

Halten

Medizintechnik

Kurs: 9,20 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:

13. August 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:

29,9 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,097 %

Beta: n.m.

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: GJ 2003

am 29. März 2004

DPS 2003e: -

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

11. November 2003

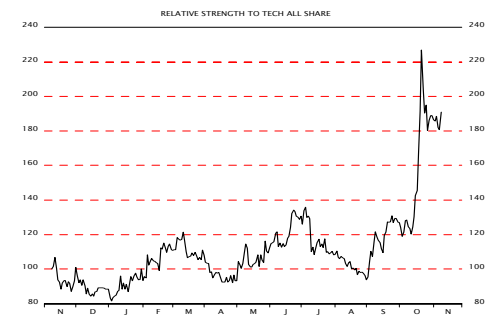
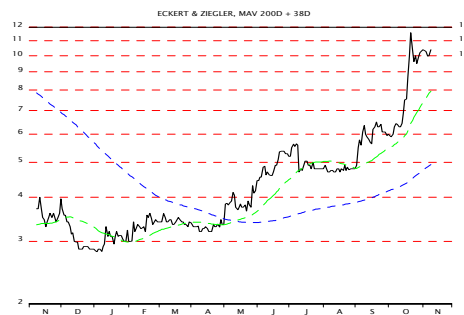
Hohe Vorschußlorbeeren...

Eckert & Ziegler konnte seit unserer letzten Kaufempfehlung ein Kursplus von über 90 % verbuchen. Die Zusage einer Kostenerstattung für die Seed-Implantation im November hat dazu einen wesentlichen Teil beigetragen. Die Kursentwicklung hat dabei aber Entwicklungen im operativen Geschäft vorweg genommen, für die Eckert & Ziegler noch einiges tun muss. Wir stufen die Aktie auf Halten herunter.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2002	0,11	0,11	1,0	4,1	86,4
2003e*	0,23	0,30	1,0	4,7	40,8
2004e	0,39	0,44	0,9	3,8	23,7

Unternehmenszahlen	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBIT-Marge	Nettoergebnis
	Mio. €	Mio. €	Mio. €		Mio. €
2002	31,2	6,3	2,0	6,4 %	0,3
2003e*	31,0	5,5	1,8	5,8 %	0,8
2004e	34,7	6,8	2,8	8,0 %	1,5

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



Stenogramm

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + First Mover im Bereich Brachytherapie in Europa
- + Kooperation mit Theragenics
- + Kostenerstattungszusage für die Seed-Implantation
- SFAS 143 belastet das Ergebnis
- Geringe Erfahrung in der Medikamentenentwicklung
- Hohe Entwicklungsrisiken
- Unseres Erachtens derzeit faire Bewertung

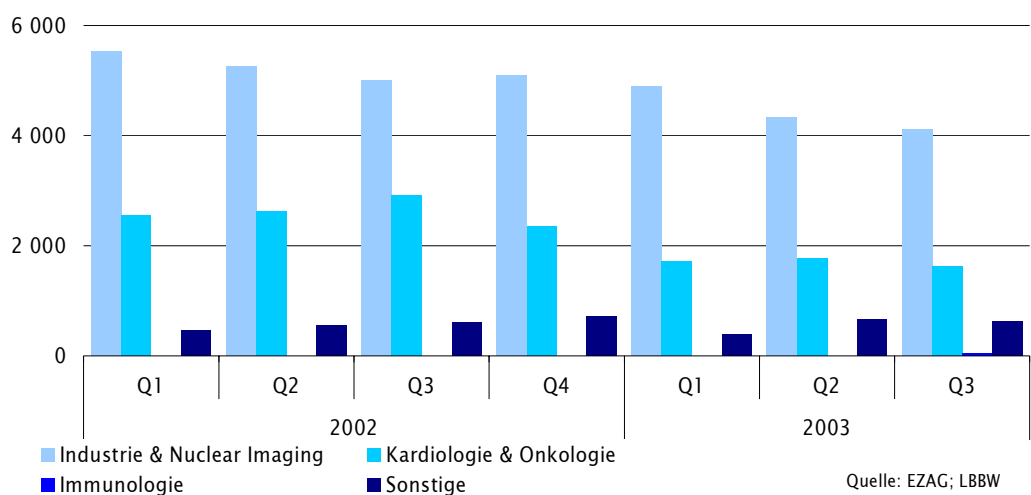
Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie

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).
- Zum Ende des dritten Geschäftsquartals 2003 waren 187 Personen bei dem Berliner Unternehmen beschäftigt. Dazu kommen noch 27 Mitarbeiter in der Biotechnologiebeteiligung NEMOD.

Entwicklung in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2003 (yoy)

- Umsatz ging um 20,4 % auf 18,9 Mio. € zurück.
- EBITDA sinkt um 7,3 % auf 3,5 Mio. €.
- EBIT sinkt um 26,9 % auf 0,8 €.
- Nachsteuerergebnis vor Sondereinflüssen und Minderheiten sinkt um 84,4 % auf 5 000 €.
- EPS sinkt von 0,01 € auf 0,00 € bzw. auf minus 0,70 € nach Sondereinflüssen und Minderheiten.
- EZAG wurde zwar auch von den konjunkturellen Rahmenbedingungen negativ berührt, allerdings geht ein großer Teil der Umsatzeinbußen auf das Konto von Währungseffekten bei der Konsolidierung, da EZAG rund zwei Drittel seiner Umsätze in den USA generiert.
- Ein weiterer Faktor für den Umsatzrückgang ist im weitgehenden Wegfall der Kardiologieumsätze zu sehen, der nach den Erfolgen medikamentenbeschichteter Stents bereits in den Vorquartalen zu beobachten war.
- Im Onkologiebereich fielen durch den Verkauf der Vermarktungsrechte in den USA an Theragenics zwar Umsätze weg, die aber durch entsprechende Zuwächse in Europa ausgeglichen werden konnten. Die Onkologie macht derzeit schon über drei Viertel der Gesamtumsätze des Bereichs Kardiologie & Onkologie aus.

Währungseffekt schlägt zu**Kardiologie fällt weitgehend weg****Onkologie in Europa wächst****Umsatz nach Geschäftsbereichen und Quartalen (Tsd. €)**

Kooperation mit Theragenics**Abschlags- und Meilensteinzahlungen in Höhe von insgesamt rund 6 Mio. €****Nachfrage nach Neugeräten mit Strahlenquellen steigt****Ersatzbedarf****Konkurrenz durch medikamentenbeschichtete Stents****Risikodiskussion um medikamentenbeschichtete Stents****Trotz „adverse events“ noch klare Vorteile gegenüber unbeschichteten Stents****Kostenerstattung für Seed-Implantation in der Klinik ab 2004****Ausblick**

- EZAG gab im Februar 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 bis zur Inbetriebnahme der Produktionslinie. Darüber hinaus erhält die EZAG-Tochter BEBIG Vertriebsrechte an Theragenics-Produkten für Europa.
- Der Kooperationsvertrag ist kurzfristig mit Abschlags- und Meilensteinzahlungen an EZAG verbunden, von denen im laufenden Geschäftsjahr 4 Mio. USD und im kommenden nochmals 2 Mio. USD wirksam werden sollen. Dazu kommen noch Erträge für die Lieferung der Permanentimplantate während des Aufbaus der Produktionslinie.
- Für ein moderates Wachstum der Bereiche Nuclear Imaging und Industrie spricht eine jeweils wachsende Nachfrage nach Neugeräten, die mit Strahlenquellen der EZAG ausgerüstet werden. Innerhalb des Bereichs Nuclear Imaging sind darunter vor allem Positronen-Emissions-Tomographen (PET) zu nennen, und im Bereich Industrie geht es vor allem um sicherheitstechnische Einrichtungen, beispielsweise Detektionsgeräte an Flughäfen. Zu der Nachfrage über die Neugerätstellung kommt noch die Ersatznachfrage nach Strahlenquellen, die je nach Halbwertszeit bereits nach mehreren Monaten ausgetauscht werden müssen.
- Für den Bereich Kardiologie sind wir pessimistisch. Das Geschäft mit radioaktiv beschichteten Koronarstents dürfte mit einer zunehmenden Verbreitung medikamentös beschichteter Stents, für die nach Johnson & Johnson nun auch Boston Scientific eine Zulassung erhalten hat, tendenziell auf Null zurückgehen. Wir rechnen nicht damit, dass EZAG nach dem Ablauf der Mindestabnahmevereinbarungen mit Novoste noch Umsätze in diesem Bereich erwirtschaften kann. Zwar arbeiten EZAG und Novoste an der Therapie von peripheren Gefäßen mit radioaktiv beschichteten Stents; allerdings sehen wir das Risiko, dass die Hersteller medikamentös beschichteter Koronarstents auch in diesen Bereich vorstoßen. Die aktuellen Diskussionen um mögliche Gesundheitsrisiken der medikamentenbeschichteten Stents dürften Novoste und EZAG kaum zu Gute kommen. Die medikamentenbeschichteten Stents sind zwar nach einigen so genannten „adverse events“, d. h. Todesfällen, unter genauerer Beobachtung. Trotz der mit Restenosen (Gefäßwiederverschlüssen) verbundenen Todesfälle sehen Mediziner dennoch klare Vorteile gegenüber unbeschichteten Stents, die deutlich höhere Restenoseraten und damit oft auch eine höhere Anzahl von Todesfälle nach sich ziehen. Dass Novoste und EZAG vor diesem Hintergrund „Morgenluft wittern“, ist einerseits verständlich, aus unserer Sicht ist es jedoch zu früh, einen erneuten Paradigmenwechsel vom medikamentenbeschichteten zum radioaktiv beschichteten Stent zu konstatieren.
- Im Bereich Onkologie sehen wir mittelfristig überdurchschnittliche Wachstumspotenziale. Nachdem bislang nur in Belgien eine Sachkostenerstattung vorlag, wurde die Seed-Brachytherapie in die „Verordnung zum Fallpauschalensystem für Krankenhäuser für das Jahr 2004“ und damit in den Abrechnungskatalog der Krankenkassen aufgenommen.

Kliniken können auf diese Weise die durchschnittliche Verweildauer ihrer Patienten senken

Seeds besonders für den ambulanten Bereich geeignet; hier steht die Kostenerstattung noch aus

Health Technology Assessment...

...Entscheidung wohl erst 2004

Therapieform bislang in Europa noch wenig verbreitet

Früherkennung wird von Männern vernachlässigt

Geringere Nebenwirkungen

- Für EZAG bedeutet das einen ersten Schritt hin zu einer generellen Kostenerstattung im wichtigsten europäischen Markt. Die bisherige Zusage bezieht sich nur auf Krankenhäuser, d. h. stationäre Behandlung. Für die Krankenhäuser bietet sich aber auf diesem Weg eine Möglichkeit, die durchschnittliche Verweildauer ihrer Prostatakrebpatienten zu senken, indem bei Patienten mit Tumoren in frühen Stadien die Seed-Implantation angewendet wird. Nach Aussagen des Unternehmens hat die avisierte Kostenerstattung für das nächste Kalenderjahr bereits deutliches Interesse der Kliniken geweckt. Mit einem darauf basierenden, merklichen Umsatzwachstum rechnen wir aber erst ab dem kommenden Geschäftsjahr, für das dann auch die erwähnte Kostenerstattung vorliegt.
- Die Kostenerstattung für den klinischen Bereich lässt außer Acht, dass es sich bei der Seed-Implantation um eine Therapie handelt, die besonders für den ambulanten Bereich geeignet ist. Im derzeit heftig diskutierten Punktwertekatalog EBM 2000plus ist die Low-Dose-Radiation-(LDR)-Brachytherapie nicht explizit erwähnt. Allerdings sieht der EBM 2000plus im ambulanten Bereich eine Öffnungsklausel vor: Danach kann der Patient eine Kostenerstattung in Höhe des vorgesehenen Punktwertes für die Standardtherapie beantragen, die eigentliche Behandlungsform aber frei wählen. So wäre auch für die LDR-Brachytherapie zumindest eine teilweise Kostenerstattung möglich. Die zusätzlichen Kosten für den Patienten ließen sich dann gegebenenfalls mit den geringeren Nebenwirkungen rechtfertigen.
- Wenn die Gesundheitsreform, die derzeit in Deutschland beschlossen werden soll, auch die angedachte Stärkung ambulanter Eingriffe bringt, könnte das die Brachytherapie stärken, eine geregelte Kostenerstattung ist damit aber noch nicht direkt verbunden. Um diese zu erreichen, läuft derzeit ein Health-Technology-Assessment (HTA)-Verfahren. Die notwendigen Unterlagen wurden von EZAG schon im Juni 2002 eingereicht. Mit einer Entscheidung rechnet das Unternehmen allerdings nicht vor 2004. Die eigentliche Erstattung kann sich dann nochmals um mehrere Monate hinziehen, da die Entscheidung auch noch vom Bundesausschuss der Krankenkassen veröffentlicht werden muss. Für Frankreich gehen wir von einem vergleichbaren Zeitraum bis zu einer geregelten Kostenerstattung aus.
- Im Vergleich zu den USA ist die Methode der Behandlung von Prostatakrebs mit Permanentimplantaten in Europa noch wenig verbreitet, was auch daran liegt, dass die Bereitschaft zu Vorsorgeuntersuchungen bei Männern in Europa deutlich geringer ist als in den USA und dementsprechend Prostataatumore erst später – mitunter eben zu spät für eine Seed-Implantation – erkannt werden. Die Vorteile der Therapie, die vor allem für Prostatakrebs im Frühstadium in Frage kommt, sprechen jedoch unseres Erachtens für zukünftig höhere Behandlungszahlen:
 - Geringeres Inkontinenzrisiko,
 - Geringeres Impotenzrisiko,
 - Schnellere, ambulante Behandlung

**Kostenerstattung
kein alleiniger
Erfolgsfaktor****Öffentlichkeitsar-
beit für Vorsorge
und Therapie****Multiple-Bewertung
macht auf Grund
fehlender Vergleich-
barkeit wenig Sinn****Biotech-Vergleiche
unseres Erachtens
nicht statthaft****Bewertung auf DCF-
Basis führt zu ei-
nem fairen Wert
von 9,36 €****Halten**

- Für EZAG bedeutet der geringe Bekanntheitsgrad der Therapieform, dass das anvisierte Umsatzwachstum nicht allein aus Faktoren wie der Kostenerstattung resultieren kann: Schließlich bringt die Kostenerstattung nichts, wenn die meisten Patienten erst mit Tumoren in die Klinik kommen, die nicht mehr lokal eingrenzbar und damit nicht mehr mit der Brachytherapie behandelbar sind.
- Deshalb hat sich EZAG beispielsweise beim 1. Berliner Männergesundheitstag (www.maennergesundheitsstag-berlin.de) engagiert, um in einem öffentlichen Forum das Bewusstsein für die Notwendigkeit der Prostatakrebsvorsorge zu stärken sowie die Möglichkeit der nebenwirkungsarmen Behandlung durch die Seed-Implantation zu präsentieren.

Empfehlung

- Eine Multiple-Bewertung macht unseres Erachtens derzeit für EZAG wenig Sinn. Für Unternehmen, die vom Geschäftsmodell her vergleichbar wären, wie beispielsweise IBT, liegt kaum verwertbares Zahlenmaterial vor, das eine Multiple-Analyse ermöglichen würde. Große Konkurrenten, wie beispielsweise Amersham, die ebenfalls im Seed-Geschäft tätig sind, können ebenfalls kaum als sinnvoller Vergleich dienen, da die Seeds nur einen sehr kleinen Teil ihres Gesamtgeschäftes ausmachen und ihre Bewertung durch viele andere geschäftliche Aktivitäten beeinflusst wird.
- Der in der Vergangenheit vom Unternehmen erfolgte Hinweis, man könne durch den Einstieg in die Biotechnologie auch mit entsprechenden Spezialisten verglichen werden, halten wir auf Grund des Stadiums, in dem sich die Biotechnologieprojekte der EZAG befinden, für verfrüht.
- Wir haben uns daher bereits in unserer Unternehmensanalyse vom 13. August 2003 wesentlich auf unser DCF-Modell gestützt, das damals einen Wert von 8,76 € als fairen Wert ergab. Eine Überarbeitung des Modells, das neben der – von uns erwarteten – Zusage der Kostenerstattung für den klinischen Bereich und einer leichten Absenkung unserer Umsatzerwartungen für 2003 auch in Betracht zieht, dass EZAG mittlerweile die Verluste der NEMOD wieder verrechnen kann, ergibt derzeit einen fairen Wert von 9,36 €.
- Die Aktie der EZAG hat aus unserer Sicht ihr Kursziel zeitweise überstiegen. Mit der Vorlage der Neunmonatszahlen ist der Kurs aber unter Druck geraten. Sicherlich können Meldungen über eine Kooperation bei der Entwicklung ihrer Biotechnologieprojekte oder eine Kostenerstattungszusage für die Seed-Implantation im ambulanten Bereich kurzfristig nochmals Phantasie in die Aktie bringen. Diese Ereignisse sind jedoch nicht absehbar. Wir raten daher auf dem derzeit hohen Niveau von Neuengagements ab und stufen die Aktie der EZAG von Kaufen auf Halten herunter.

Gewinn- und Verlustrechnung	2002	2003e	2004e
Mio. €			
Umsatz	31,2	29,9	33,5
Herstellungskosten	-16,0	-16,3	-18,1
Bruttoergebnis	15,3	13,6	15,4
<i>Marge</i>	<i>48,9%</i>	<i>45,5%</i>	<i>46,0%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-3,4	-2,4	-1,3
Allgemeine Verwaltungskosten	-11,3	-10,6	-11,6
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,4	1,1	0,3
EBITDA	6,3	5,4	6,7
<i>Marge</i>	<i>20,0%</i>	<i>17,9%</i>	<i>20,1%</i>
Abschreibungen und Firmenwertabschreibungen	-4,3	-3,7	-4,0
EBIT	2,0	1,7	2,7
<i>Marge</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>8,0%</i>
Finanzergebnis	-1,1	-0,6	-0,3
Ergebnis vor Steuern	0,9	1,1	2,4
<i>Marge</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,5%</i>	<i>7,2%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,6	-0,3	-1,0
Ergebnis nach Steuern	0,3	0,7	1,5
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,3%</i>
Sondereinflüsse	0,0	-2,0	0,0
Minderheiten	0,0	-0,1	-0,2
Nettoergebnis	0,3	-1,4	1,3
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>neg.</i>	<i>4,3%</i>
Gewinn je Aktie (€)	0,11	-0,44	0,39

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 mit ihr verbundene Unternehmen die Gesellschaft am Markt betreuen, und Aktien der Gesellschaft im Handelsbestand haben. Stichtag für diese Angaben ist der 31. Oktober 2003.

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.