

Kaufen

Kursziel: 18,00 €

Kurs: 9,75 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
09.11.2004

S&P-Rating: n.r.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:
3,25 Mio.

Marktkapitalisierung:
31,7 Mio. €

Index: Techn. All Share

Indexgewicht: 0,09 %

Beta: 1,6

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: GJ 2004
am 30.03.2005

Dividende 2004e: -

ISIN DE0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger
Tel. +49 - (0)7 11 - 1 27 - 40 29
alexander.burger@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Eckert & Ziegler

02.02.2005

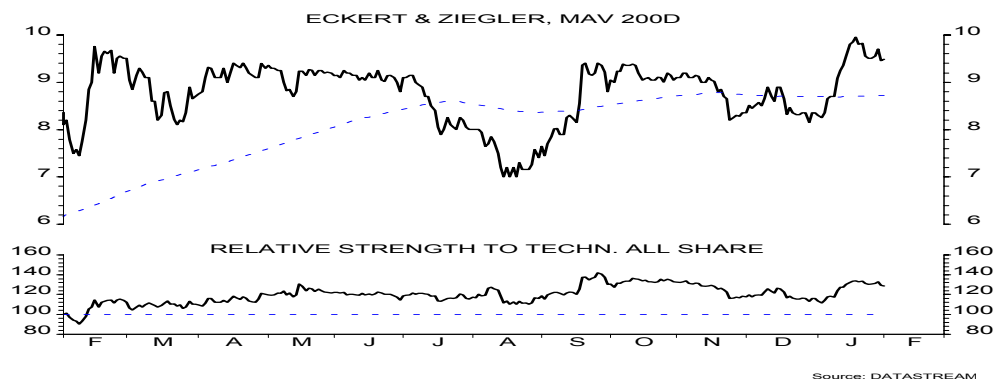
Überraschend positive Gewinnentwicklung in 2004

Eckert & Ziegler hat heute Vorabzahlen zum Geschäftsjahr 2004 bekannt gegeben. Der Umsatz lag demnach zwar leicht unter unseren Erwartungen, der Gewinn konnte jedoch deutlich stärker als von uns prognostiziert gesteigert werden. Wir haben vor diesem Hintergrund unsere Schätzungen und unsere Bewertung der Aktie umfassend angepasst und empfehlen weiterhin, die Aktie der Eckert & Ziegler zu kaufen.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2003*	0,25	0,25	1,0	4,8	35,1
2004*	0,66	0,20	0,9	4,1	14,7
2005e	0,54	0,48	0,8	3,6	17,9
2006e	0,71	-	0,7	3,1	13,8

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2003*	29,2	5,9	2,2	7,5 %	0,8
2004*	34,5	6,8	3,2	9,2 %	2,0
2005e	40,7	7,9	4,1	10,0 %	1,8
2006e	47,0	8,9	4,9	10,5 %	2,3

* ohne Sondereinflüsse und "changes of accounting principles"



Stenogramm

- ++ Höher als erwartetes Gewinnwachstum**
- Eher schwaches Wachstum in industriellen Anwendungen**
- + Weltweit bekannter Isotopenspezialist
- Ambulante Kostenerstattung der Brachytherapie z.T. unregelmäßig
- + Weiter hohes Wachstumspotenzial für die Brachytherapie in Europa
- Unsichere Gewinnprognose des Unternehmens

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

Isotopenspezialist**Keine Multiplikator-
bewertung****Unternehmensprofil**

- Eckert & Ziegler (EZAG) ist ein Isotopenhersteller mit Sitz in Berlin. Die Produkte des Unternehmens finden im industriellen und im medizinischen Bereich Anwendung, beispielsweise als Strahlenquellen für Detektionsgeräte, aber auch als therapeutische Produkte in der Krebsbehandlung (so genannte Seeds).

Bewertung**Multiplikatorbewertung**

- Wir nehmen für EZAG keine Multiplikatorbewertung vor. Möglicherweise vergleichbare Unternehmen wie IBT oder Theragenics machen entweder nach wie vor Verluste oder es sind keine Daten für einen Multiplikatorvergleich verfügbar.

Discounted Cashflow Methode

- Unser DCF-Modell geht von folgenden Grundannahmen aus:

Kalkulationsgrundlagen		Werttreiber (Phase II; % vom Umsatz)	
Zielstruktur Eigenkapital	60,0 %	Umsatzwachstum	7,0 %
Zielstruktur Fremdkapital	40,0 %	EBIT-Marge	10,0 %
Risikofreier Zins	3,6 %	Steuerquote	40,0 %
Risikoprämie	6,1 %	Rückstellungsquote	11,0 %
Beta	1,6	Abschreibungsquote	7,0 %
Unternehmensaufschlag	2,5 %	Investitionsquote	7,0 %
WACC	9,5 %	Working Capital-Quote	25,0 %
		Nachhaltiges Wachstum	1,0 %

Quelle: LBBW

- Auf der Grundlage einer fünfjährigen Detail- und einer fünfjährigen auf Wachstumstreiber gestützten Planung stellt sich die DCF-Kalkulation wie folgt dar:

DCF-Modell (T€)	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	40 700	47 009	51 709	55 329	59 202	63 346	67 780	72 525	77 602	83 034
EBIT	4 070	4 936	5 429	5 810	6 216	6 335	6 778	7 253	7 760	8 303
EBIT-Marge	10,0 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
- EE-Steuern	1 890	2 237	2 386	2 403	2 578	2 534	2 711	2 901	3 104	3 321
EE-Steuerquote	-50,0 %	-48,0 %	-46,0 %	-43,0 %	-43,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %
Minderheiten	- 120	- 132	- 145	- 160	- 176	- 190	- 203	- 218	- 233	- 249
Minderheitenquote	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %
+ Abschreibungen	-3 780	-3 969	-4 167	-4 376	-4 595	-4 434	-4 745	-5 077	-5 432	-5 812
Abschreibungsquote	-9,3 %	-8,4 %	-8,1 %	-7,9 %	-7,8 %	-7,0 %	-7,0 %	-7,0 %	-7,0 %	-7,0 %
Rückstellungen	4 730	5 203	5 723	6 296	6 925	6 968	7 456	7 978	8 536	9 134
Rückstellungsquote	11,6 %	11,1 %	11,1 %	11,4 %	11,7 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
+Veränderung Rückstellungen	430	473	520	572	630	43	488	522	558	598
= Operativer Cashflow	6 270	7 008	7 585	8 195	8 686	8 088	9 096	9 733	10 414	11 143
- Investitionen in SA	2 875	3 306	3 637	4 001	4 401	4 434	4 745	5 077	5 432	5 812
Investitionsquote	7,1 %	7,0 %	7,0 %	7,2 %	7,4 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Working Capital	10 930	11 681	12 483	13 551	14 726	15 837	16 945	18 131	19 400	20 758
Working Capital-Quote	26,9 %	24,8 %	24,1 %	24,5 %	24,9 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
- Erhöhung Working Capital	930	751	802	1 068	1 175	1 110	1 109	1 186	1 269	1 358
=Free Cashflow	2 465	2 951	3 147	3 126	3 111	2 543	3 243	3 470	3 713	3 972

Quelle: LBBW

Fairer Wert je Aktie:
24,16 €

- Diese Planung sowie eine finale Wachstumsrate von 1,0 % führen zu einem Unternehmenswert von 72,1 Mio. € bzw. 24,16 €. Wir unterziehen diesen Wert einer Sensitivitätsanalyse, die zu folgendem Ergebnis führt:

Sensitivitätsanalyse								
Wert des Eigenkapitals (Mio. €)				Wert des Eigenkapitals je Aktie (€)				
	Diskontierungszins				Diskontierungszins			
Wachstum	8,5 %	9,5 %	10,5 %	Wachstum	8,5 %	9,5 %	10,5 %	
0,0 %	72,8	67,4	63,0	0,0 %	24,41	22,61	21,12	
1,0 %	78,7	72,1	66,7	1,0 %	26,37	24,16	22,37	
2,0 %	86,3	77,9	71,4	2,0 %	28,94	26,12	23,92	

Quelle: LBBW

Kommentar

Umsatz unter unseren Erwartungen

Therapie läuft sehr gut

Therapiebereich mit höheren Margen

Entkonsolidierungsertrag

Abgerechneter OEM-Vertrag und Earn-out-Zahlungen

- Die Umsatzentwicklung für 2004 lag nach den vorläufigen Angaben für das Geschäftsjahr 2004 bei einem Plus von etwa 18 % auf 35 Mio. €. Wir hatten ein höheres Wachstum auf knapp 36 Mio. € erwartet.
- Allerdings hat sich bei den Segmenten vor allem im Bereich Therapie, zu dem neben der eigentlichen Brachytherapie auch die akquirierten Afterloader gehören, sehr positiv entwickelt. Nach Aussagen des Unternehmens stieg der Segmentumsatz hier von 10,8 Mio. € auf 16,2 Mio. €.
- Der Therapiebereich ist von höheren Margen geprägt, was zumindest teilweise eine deutlich positive Überraschung auf der Ergebnisebene erklärt. Allerdings ist zu beachten, dass das Ergebnis je Aktie von 1,05 € einen nicht-cashwirksamen Anteil von ca. 0,39 € enthält, der auf die Entkonsolidierung des Engagements bei der NEMOD zurückzuführen ist. Aber selbst ein Ergebnis je Aktie ohne diesen Sonderertrag von 0,66 € liegt deutlich über unseren Erwartungen von 0,20 €.
- Neben den höheren Margen im Therapiebereich hat zudem ein noch im vierten Quartal 2004 abgerechneter OEM-Auftrag sowie Zahlungen aus Earn-out-Vereinbarungen, die bei der Akquisition von MMI geschlossen wurden, den Gewinn gestützt.

Bisher nur sehr ungenaue Umsatz- und Ergebnisprognose seitens des Unternehmens

Deutliches Kurspotenzial

Fairer Wert von 24 € dürfte im Empfehlungszeitraum nicht erreichbar sein

Kursziel bei 18 €

Kaufen

Ausblick

- Die bisherigen Äußerungen der EZAG zu 2005 fallen dürftig aus. Der Umsatzanstieg soll im zweistelligen Prozentbereich bleiben, was allein schon nicht allzu exakt ist. Für den Gewinn je Aktie hat EZAG ein Prognoseband zwischen 0,50 € und 0,80 € angegeben, was bei einer Aktienzahl von 3,25 Mio. Stück einen Spielraum von rund einer Million € lässt.
- Wir bewegen uns mit unseren leicht angepassten Prognosen am konservativen Ende der Unternehmens-Guidance.

Empfehlung

- Wir haben bereits in unserer Unternehmensanalyse vom 09.11.2004 auf das unseres Erachtens deutliche Kurspotenzial der EZAG hingewiesen, wobei wir zum damaligen Zeitpunkt von deutlich konservativeren Prognosen als heute ausgegangen sind.
- Die Anpassungen unserer Schätzungen führen zu einem fairen Wert je Aktie nach DCF von über 24 €. Wir gehen nicht davon aus, dass dieser faire Wert innerhalb unseres Empfehlungszeitraumes erreichbar sein wird. Dagegen spricht einerseits die große Bandbreite der Unternehmensprognose, die – auch wenn wir uns am konservativen Ende bewegen – für den Investor Planungsunsicherheit bedeutet. Andererseits wäre EZAG auch bei ihrem fairen Wert für viele institutionelle Investoren zu klein, um Investments eingehen zu können, und für andere Investoren ist der Markt oftmals einfach zu eng.
- Wir halten vor diesem Hintergrund einen Abschlag von 25 % auf den fairen Wert zur Ermittlung eines Kurszieles für angebracht und setzen unser Kursziel auf 18,00 €. Unsere Empfehlung, die Aktie der EZAG zu kaufen, bleibt bestehen.

Gewinn- und Verlustrechnung	2002	2003	2004e	2005e	2006e
Mio. €					
Umsatz	31,2	29,2	34,5	40,7	47,0
Herstellungskosten	-16,0	-15,7	-18,1	-21,6	-25,4
Bruttoergebnis	15,3	13,5	16,4	19,1	21,6
<i>Marge</i>	<i>48,9%</i>	<i>46,1%</i>	<i>47,5%</i>	<i>47,0%</i>	<i>46,0%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-3,4	-2,2	-0,8	-1,4	-1,6
Allgemeine Verwaltungskosten	-11,3	-9,3	-12,5	-13,6	-15,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,4	0,2	0,1	0,0	0,0
EBITDA	6,3	5,9	6,8	7,9	8,9
<i>Marge</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,1%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>18,9%</i>
Abschreibungen und Firmenwertabschreibungen	-4,3	-3,7	-3,6	-3,8	-4,0
EBIT	2,0	2,2	3,2	4,1	4,9
<i>Marge</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,5%</i>
Finanzergebnis	-1,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Ergebnis vor Steuern	0,9	1,9	3,0	3,8	4,7
<i>Marge</i>	<i>2,9%</i>	<i>6,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,9%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,6	-1,0	-0,9	-1,9	-2,2
Ergebnis nach Steuern	0,3	0,8	2,1	1,9	2,4
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,2%</i>
Sondereinflüsse	0,0	-2,0	1,2	0,0	0,0
Minderheiten	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	0,3	-1,3	3,2	1,8	2,3
<i>Marge</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>9,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,9%</i>
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)	0,11	0,25	0,66	0,54	0,71
Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€)	0,11	-0,39	1,09	0,58	0,75
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€)	0,11	0,28	0,70	0,58	0,75
Gewinn je Aktie (€)	0,11	-0,42	1,05	0,54	0,71

Quelle: LBBW

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

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

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.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen die Gesellschaft am Markt betreuen, regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.