

Kaufen

Kursziel: 18,50 €

Kurs: 13,10 €
08.08.2005 17:30 h

Letztes Rating:
Kaufen

Letzte Analyse:
10.05.2005

S&P-Rating: n.r.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:
3,25 Mio.

Marktkapitalisierung:
42,6 Mio. €

Index: Techn. All Share

Indexgewicht: 0,1 %

Beta: 1,60

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender:
Q3 am 08.11.2005

Dividende 2005e:
0,15 €

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@LBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Eckert & Ziegler

09.08.2005

Die Entwicklung stimmt.

Eckert & Ziegler (EUZ) hat heute seine Halbjahreszahlen 2005 vorgelegt. Nachdem das Q1 noch durch Verschiebungen bei der Geräteauslieferung gekennzeichnet war, konnte das im Q2 aufgeholt werden. Wir behalten unsere Prognosen bei und passen unser Bewertungsmodell an die aktuellen Gegebenheiten an. Wir bleiben bei unserer Empfehlung, die Aktie der EUZ zu kaufen und erhöhen unser Kursziel von 18,00 € auf 18,50 €.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie neu €	Gewinn je Aktie bisher €	KUV	EV/EBITDA	KGV
2003*	0,25	0,25	1,3	7,2	47,1
2004*	0,74	0,74	1,2	6,3	17,7
2005e	0,55	0,55	1,0	5,4	23,6
2006e	0,72	0,72	0,9	4,8	18,3

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 %	2,3
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 Teilssegmenten.
- Unsichere Gewinnprognose seitens EZAG.

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

Keine Multiplikatorbewertung

Unternehmensprofil

- Eckert & Ziegler (EUZ) 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 verlässlichen Daten für einen Multiplikatorvergleich verfügbar.

Unternehmen	Währung	Kurs	Gewinn je Aktie		KGV		EV	EBITDA		EV/EBITDA	
			05e	06e	05e	06e		05e	06e	05e	06e
IBT	€	5,40	-0,08	0,18	neg.	30,0	43,1	1,2	2,6	35,9	16,7
Theragenics	USD	3,45	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	48,1	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eckert & Ziegler	€	13,10	0,55	0,72	23,6	18,3	42,6	7,9	8,9	5,4	4,8

Quellen: Bloomberg; LBBW

Discounted Cashflow Methode

- Unser DCF-Modell geht von folgenden Grundannahmen aus:

DCF-Modell - Annahmen	
Risikoloser Zins	3,3 %
Marktrisikoprämie Aktien	5,8 %
Beta-Faktor	1,60
Eigenkapitalkosten	12,6 %
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,5 %
Ziel-Eigenkapitalquote	60,0 %
WACC	8,9 %
Wachstumsrate der ewigen Rente	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:

Free Cashflow (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
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>18,1 %</i>	<i>15,5 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>
EBIT	4,1	4,9	5,4	5,8	6,2	6,3	6,8	7,3	7,8	8,3
<i>EBIT-Marge</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,0 %</i>
Steuern	1,9	2,2	2,4	2,4	2,6	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
<i>Steuerquote</i>	<i>50,0 %</i>	<i>48,0 %</i>	<i>46,0 %</i>	<i>43,0 %</i>	<i>43,0 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>40,0 %</i>
Abschreibungen	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,4	4,7	5,1	5,4	5,8
<i>vom Umsatz</i>	<i>9,3 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>
Rückstellungen	4,7	5,2	5,7	6,3	6,9	7,0	7,5	8,0	8,5	9,1
<i>vom Umsatz</i>	<i>11,6 %</i>	<i>11,1 %</i>	<i>11,1 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>
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	2,9	3,3	3,6	4,0	4,4	4,4	4,7	5,1	5,4	5,8
<i>vom Umsatz</i>	<i>7,1 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>
Working Capital	10,9	11,7	12,5	13,6	14,7	15,8	16,9	18,1	19,4	20,8
<i>vom Umsatz</i>	<i>26,9 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>24,5 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>
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:
24,83 €

- Diese Planung sowie eine finale Wachstumsrate von 1,0 % führen zu einem fairen Wert je Aktie von 24,83 €.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	24,3
Barwert der ewigen Rente	49,7
Enterprise Value	74,0
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>67,2 %</i>
Nettofinanzverschuldung	- 7,1
Anteile Dritter	0,2
Pensionsrückstellungen	0,2
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
Fairer Wert	80,7
Aktienanzahl (Mio.)	3,3
Fairer Wert je Aktie (€)	24,83

Quelle: LBBW

- Wir unterziehen diesen Wert einer Sensitivitätsanalyse, die zu folgendem Ergebnis führt:

Sensitivitätsanalyse				
Wert je Aktie (€)		Diskontierungszins		
		7,9%	8,9%	9,9%
	0,0%	25,07	23,12	21,53
Wachstum der ewigen Rente	1,0%	27,27	24,83	22,90
	2,0%	30,22	27,03	24,61

Quelle: LBBW

Empfehlung

- Wir gehen nicht davon aus, dass der errechnete faire Wert von 24,83 € in unserem Empfehlungszeitraum erreicht werden kann. Dagegen spricht zum einen die nach wie vor hohe Spannweite der EPS-Prognosen des Unternehmens (0,50 – 0,80 €) und zum anderen die Marktmenge der Aktie. Wir arbeiten daher für die Bestimmung des Kursziel nach wie vor mit einem Abschlag von 25 % auf den errechneten fairen Wert und erhöhen unser Kursziel von 18,00 € leicht auf 18,50 €.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

	6M 2005	6M 2004	Veränderung	6M 2005 LBBWe	Abweichung
Umsatz (Mio. €)	18,8	16,8	18,1 %	18,7	0,5 %
EBIT (Mio. €)	1,4	0,9	46,2 %	1,0	42,7 %
Nettoergebnis (Mio. €)	0,8	0,4	100,0 %	0,8	-0,7 %
Gewinn je Aktie (€)	0,24	0,13	91,9 %	0,24	1,4 %

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Geringer als erwartete Herstellungskosten

Probleme aus Q1 gelöst

Start der Produktion von radioaktiven Kontrastmitteln in Italien

Einstieg in einen interessanten Markt, der aber auch Hürden hat

- EUZ hat unsere Erwartungen im Umsatz voll erfüllt. Durch geringer als erwartete Herstellungskosten fiel das EBIT noch besser aus als von uns erwartet. Höher als erwartete Steuerzahlungen führten jedoch dann wieder dazu, dass wir mit unseren Prognosen für das Nettoergebnis wieder richtig lagen.
- Q1 war noch davon geprägt, dass sich Geräteauslieferungen verschoben hatten, verursacht durch regulatorische Hemmnisse in den Zielländern. Das konnte im Q2 aufgeholt werden.

Ausblick

- Bereits gestern meldete EUZ den Start der Radiopharmakaproduktion in Italien. Die Produktion der Kontrastmittel für die Krebsdiagnose wird zusammen mit dem örtlichen Universitätsklinikum, Policlinico di Milano, aufgenommen.
- Die Produktion von Radiopharmaka bedeutet für EUZ den Einstieg in einen sehr interessanten Markt. Allein die Grundmaterialien für die in der Positronen-Emissions-Tomographie (PET) verwendeten Kontrastmittel erreichen nach Unternehmensangaben ein Weltmarktvolumen von 400 Mio. €. Allerdings sollte man sich in dieser Hinsicht noch keine exorbitanten Steigerungen der Umsätze oder der Ergebnisse bei EUZ versprechen. Zum einen betritt EUZ diesen Markt gerade erst. Zum anderen wächst gerade der PET-Markt in Europa nur schwach und in Deutschland so gut wie gar nicht, was

Informationen zu dem einlizensierten radioaktiven Generikum fehlen noch

an der fehlenden Kostenerstattungszusage durch die gesetzlichen Krankenkassen liegt. Eine Prognose, ob, wann und gegebenenfalls in welchem Umfang sich die Kostenerstattungssituation ändert, ist aus unserer Sicht nicht möglich.

- Interessant bleibt unseres Erachtens auch, wann EUZ seine Investoren endlich mit detaillierteren Informationen zu dem radioaktiv markierten Generikum, welches das Unternehmen vor einigen Monaten einlizensiert hat, versorgen wird. Bislang ist weder bekannt, um welches Medikament es sich handelt, noch von wem es einlizensiert wurde und zu welchem Preis, und auch die Indikation ist nicht bekannt. EUZ informierte bisher lediglich darüber, dass ab 2007 mit einem zusätzlichen Umsatz von ca. 2 Mio. € aus dem Vertrieb des Generikums zu rechnen sei.

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.

Ratings der letzten 12 Monate

Datum	Rating
10.08.2004	Kaufen
20.10.2004	Kaufen
09.11.2004	Kaufen
02.02.2005	Kaufen
06.04.2005	Kaufen
10.05.2005	Kaufen

Prozentuale Verteilung der Ratings

Kaufen	Halten	Verkaufen
42,3 %	41,8 %	16,0 %

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.