

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 7,70 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:

16. Juni 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:

25,0 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,08 %

Beta: 1,5

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: Q3 2004 am

09. November 2004

DPS 2004e: -

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

10. August 2004

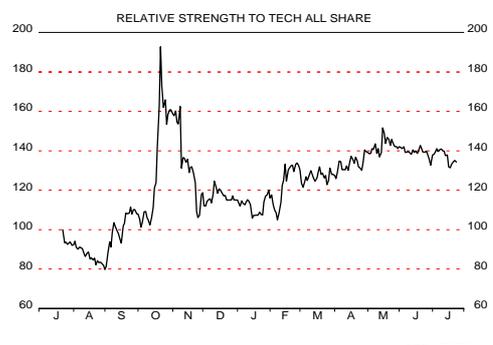
Umsatz über, Ergebnisse unter unseren Erwartungen

Eckert & Ziegler konnte im ersten Halbjahr 2004 überraschend gute Umsatzzahlen vermelden. Zuwächse im Bereich Radioonkologie (Therapie) und aus den Akquisitionen im Gerätebereich stützten das Wachstum. Auf der Ergebnisebene fiel die Verbesserung gegenüber den Vergleichszeiträumen des Vorjahres deutlich, aber unter unseren Erwartungen aus. Die fundamentale Entwicklung, die aktuelle Equity-Story und die Bewertung sprechen aus unserer Sicht weiterhin für ein Engagement in der Aktie der Eckert & Ziegler. Wir bleiben daher bei unserer Empfehlung, die Aktie zu kaufen.

| Aktienkennzahlen | Gewinn je Aktie | | KUV | EV/EBITDA | KGV |
|------------------|-----------------|--------|-----|-----------|------|
| | neu | bisher | | | |
| | € | € | | | |
| 2003* | 0,25 | 0,25 | 0,8 | 3,3 | 27,7 |
| 2004e* | 0,20 | 0,41 | 0,6 | 3,5 | 38,5 |
| 2005e | 0,48 | 0,55 | 0,6 | 2,6 | 15,9 |

| Unternehmenszahlen | Umsatz | EBITDA | EBIT | EBIT-Marge | Nettoergebnis |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|---------------|
| | Mio. € | Mio. € | Mio. € | | Mio. € |
| 2003* | 29,2 | 5,9 | 2,2 | 7,5 % | 0,8 |
| 2004e* | 35,8 | 5,6 | 1,9 | 5,4 % | 0,6 |
| 2005e | 41,1 | 7,6 | 3,7 | 9,0 % | 1,6 |

* ohne Sondereinflüsse und "changes of accounting principles"



Stenogramm

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + Ausbau des Kerngeschäfts durch gezielte Akquisitionen
- + Stationäre Kostenerstattungszusage für die Seed-Implantation
- + Nach wie vor günstige Bewertung
- Ambulante Kostenerstattung noch weitgehend ungeregt
- Akquisitionen müssen 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).

Entwicklung im ersten Halbjahr 2004

| Mio. € | H1 2003 | H1 2004 | Q2 2003 | Q2 2004 |
|-----------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Umsatz | 12,9 | 16,8 | 6,1 | 8,8 |
| y-o-y | | 29,4 % | | 43,7 % |
| Bruttoergebnis | 5,6 | 7,8 | 2,6 | 4,0 |
| y-o-y | | 38,6 % | | 52,4 % |
| Bruttomarge | 43,5 % | 46,5 % | 43,2 % | 45,8 % |
| EBITDA | 2,3 | 2,8 | 1,4 | 1,2 |
| y-o-y | | 23,0 % | | -17,1 % |
| EBITDA-Marge | 17,9 % | 17,0 % | 23,0 % | 13,3 % |
| EBIT | 0,5 | 0,9 | 0,5 | 0,2 |
| y-o-y | | 77,8 % | | -61,3 % |
| EBIT-Marge | 4,1 % | 5,6 % | 8,6 % | 2,3 % |
| Nettoergebnis* | - 0,5 | 0,4 | - 0,7 | 0,0 |
| y-o-y | | - | | -95,4 % |
| Umsatzrendite* | neg. | 2,5 % | neg. | neg. |
| Nettoergebnis | - 1,2 | 0,4 | - 0,6 | 0,0 |
| y-o-y | | - | | -95,4 % |
| Umsatzrendite | neg. | 2,3 % | neg. | neg. |
| Gewinn je Aktie (€)* | -0,15 | 0,13 | -0,20 | -0,01 |
| Gewinn je Aktie (€) | -0,36 | 0,13 | -0,20 | -0,01 |

*vor Minderheiten und Sondereinflüssen

Quelle: Eckert & Ziegler AG; LBBW

Wachstum in der Radioonkologie und bei den Geräten

- Eckert & Ziegler konnte im ersten Halbjahr 2004 vor allem auf Grund starken Wachstums im Bereich Radioonkologie (Therapie) ein deutliches Umsatzplus ausweisen. Aber auch die Gerätesparte, die Eckert & Ziegler durch verschiedene Akquisitionen aufgebaut hat, waren für rund ein Drittel der Zuwächse verantwortlich.

Deutliche Kostenbelastungen

- Die Kostenseite wird hingegen höher belastet als bislang von uns erwartet. Wechselkursbedingte Buchverluste und Umstrukturierungskosten für den immunologischen Bereich drücken die Ergebnisgrößen unter unsere Erwartungen, auch wenn die Verbesserung gegenüber dem Vorjahreszeitraum nach wie vor deutlich ausfällt.

Verfrühter Ausweis eines Entkonsolidierungsertrags

- Eckert & Ziegler hat sich zudem die Freiheit genommen, bereits im Halbjahr den Entkonsolidierungsertrag auszuweisen, der erst Ende des Jahres durch die Entkonsolidierung der NEMOD entsteht. Wir folgen diesem Vorgehen nicht und berücksichtigen den Entkonsolidierungsertrag erst zum Ende des Geschäftsjahres.

Isotopenspezialist**Risikominderung durch Aktivitäten auf verschiedenen Märkten****Kaum Alternativen zu radioaktiven Strahlenquellen****Anwendungsfelder werden größer****NEMOD-Risiko weitgehend erledigt****Nicht cash-wirksamer Entkonsolidierungsertrag****Wechselkurs USD/€ bleibt ein Risiko****Die Anlageidee**

- Eckert & Ziegler ist ein etablierter Isotopenspezialist, der seine Produkte in industrielle und medizinische Anwendungsbereiche verkauft und auch selbst in der Vermarktung von Produkten und Therapien tätig ist, die auf radioaktiver Strahlung basieren.
- Die Aufstellung in mehreren Märkten mindert das Risiko bei einem schlecht laufenden oder sogar ausfallenden Markt erheblich. So war Eckert & Ziegler lange Zeit zusammen mit Novoste in der Entwicklung von Stent-Therapien auf radioaktiver Basis tätig. Dieser Markt brach nach der Einführung sehr erfolgreicher medikamentenbeschichteter Stents fast völlig zusammen. Eckert & Ziegler konnte diesen Einbruch durch organisches und externes Wachstum in anderen Bereichen weitgehend auffangen.
- Radioaktive Strahlenquellen für Messgeräte in industriellen Anwendungen, für Diagnosegeräte und Therapieformen in medizinischen Anwendungen sind unseres Erachtens auf absehbare Zeit nicht oder zumindest nur in geringem Umfang durch alternative Technologien zu ersetzen. In vielen Bereichen, wie beispielsweise der Brachytherapie (Kurzzeitbestrahlung zur Behandlung von Tumoren) in Europa, steht die Marktentwicklung noch am Anfang. Zudem werden die Anwendungsfelder von Diagnoseverfahren, die mit radioaktiven Strahlenquellen arbeiten, zunehmend erweitert. Ein Beispiel hierfür ist die Positronen-Emissionstomographie (PET), die vor einem Durchbruch in der Anerkennung als – in den USA sogar kostenerstattetes – Diagnoseverfahren für neurologische Erkrankungen wie Alzheimer steht.
- Eckert & Ziegler hat sich aus seinem Biotechnologieengagement NEMOD weitestgehend verabschiedet. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf unsere Aktieninformation vom 16. Juni 2004. Das Unternehmen ist aus der Pflicht zur Weiterfinanzierung der klinischen Entwicklung entlassen. Wir sehen das sehr positiv, da der „Referenzantikörper“ von Antisoma mittlerweile in der klinischen Prüfung Schiffbruch erlitten hat. Die Rechte der Entwicklungen liegen weiterhin bei Eckert & Ziegler, so dass noch eine kleine Chance für ein Upside existiert, aber eben keine finanziellen Verpflichtungen mehr zur Weiterentwicklung der Wirkstoffkandidaten.
- Die Entkonsolidierung der NEMOD zum Jahresende bringt einen außerordentlichen Entkonsolidierungsertrag in Höhe von 1,2 Mio. € mit sich, was der Rückbuchung des bei der Erstkonsolidierung übernommenen negativen Eigenkapitals der NEMOD entspricht. Dieser Betrag „schönt“ die GuV, hat aber keine Cash-Wirkung.
- Der Wechselkurs USD/€ bleibt nach wie vor ein sehr wichtiges Problem für Eckert & Ziegler. Bislang wurden bis zu drei Viertel der Umsätze in USD fakturiert, was bei einer Bilanzierung in Euro ein erhebliches Translationsrisiko birgt. Das soll sich zwar durch eine stärkere Fokussierung auf europäische Märkte ändern, dürfte aber einige Zeit dauern und zudem das Risiko nur mindern, aber keinesfalls eliminieren, da die internationalen Aktivitäten des Unternehmens fest etabliert sind. Zudem stellt die Innenfinanzierung (Abschreibungen auf Forderungen gegenüber der Tochter in den USA) bei einem starken Euro ein Problem dar.

Akquisitionswachstum als Chance mit begrenztem Risiko**Kostenerstattung für Brachytherapie nur teilweise gegeben****Halbjahreszahlen haben kein wirkliches Kurspotenzial****Anpassung unserer Prognosen****Peer-Group-Bewertung macht hier wenig Sinn****Unterbewertung nach DCF****Chance aus der „dritten Reihe“****Kaufen**

- Die jüngsten Akquisitionen im Bereich von Applikationsgeräten für die Brachytherapie stellt unseres Erachtens eine klare Chance mit begrenztem Risikopotenzial dar. Eckert & Ziegler will die Produktion und den Vertrieb der Geräte zu straffen und damit wieder deutlich profitabel machen. Zudem ist Brachytherapie in bestimmten Behandlungsbereichen regional (z.B. Behandlung von Prostatakrebs in den USA) oder sogar weltweit (beispielsweise Tumorbehandlung im Halsbereich) etabliert.
- In der Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs in Deutschland konnte Eckert & Ziegler schon im vergangenen Jahr einen Erfolg im Hinblick auf die Kostenerstattung verbuchen, als das Verfahren in den stationären Erstattungskatalog (DRGs) aufgenommen wurde. Ein wesentlicher Vorteil des Verfahrens ist aber, dass es ambulant durchgeführt werden kann, und dafür steht die generelle Kostenerstattung bislang noch aus. Eine entsprechende Entscheidung könnte zu einem deutlichen Kursschub führen.
- Den aktuell vorgelegten Zahlen hingegen fehlt das Potenzial, den Kurs nachhaltig zu stützen. Das Umsatzplus erfreut zwar, die Ergebnisentwicklung ist aber deutlich verhaltener als von uns erwartet, und ohne Berücksichtigung des Entkonsolidierungsertrags von 1,2 Mio. € weist Eckert & Ziegler im zweiten Quartal 2004 ein knapp negatives Nettoergebnis aus.
- Die Umsatzprognosen 2004 des Unternehmens stehen unverändert bei 36 Mio. € Umsatz bei einem Gewinn je Aktie (inklusive Entkonsolidierungsertrag) von 0,60 €. Wir passen unsere Schätzungen für 2004 und 2005 an.

Empfehlung

- Eine Peer-Group-gestützte Bewertung macht im Fall einer Eckert & Ziegler aus unserer Sicht wenig Sinn. Die Wettbewerber sind oft nur mit einem kleinen Teil ihrer Geschäftsaktivitäten in den gleichen Märkten wie Eckert & Ziegler tätig (beispielsweise Amersham) oder die verfügbare Datenbasis von kleinen Wettbewerbern ist zu dünn und unzuverlässig, als dass sich darauf eine vertretbare Bewertung aufbauen ließe.
- Wir bauen unsere Empfehlung daher zum Einen auf der Anlageidee, die unseres Erachtens einiges Upside-Potenzial für die Aktie der Eckert & Ziegler birgt, auf. Zum Anderen weist auch unser DCF-Modell für Eckert & Ziegler einen fairen Wert von 10,50 € aus, was beim derzeitigen Kursniveau auf eine klare Unterbewertung hindeutet.
- Sicherlich gehört eine Aktie wie die der Eckert & Ziegler allein schon auf Grund der geringen Marktkapitalisierung nicht einmal zur „zweiten Reihe“ an der Börse. Berücksichtigt man zudem das derzeit insgesamt schwache Marktumfeld, dürfte es ohne weitere Meldungen seitens des Unternehmens selbst bei einem anziehenden Markt noch einige Zeit dauern, bis Investoren wieder auf Eckert & Ziegler aufmerksam werden. Allerdings sollte auch Eckert & Ziegler es künftig vermeiden, Erträge, die erst Ende des Geschäftsjahres anfallen, schon im Halbjahr zu verbuchen, um den Blick auf die tatsächliche Entwicklung nicht zu verstellen. Wir sind jedoch von dem Unternehmen aus fundamentaler Sicht überzeugt und sehen die Möglichkeit deutlicher newsgetriebener Kursbewegungen im zweiten Halbjahr. Wir bleiben daher bei unserer Empfehlung, die Aktie der Eckert & Ziegler zu kaufen.

| Gewinn- und Verlustrechnung | 2003 | 2004e | 2005e |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Mio. € | | | |
| Umsatz | 29,2 | 35,8 | 41,1 |
| Herstellungskosten | -15,7 | -19,7 | -22,2 |
| Bruttoergebnis | 13,5 | 16,1 | 18,9 |
| <i>Marge</i> | <i>46,1%</i> | <i>45,0%</i> | <i>46,0%</i> |
| Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen | -2,2 | -2,0 | -1,4 |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -9,3 | -12,3 | -13,8 |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| EBITDA | 5,9 | 5,6 | 7,6 |
| <i>Marge</i> | <i>20,1%</i> | <i>15,8%</i> | <i>18,4%</i> |
| Abschreibungen und Firmenwertabschreibungen | -3,7 | -3,7 | -3,9 |
| EBIT | 2,2 | 1,9 | 3,7 |
| <i>Marge</i> | <i>7,5%</i> | <i>5,4%</i> | <i>9,0%</i> |
| Finanzergebnis | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| Ergebnis vor Steuern | 1,9 | 1,6 | 3,4 |
| <i>Marge</i> | <i>6,4%</i> | <i>4,5%</i> | <i>8,2%</i> |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -1,0 | -0,9 | -1,7 |
| Ergebnis nach Steuern | 0,8 | 0,7 | 1,7 |
| <i>Marge</i> | <i>2,8%</i> | <i>2,0%</i> | <i>4,1%</i> |
| Sondereinflüsse | -2,0 | 0,0 | 0,0 |
| Minderheiten | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Nettoergebnis | -1,3 | 1,8 | 1,6 |
| <i>Marge</i> | <i>neg.</i> | <i>2,0%</i> | <i>4,1%</i> |
| Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€) | 0,25 | 0,20 | 0,48 |
| Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€) | -0,39 | 0,63 | 0,52 |
| Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€) | 0,28 | 0,24 | 0,52 |
| Gewinn je Aktie (€) | -0,42 | 0,60 | 0,48 |

| Bilanz Mio. € | 2003 | 2004e | 2005e |
|--|-------------|--------------|--------------|
| Aktiva | 45,7 | 53,8 | 56,9 |
| Geschäfts- oder Firmenwert | 6,0 | 7,8 | 7,8 |
| Übrige Immaterielle Vermögenswerte | 3,7 | 5,0 | 3,6 |
| Sachanlagen | 14,9 | 13,8 | 15,6 |
| Finanzanlagen | 0,5 | 0,1 | 0,1 |
| Sonstiges Anlagevermögen | 2,2 | 1,9 | 1,3 |
| Anlagevermögen | 27,3 | 28,6 | 28,4 |
| Vorräte | 3,0 | 6,0 | 5,0 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 3,7 | 6,7 | 9,2 |
| Sonstige Forderungen und Vermögenswerte | 2,8 | 6,7 | 7,9 |
| Liquide Mittel | 8,9 | 5,8 | 6,4 |
| Umlaufvermögen | 18,4 | 25,2 | 28,5 |
| Passiva | 45,7 | 53,8 | 56,9 |
| Eigenkapital | 28,8 | 30,8 | 33,0 |
| Anteile anderer Gesellschafter | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Pensionsrückstellungen | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| Sonstige Rückstellungen | 1,8 | 4,3 | 4,7 |
| Finanzverbindlichkeiten | 4,3 | 4,5 | 4,5 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 0,7 | 2,7 | 3,5 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 9,8 | 11,4 | 10,9 |

| Kapitalflussrechnung Mio. € | 2003 | 2004e | 2005e |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Konzernjahresüberschuss | - 1,3 | 1,8 | 1,6 |
| Abschreibungen | 3,7 | 3,7 | 3,9 |
| Veränderung Pensionsrückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Working Capital | - 0,5 | - 3,8 | - 1,9 |
| Sonstige Veränderungen | 2,2 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Cashflow | 4,2 | 1,7 | 3,5 |
| Investitionen in das Anlagevermögen | - 1,5 | - 3,6 | - 4,1 |
| Abgänge/Desinvestitionen | 1,2 | 1,1 | 1,2 |
| Sonstige Veränderungen | 0,7 | - 1,0 | - 0,1 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | 0,3 | - 3,5 | - 3,0 |
| Einzahlungen aus Kapitalerhöhung | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendenzahlung | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | - 1,6 | 0,2 | 0,0 |
| Sonstige Veränderungen | 0,0 | - 1,0 | 0,0 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | - 1,6 | - 0,8 | 0,0 |
| Sonstige Veränderungen | - 0,1 | - 0,5 | 0,0 |
| Veränderung der liquiden Mittel | 2,8 | - 3,1 | 0,6 |
| Liquide Mittel Anfang des Jahres | 6,1 | 8,9 | 5,8 |
| Liquide Mittel Ende des Jahres | 8,9 | 5,8 | 6,4 |

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, und regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.