

**Kaufen**

Medizintechnik

Kurs: 8,95 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:  
18. März 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:  
3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:  
29,1 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,08 %

Beta: n.m.

Rechnungslegung:  
US-GAAP

Kalender: Q1 2004  
am 11. Mai 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**

31. März 2004

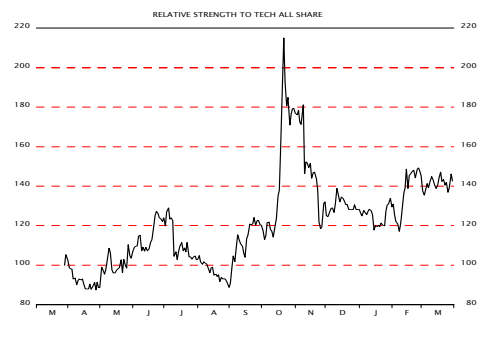
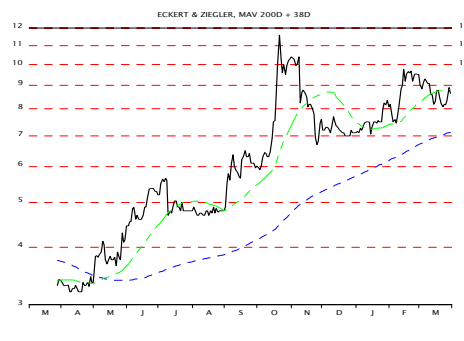
**Große Pläne und Chancen, akzeptable Risiken bleiben**

Eckert & Ziegler hat 2003 ein Jahr hinter sich gebracht, das stark durch die Entwicklung des € zum USD, steuerrechtliche und Rechnungslegungsänderungen beeinflusst war. Der Blick geht nun nach vorne und richtet sich sowohl auf organisches als auch auf Akquisitionswachstum. Für den risikobewussten Investor ergeben sich derzeit trotz der sehr guten Kursentwicklung in 2003 noch Gewinnchancen. Wir erhöhen unser Rating daher auf Kaufen.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2003*	0,28	0,27	0,9	4,0	32,2
2004e	0,40	0,39	0,8	3,8	22,4
2005e	0,55	neu	0,7	3,7	16,3

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2003*	29,2	5,9	2,2	7,5 %	0,8
2004e	35,8	6,2	2,9	8,0 %	1,2
2005e	41,1	6,5	3,5	8,5 %	1,8

\* ohne Sondereinflüsse und "changes of accounting principles"



**Stenogramm**

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + First Mover im Bereich Brachytherapie in Europa
- + Ausbau des Kerngeschäfts durch gezielte Akquisitionen
- + Stationäre Kostenerstattungsversprechen für die Seed-Implantation
- Ambulante Kostenerstattung noch weitgehend unregelt
- Akquisitionen müssen erst noch „verdaut“ werden

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 Geschäftsjahres 2003 waren 197 Personen bei dem Berliner Unternehmen beschäftigt.

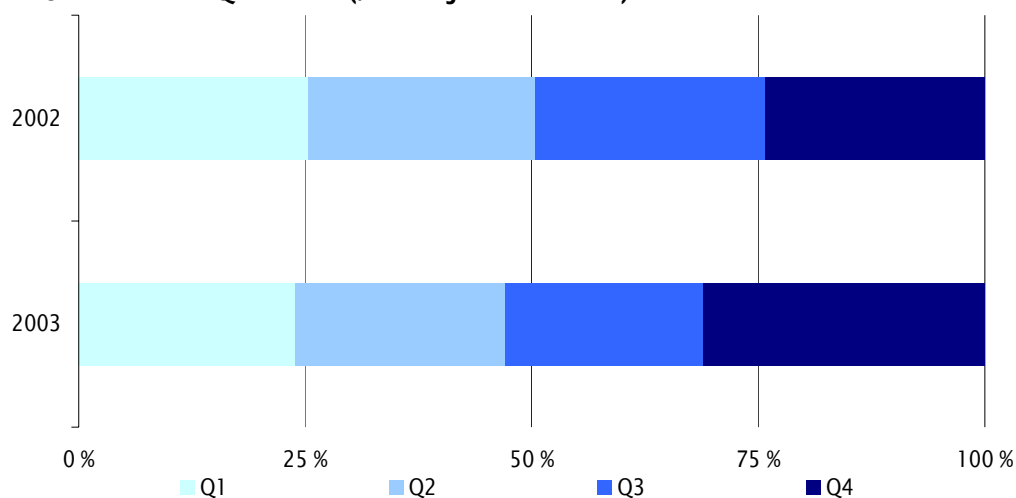
## Entwicklung im Geschäftsjahr 2003

Mio. €	2002	2003
<b>Umsatz</b>	<b>31,2</b>	<b>29,2</b>
y-o-y		-6,5 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>15,3</b>	<b>13,5</b>
y-o-y		-11,9 %
Bruttomarge	48,9 %	46,1 %
<b>EBITDA</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>
y-o-y		-6,0 %
EBITDA-Marge	20,0 %	13,3 %
<b>EBIT</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
y-o-y		10,2 %
EBIT-Marge	6,4 %	0,1 %
<b>Nettoergebnis*</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>
y-o-y		139,6 %
Umsatzrendite*	1,1 %	2,6 %
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,3</b>	<b>- 1,3</b>
y-o-y		-
Umsatzrendite	1,1 %	neg.
<b>Gewinn je Aktie (€)*</b>	<b>0,11</b>	<b>0,28</b>
<b>Gewinn je Aktie (€)</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,42</b>

\*vor Minderheiten und Sondereinflüssen

Quelle: Eckert &amp; Ziegler AG; LBBW

## Umsatz nach Quartalen (% vom Jahresumsatz)



Quelle: EZAG; LBBW

**Währungseffekt schlägt zu****Kardiologie fällt weitgehend weg****Onkologie in Europa wächst****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**

- 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 im vergangenen Jahr noch drei Viertel seiner Umsätze in den USA generierte.
- 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.

**Ausblick**

- EZAG gab im Februar 2003 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 in Höhe von insgesamt rund sechs Mio. € an EZAG verbunden. Dazu kommen noch Erträge für die Lieferung der Permanentimplantate während des Aufbaus der Produktionslinie.
- Bereits Ende 2003 konnte EZAG einen weiteren Anlagenauftrag vermelden und nach Angaben des Managements wird derzeit über weitere Aufträge verhandelt.
- 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

**Trotz „adverse events“ noch klare Vorteile gegenüber unbeschichteten Stents**

**Kostenerstattung für Seed-Implantation in der Klinik ab 2004**

**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 voraussichtlich im Jahresverlauf**

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. Laut Management der EZAG sind für 2004 und 2005 noch Mindestumsätze von jeweils 500 000 € vereinbart.

- Im Bereich Onkologie sehen wir mittelfristig überdurchschnittliche Wachstumspotenziale. Nachdem bislang nur in Belgien eine Sachkostenerstattung vorlag, wurde die Seed-Brachytherapie in Deutschland in die „Verordnung zum Fallpauschalensystem für Krankenhäuser für das Jahr 2004“ und damit in den Abrechnungskatalog der Krankenkassen aufgenommen.
- 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 Prostatakrebspatienten 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 nun frühestens im Oktober 2004, eventuell könnte sich die Entscheidung sogar bis 2005 verschieben.
- Für Frankreich ist das Management der EZAG positiver gestimmt, da die Zusammenarbeit mit dem Institut Curie verlängert wurde. Eine generelle Kostenerstattungszusage konnte EZAG aber bislang noch nicht vermelden.

**Therapieform bislang in Europa noch wenig verbreitet****Früherkennung wird von Männern vernachlässigt****Geringere Nebenwirkungen****Kostenerstattung kein alleiniger Erfolgsfaktor****Öffentlichkeitsarbeit für Vorsorge und Therapie****Die neu akquirierten Produkte ergänzen das Stammgeschäft der EZAG****Immunologie bislang hinter den Erwartungen****Upsidepotenzial, da Zahlungen noch nicht in die Prognosen integriert**

- 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 Prostatatumore 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
- 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 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](http://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.
- Die Akquisitionstrategie der EZAG ergänzt das bisherige Produktportfolio der EZAG im Kernbereich Isotopen: Insbesondere die von Schering (CIS Bio) und HEK erworbenen Afterloader-Sparten (Bestrahlungsgeräte für die Radiotherapie) passen gut in das EZAG-Programm und können mit von EZAG hergestellten Strahlenquellen bestückt werden. Bereiche wie die Patientenfixationssysteme oder Kollimatoren („Maskenschneider“) scheinen auf den ersten Blick wenig Sinn zu machen; solche Systeme sind jedoch notwendig, um bei der Strahlentherapie, die in aller Regel mehrere Sitzungen erfordert, eine gleichmäßige Bestrahlung des geschädigten Gewebes zu gewährleisten. Insofern sind diese Produkte als passende Ergänzung zu den Strahlungsgeräten zu sehen. Zudem ist mit diesen Produkten ein Verbrauchsmaterialien-geschäft verbunden, da die Fixationssysteme und Masken in aller Regel auf den Patienten angepasst werden und nicht für andere Patienten weiter verwendbar sind.
- Der Immunologiebereich konnte die in ihn gesetzten Erwartungen bislang nicht erfüllen. Eine Frühphasenfinanzierung durch ein VC-Unternehmen blieb bislang ebenso aus wie der Produktverkauf bzw. eine Auslizenzierung an einen Pharma- oder Biotechpartner. Vor diesem Hintergrund hat EZAG die Personaldecke deutlich gestrafft und die Investitionen in die Immunologie deutlich herunter gefahren. Derzeit konzentriert sich der Bereich auf die Verwaltung und Vermarktung des bestehenden Produktportfolios. Nach Unternehmensangaben ist aber wohl erst in der zweiten Jahreshälfte mit einer Entscheidung eines potenziellen Entwicklungspartners für einen Medikamentenkandidaten zu rechnen. Entsprechend zu erwartende Upfront- oder Meilensteinzahlungen sowie mögliche Umsatzbeteiligungen haben wir derzeit noch nicht in unsere Prognosen integriert.

**Multiple-Bewertung macht auf Grund fehlender Vergleichbarkeit wenig Sinn**

**Biotech-Vergleiche unseres Erachtens nicht statthaft**

**Bewertung auf DCF-Basis führt zu einem fairen Wert von 10,65 €**

**Kaufen**

## **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 kontinuierliche Überarbeitung des Modells – insbesondere auch vor dem Hintergrund der Stärkung des Stammgeschäfts über Akquisitionen – ergibt derzeit einen fairen Wert von 10,65 €. Hierbei sind eventuelle positive Überraschungen, wie beispielsweise aus der Vermarktung von Immunologieprodukten, noch nicht enthalten.
- Die Aktie der EZAG hat aus unserer Sicht momentan klares Kurspotenzial. Insbesondere im Jahresverlauf mögliche Meldungen über weitere Anlagen-Aufträge, eine möglicherweise positive Entscheidung zur ambulanten Kostenerstattung für die Brachytherapie (in Frankreich oder in Deutschland) und mögliche Erfolge bei der Vermarktung der Immunologieprodukte könnten wieder Phantasie in die Aktie bringen. Diese Ereignisse sind nicht genau terminierbar und auch mit dem Risiko des Nicht-Eintretens verbunden. Für den risikobewussten Investor sehen wir jedoch ein interessantes Chance-Risiko-Profil und erhöhen unser Rating auf Kaufen.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>2003</b>	<b>2004e</b>	<b>2005e</b>
Mio. €			
<b>Umsatz</b>	<b>29,2</b>	<b>35,8</b>	<b>41,1</b>
Herstellungskosten	-15,7	-19,7	-22,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>13,5</b>	<b>16,1</b>	<b>18,9</b>
<i>Marge</i>	<i>46,1%</i>	<i>45,0%</i>	<i>46,0%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-2,2	-2,0	-2,3
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,3	-12,2	-13,2
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,2	0,9	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>
<i>Marge</i>	<i>20,1%</i>	<i>17,3%</i>	<i>15,8%</i>
Abschreibungen und Firmenwertabschreibungen	-3,7	-3,3	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>
<i>Marge</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,5%</i>
Finanzergebnis	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>
<i>Marge</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,7%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,0	-1,2	-1,3
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>
<i>Marge</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,6%</i>
Sondereinflüsse	-2,0	0,0	0,0
Minderheiten	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>
<i>Marge</i>	<i>neg.</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,6%</i>
<b>Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€)</b>	<b>0,28</b>	<b>0,44</b>	<b>0,59</b>
<b>Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€)</b>	<b>-0,39</b>	<b>0,44</b>	<b>0,59</b>
<b>Gewinn je Aktie (€)</b>	<b>-0,42</b>	<b>0,40</b>	<b>0,55</b>

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

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen die Gesellschaft am Markt betreuen, und regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln. Stichtag für diese Angaben ist der 28. Februar 2004.

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.