

Kaufen

Kursziel: 18,00 €

Kurs: 10,80 €
09.05.2005 17:30 h

Letztes Rating:
Kaufen

Letzte Analyse:
29.03.2005

S&P-Rating: n.r.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:
3,25 Mio.

Marktkapitalisierung:
35,1 Mio. €

Index: Techn. All Share

Indexgewicht: 0,103 %

Beta: 1,6

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender:
Q2 am 09.08.2005

Dividende 2004e:
0,25 €

ISIN DE0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger

Dr. oec, Diplom-Volkswirt,
Investmentanalyst
Tel. +49 - (0)7 11 - 1 27 - 40 29
alexander.burger@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Eckert & Ziegler

10.05.2005

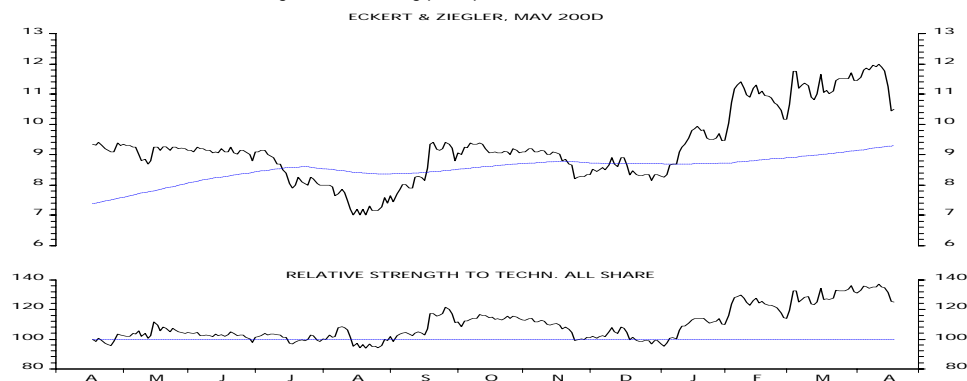
Geräteauslieferungen verschieben sich.

Eckert & Ziegler (EZAG) lag im ersten Quartal 2005 im Umsatz und Ertrag unter unseren Erwartungen. Das ist im Wesentlichen auf verzögerte Auslieferungen von Bestrahlungsgeräten zurück zu führen. Die Neuregistrierungen in den Absatzmärkten sowie bauliche Verzögerungen bei den Kunden führten dazu, dass im Q1 erwartete Umsätze fehlten. Da es sich dabei nur um Verschiebungen handelt, bleiben wir bei unserer positiven Gesamtschätzung.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2003*	0,25	0,25	1,1	5,5	38,9
2004*	0,74	0,74	1,0	4,8	14,6
2005e	0,55	0,55	0,9	4,1	19,5
2006e	0,72	0,72	0,7	3,6	15,1

Unternehmenszahlen	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBIT-Marge	Nettoergebnis
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	%	Mio. €
2003*	29,2	5,9	2,2	7,5 %	0,8
2004*	34,5	6,8	3,2	9,2 %	2,3
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"



Source: DATASTREAM

Stenogramm

- ++ **Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist.**
- + Weiter hohes Wachstumspotenzial für die Brachytherapie in Europa.
- + Weiteres Akquisitionswachstum avisiert.
- **Umsatzverschiebungen.**
- Schwaches Marktwachstum in Teilsegmenten.
- Unsichere Gewinnprognose seitens EZAG.

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

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	3,4 %	Steuerquote	40,0 %
Risikoprämie	6,3 %	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

- Der risikofreie Zins und die Risikoprämie sind dabei an die aktuellen Werte angepasst, die anderen Größen bleiben seit unserer letzten Analyse unverändert.
- Auf der Grundlage einer fünfjährigen Detail- und einer fünfjährigen auf Wachstumstreiber gestützten Planung stellt sich die DCF-Kalkulation wie folgt dar:

Mio. €	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	40,7	47,0	51,7	55,3	59,2	63,3	67,8	72,5	77,6	83,0
Wachstum (yoy)	18,1 %	15,5 %	10,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
EBIT	4,1	4,9	5,4	5,8	6,2	6,3	6,8	7,3	7,8	8,3
EBIT-Marge	10,0 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Steuern	1,9	2,2	2,4	2,4	2,6	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
Steuerquote	-50,0 %	-48,0 %	-46,0 %	-43,0 %	-43,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %
Abschreibungen vom Umsatz	-3,8 -9,3 %	-4,0 -8,4 %	-4,2 -8,1 %	-4,4 -7,9 %	-4,6 -7,8 %	-4,4 -7,0 %	-4,7 -7,0 %	-5,1 -7,0 %	-5,4 -7,0 %	-5,8 -7,0 %
Rückstellungen vom Umsatz	4,7 11,6 %	5,2 11,1 %	5,7 11,1 %	6,3 11,4 %	6,9 11,7 %	7,0 11,0 %	7,5 11,0 %	8,0 11,0 %	8,5 11,0 %	9,1 11,0 %
Delta Rückstellungen	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6
Operativer Cashflow	6,4	7,1	7,7	8,4	8,9	8,3	9,3	10,0	10,6	11,4
Investitionen in SA vom Umsatz	2,9 7,1 %	3,3 7,0 %	3,6 7,0 %	4,0 7,2 %	4,4 7,4 %	4,4 7,0 %	4,7 7,0 %	5,1 7,0 %	5,4 7,0 %	5,8 7,0 %
Working Capital vom Umsatz	10,9 26,9 %	11,7 24,8 %	12,5 24,1 %	13,6 24,5 %	14,7 24,9 %	15,8 25,0 %	16,9 25,0 %	18,1 25,0 %	19,4 25,0 %	20,8 25,0 %
Delta Working Capital	0,9	0,8	0,8	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4
Free Cashflow	2,6	3,1	3,3	3,3	3,3	2,7	3,4	3,7	3,9	4,2

Quelle: LBBW

Fairer Wert je Aktie:
25,54 €

- Diese Planung sowie eine finale Wachstumsrate von 1,0 % führen zu einem Unternehmenswert von 76,2 Mio. € bzw. 25,54 €. Wir unterziehen diesen Wert einer Sensitivitätsanalyse, die zu folgendem Ergebnis führt:

Sensitivitätsanalyse				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 %	76,9	71,3	66,6	0,0 %	25,80	23,90	22,33
1,0 %	83,1	76,2	70,6	1,0 %	27,87	25,54	23,66
2,0 %	91,2	82,4	75,4	2,0 %	30,58	27,61	25,29

Quelle: LBBW

Auslieferungen nur
verschoben

Empfehlung

- Die Grundlagen unserer Prognosen haben sich nicht verändert. Die Auslieferungen, die im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres nicht verbucht werden konnten, sind nur verschoben und nicht aufgehoben, so dass sich unsere Jahresprognose nicht ändert.
- Wir sind vor dem Hintergrund der Marktenge – und auch der psychologischen Wirkung der eher schwachen Q1-Zahlen – nach wie vor nicht davon überzeugt, dass der faire Wert von 25,54 € innerhalb unseres Prognosezeitraums erreicht werden kann. Wir halten derzeit einen Abschlag von 30 % für angebracht und empfehlen die Aktie der EZAG weiterhin mit einem Kurziel von 18,00 € zum Kauf.

Kaufen

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	-0,1	-0,3	-0,3
Ergebnis vor Steuern	0,9	1,9	3,1	3,8	4,7
<i>Marge</i>	<i>2,9%</i>	<i>6,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,9%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,6	-1,0	-0,8	-1,9	-2,2
Ergebnis nach Steuern	0,3	0,8	2,3	1,9	2,4
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,2%</i>
Sondereinflüsse	0,0	-2,0	1,1	0,0	0,0
Minderheiten	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	0,3	-1,3	3,3	1,8	2,3
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>neg.</i>	<i>9,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,0%</i>
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)	0,11	0,25	0,74	0,55	0,72
Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€)	0,11	-0,39	1,12	0,58	0,75
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€)	0,11	0,28	0,77	0,58	0,75
Gewinn je Aktie (€)	0,11	-0,42	1,09	0,55	0,72

Quelle: LBBW

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

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.

Prozentuale Verteilung der Ratings		
Kaufen	Halten	Verkaufen
43,5%	40,9%	15,5%

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 eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben, die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen.