	21,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,4	5,7	5,9	6,3	6,7
Sonstige Rückstellungen	3,7	16,5	18,3	18,3	18,3	18,3
Langfristige Verbindlichkeiten	7,7	27,7	38,2	45,8	46,1	46,6
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	8,3	7,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,9	4,3	4,4	4,5	4,8	5,1
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,3	1,0	8,0	6,0	4,0	2,0
Sonstige Verbindlichkeiten	7,4	12,3	14,4	15,0	15,9	17,0
Latente Steuern	1,3	1,1	2,6	2,7	2,8	3,0
Rechnungsabgrenzungsposten	2,3	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	23,4	28,3	37,0	35,9	35,3	35,0
BILANZSUMME	67,6	98,8	161,9	171,2	179,8	190,0

Bilanz (In % vom Umsatz)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,0 %	39,2 %	26,0 %	32,3 %	30,7 %	29,1 %
Sachanlagen	26,3 %	24,1 %	16,8 %	16,9 %	17,0 %	16,1 %
Finanzanlagen	2,6 %	1,4 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	0,9 %
ANLAGEVERMÖGEN	55,8 %	64,7 %	43,9 %	50,2 %	48,7 %	46,1 %
Vorräte	11,4 %	8,7 %	7,8 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,0 %	14,2 %	10,0 %	9,9 %	9,9 %	10,1 %
Sonstige kurzfristige Vermögensgegenstände	3,3 %	3,5 %	3,9 %	3,8 %	3,8 %	3,9 %
Liquide Mittel	8,0 %	7,7 %	27,1 %	21,2 %	22,5 %	24,8 %
Latente Steuern	4,6 %	1,2 %	7,3 %	7,2 %	7,2 %	7,3 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
UMLAUFVERMÖGEN	44,2 %	35,3 %	56,1 %	49,8 %	51,3 %	53,9 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	53,5 %	41,4 %	47,2 %	51,7 %	53,7 %	55,6 %
Anteile Dritter	0,5 %	2,0 %	6,3 %	0,6 %	1,0 %	1,5 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	5,8 %	10,9 %	8,8 %	12,6 %	12,0 %	11,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1 %	0,4 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Sonstige Rückstellungen	5,4 %	16,7 %	11,3 %	10,7 %	10,2 %	9,6 %
Langfristige Verbindlichkeiten	11,4 %	28,0 %	23,6 %	26,7 %	25,7 %	24,5 %
Kurzfristige Bankschulden	12,2 %	7,8 %	3,6 %	3,4 %	3,2 %	3,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,7 %	4,3 %	2,7 %	2,6 %	2,7 %	2,7 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,4 %	1,0 %	4,9 %	3,5 %	2,2 %	1,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10,9 %	12,5 %	8,9 %	8,8 %	8,8 %	8,9 %
Latente Steuern	2,0 %	1,2 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Rechnungsabgrenzungsposten	3,4 %	1,8 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	34,7 %	28,6 %	22,9 %	20,9 %	19,6 %	18,4 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	2,2	3,0	15,7	9,7	10,6	11,7
Abschreibung Anlagevermögen	3,7	9,2	7,0	7,3	7,4	8,0
Abschreibung Firmenwert	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	1,9	-5,0	-0,8	0,2	0,4	0,4
Operativer Kapitalfluss vor Änderungen im Working Capital	7,8	7,1	26,3	17,2	18,4	20,2
Veränderung Vorräte	-2,1	-0,8	-4,1	-0,6	-0,8	-1,0
Veränderung Forderungen aus LuL	0,1	-2,5	-2,2	-0,7	-1,0	-1,2
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	0,1	0,4	0,1	0,1	0,3	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Positionen	0,6	4,4	6,3	-1,7	-1,5	-1,4
Veränderung Working Capital	-1,2	1,5	0,2	-2,8	-3,0	-3,2
Kapitalfluss aus operativer Tätigkeit	6,6	8,6	26,5	14,4	15,4	16,9
Investitionen	4,2	6,0	5,7	9,0	9,0	8,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,7	0,2	5,3	22,2	0,0	0,0
Finanzanlageinvestitionen	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,2	0,2	1,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalfluss aus Investitionstätigkeit	-4,7	-5,5	-9,7	-31,2	-9,0	-8,0
Kapitalfluss vor Finanzierungsmaßnahmen	1,9	3,1	16,8	-16,8	6,4	2,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,2	0,6	1,9	7,3	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	24,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,8	0,8	0,6	2,3	2,3	2,3
Sonstiges	-0,3	-0,1	-1,6	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalfluss aus Finanzierungstätigkeit	-2,2	-0,3	24,0	5,0	-2,3	-2,3
Veränderung liquide Mittel	-0,1	2,9	40,5	-11,8	4,1	n/a
Endbestand liquide Mittel	5,4	7,6	48,1	36,4	40,4	47,1

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Deutschland	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderung	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Europa	30,8	43,9	61,9	64,4	68,2	72,9
Änderung	18,0 %	42,5 %	40,9 %	4,1 %	6,0 %	6,8 %
NAFTA	19,0	20,3	27,4	29,6	32,4	35,9
Änderung	3,3 %	6,8 %	34,9 %	8,0 %	9,7 %	10,5 %
Asien	2,6	6,2	10,1	10,6	10,1	9,6
Änderung	-7,1 %	138,5 %	63,5 %	4,1 %	-4,6 %	-5,0 %
Rest der Welt	2,0	1,2	2,0	1,1	1,1	1,2
Änderung	-35,5 %	-40,0 %	69,0 %	-47,9 %	6,0 %	6,8 %
TTL	54,4	71,6	101,4	105,6	111,9	119,5
Änderung	7,9 %	31,6 %	41,6 %	4,1 %	6,0 %	6,8 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
GuV Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	8,1 %	31,5 %	41,6 %	4,1 %	6,0 %	6,8 %
EBITDA Wachstum	-7,4 %	93,1 %	20,4 %	-0,2 %	6,3 %	8,8 %
EBIT Wachstum	1,6 %	60,6 %	61,3 %	-1,6 %	8,7 %	8,9 %
EPS Wachstum	-12,6 %	131,0 %	143,0 %	-51,3 %	9,8 %	10,3 %
Effizienz						
Operative Kosten / Umsatz	38,4 %	34,3 %	35,2 %	37,1 %	36,7 %	36,4 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	174,5	181,3	202,8	199,2	207,2	217,3
EBITDA pro Mitarbeiter	31,1	47,4	45,1	42,5	44,3	47,3
Bilanzanalyse						
Durchschnittliches Working Capital / Umsatz	25,6 %	22,5 %	16,6 %	17,0 %	19,1 %	20,9 %
Vorratumschlag	7,1	8,4	8,0	8,0	8,0	8,0
Zahlungsziele Forderungen (Tage)	76,8	71,3	58,3	58,3	58,3	58,3
Zahlungsziele Verbindlichkeiten (Tage)	51,4	41,8	32,1	32,1	32,1	32,1
Geldumschlag (Tage)	127,5	112,9	117,9	120,3	120,3	120,3
Kapitalanalyse						
Free cash flow	2,5	2,6	20,8	5,4	6,4	8,9
Free cash flow/Umsatz	4,5 %	3,6 %	20,5 %	5,1 %	5,7 %	7,5 %
FCF / Netto-Ergebnis	126,7 %	57,9 %	156,9 %	60,5 %	65,0 %	82,7 %
FCF Rendite	3,6 %	3,8 %	18,3 %	4,7 %	5,6 %	7,9 %
Investitionen / Abschreibungen	113,8 %	59,7 %	49,8 %	123,5 %	121,9 %	100,0 %
Investitionen / Instandhaltungsinvestitionen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	121,1 %	121,1 %	107,7 %
Investitionen/ Umsatz	7,8 %	7,6 %	5,6 %	8,5 %	8,0 %	6,7 %
Bonitätsanalyse						
Nettoverschuldung	6,8	10,9	-23,8	-9,0	-13,1	-19,7
Nettoverschuldung/EBITDA	0,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoverschuldung / Eigenkapital	0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Zinsdeckung	7,2	7,7	11,6	8,7	9,5	10,8
Dividenden-Ausschüttungsquote	44,5 %	14,1 %	17,4 %	25,9 %	23,6 %	21,4 %
Kapitaleffizienz						
Umschlag des eingesetzten Kapitals	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Operativer Kapitalumschlag	1,7	1,7	2,3	2,2	2,1	2,1
Umschlag des Sachanlagevermögens	3,1	3,0	3,7	3,6	3,7	3,9
Vorratumschlag	7,1	8,4	8,0	8,0	8,0	8,0
Renditen						
ROCE	11,1 %	10,4 %	14,4 %	11,9 %	12,0 %	12,3 %
ROE	5,4 %	11,0 %	17,3 %	10,1 %	10,1 %	10,2 %
Sonstiges						
Zinsaufwand / durchschnittliche Verschuldung	7,3 %	8,1 %	6,9 %	7,3 %	6,3 %	6,1 %
Durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter	312	395	500	530	540	550
Anzahl Aktien	3,1	3,1	3,8	5,3	5,3	5,3
Dividende pro Aktie	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,62	1,43	3,48	1,70	1,86	2,05
Bewertungsverhältnisse						
P/BV	1,9	1,7	1,1	1,3	1,2	1,1
EV/sales	1,4	1,1	0,9	1,0	1,0	0,8
EV/EBITDA	7,8	4,3	4,3	4,9	4,5	3,9
EV/EBITA	12,6	8,3	4,3	7,3	6,5	5,6
EV/EBIT	12,6	8,3	6,4	7,3	6,5	5,6
EV/FCF	30,6	30,7	4,6	20,5	16,8	11,3
Dividendenrendite	1,1 %	1,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

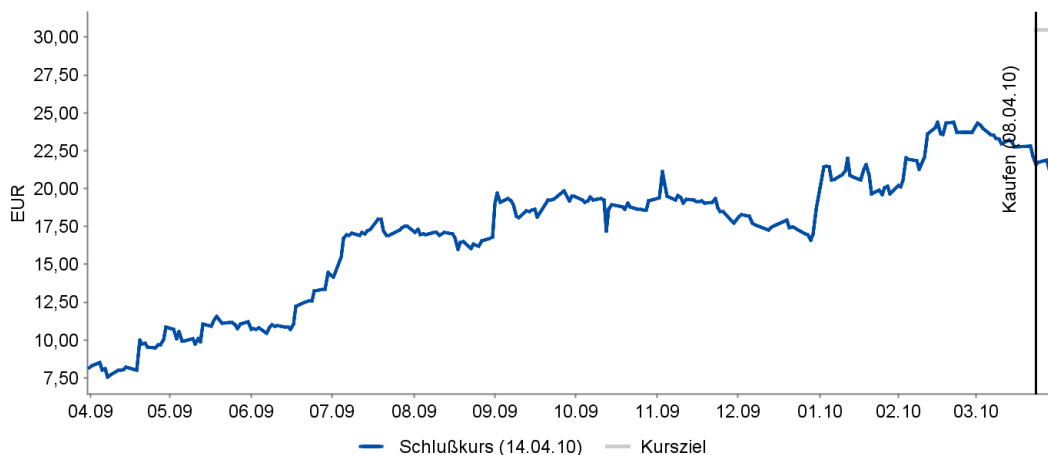
Unternehmen	Disclosure
Eckert & Ziegler Strahlen-und Medizintechnik AG	2, 8

- 1) Hauck & Aufhäuser oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Lead Manager oder Co-Lead Manager für die Begebung von Wertpapieren der Gesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Angebots.
- 2) Hauck & Aufhäuser nimmt für die Gesellschaft die Funktion eines Designated Sponsors wahr.
- 3) In den zwölf Monaten vor Erstellung dieser Analyse hat die Hauck & Aufhäuser und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Leistungen mit der Gesellschaft eine verbindliche Vereinbarung getroffen bzw. von der Gesellschaft eine Vergütung erhalten bzw. ist die Gesellschaft eine Zahlungsverpflichtung eingegangen.
- 4) Hauck & Aufhäuser und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hält per Monatsultimo vor Erstellungsdatum dieser Analyse an den Aktien der Gesellschaft einen Anteil in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- 5) Hauck & Aufhäuser hat Aktien der Gesellschaft im Handelsbestand.
- 6) Hauck & Aufhäuser und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hält per Monatsultimo vor Erstellung dieser Analyse an den Aktien der Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals.
- 7) Hauck & Aufhäuser war innerhalb der fünf Jahre vor Erstellung dieser Analyse Mitglied im Emissionskonsortium, das Aktien der Gesellschaft übernommen hat.
- 8) Die Studie wurde den Unternehmen vor Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden ausschließlich faktische Sachverhalte verändert.

Kurs- und Empfehlungs-Historie Eckert und Ziegler Strahlen-und Medizintechnik AG

Kurs- und Empfehlungs-Historie Eckert & Ziegler AG am 15.04.10

Aufnahme der Coverage
08-April-10



Hauck & Aufhäuser Verteilung der Empfehlungen und Verteilung im Verhältnis zu Investment Banking Dienstleistungen

Buy	80,77 %	75,00 %
Sell	15,38 %	0,00 %
Hold	3,85 %	25,00 %

Bewertungsschlüssel

- KAUFEN:** Nachhaltiges Aufwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.
- VERKAUFEN:** Nachhaltiges Abwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.
- HALTEN:** Begrenztes Aufwärts- bzw. Abwärtspotenzial. Keine unmittelbar offensichtlichen Auslöser .

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin – (Federal Financial Supervisory Authority), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn and Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

Kontakte: Hauck&Aufhäuser Investment Banking

Hauck & Aufhäuser Research

Hauck & Aufhäuser
Institutional Research GmbH
Harvestehuder Weg 48

20149 Hamburg
Germany

Tel.: +49 (0) 40 414 3885 - 70
Fax: +49 (0) 40 414 3885 - 71
Email: info@ha-research.de
www.ha-research.de

Sascha Berresch, CFA Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 85
E-Mail: sascha.berresch@ha-research.de

Tim Wunderlich Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 81
E-Mail: tim.wunderlich@ha-research.de

Marc Osigus, CFA Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 90
E-Mail: marc.osigus@ha-research.de

Bastian Timm Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 82
E-Mail: bastian.timm@ha-research.de

Thomas Wissler Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 80
E-Mail: thomas.wissler@ha-research.de

Marie-Therese Gruebner Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 83
E-Mail: marie-therese.gruebner@ha-research.de

Hauck & Aufhäuser Research Beirat

Dr. Alexander Klemm Senior Advisor

Tel.: +49 (0) 69 50 500 49- 82
E-Mail: alexander.klemm@ha-ib.com

Graeme Davies Senior Advisor

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 72
E-Mail: graeme.davies@ha-research.de

Jeronimo Bremer Senior Advisor

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 73
E-Mail: jeronimo.bremer@ha-research.de

Hauck & Aufhäuser Sales Trading

Hauck & Aufhäuser
Privatbankiers KGaA
Kaiserstraße 24

60311 Frankfurt am Main
Germany

Tel.: +49 (0) 69 2161- 0
Fax: +49 (0) 69 2161- 1340
Email: info@hauck-aufhaeuser.de
www.hauck-aufhaeuser.de

Thomas Seibert Trading

Tel.: +49 (0)69 2161 - 1555
E-Mail: thomas.seibert@hauck-aufhaeuser.de

Oliver Hauer Trading

Tel.: +49 (0) 69 2161 - 1556
E-Mail: oliver.hauer@hauck-aufhaeuser.de

Kirsten Meissner-Lange Trading

Tel.: +49 (0)69 2161 - 1225
E-Mail: kirsten.meissner@hauck-aufhaeuser.lu