

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 9,10 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
10. August 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:
3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:
29,6 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,08 %

Beta: 1,6

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: GJ 2004 am
30. März 2005

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

09. November 2004

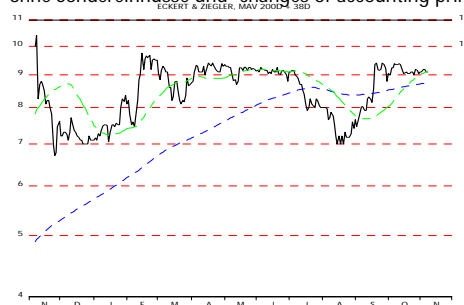
Das Geschäft läuft...

Eckert & Ziegler (EZAG) lag zwar mit den heute vorgelegten Neunmonatszahlen leicht unter unseren Erwartungen; auf Grund des üblicherweise sehr starken vierten Quartals sehen wir aber keine Veranlassung, unsere Prognosen zu korrigieren. Die Stammgeschäfte überzeugen durch eine solide Entwicklung und der Therapiebereich weist ein deutliches Wachstum auf. Die Bewertung der Aktie ist unseres Erachtens nach wie vor günstig, insbesondere im Hinblick auf die von uns erwartete Gewinnentwicklung (ohne Sondereinflüsse). Wir empfehlen weiterhin, die Aktie der EZAG zu kaufen.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2003*	0,25	0,25	0,9	4,0	32,7
2004e*	0,20	0,20	0,8	4,2	46,1
2005e	0,48	0,48	0,7	3,1	18,9

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 Isotopenspezialist
- + Ausbau des Kerngeschäfts durch Vorwärtsintegration
- + Hohe Wachstumspotenziale für Brachytherapie in Europa
- + Möglicherweise weitere Kostenerstattungen für Brachytherapie
- Schwaches Marktwachstum bei industriellen Anwendungen
- Ambulante Kostenerstattung der Brachytherapie noch ungeregelt
- Sondereinflüsse verzerren den Quartals- und Geschäftsjahresvergleich

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie

Das Unternehmen

SWOT-Profil

Stärken

- Weltweit bekannter Isotopenspezialist
- Solides Stammgeschäft
- Innovationskraft auch in innovationsarmen Märkten
- Profitables Unternehmen

Chancen

- Weitere, eventuell sogar generelle Kostenerstattungen für Brachytherapie
- Ausbau des Kerngeschäfts durch Vorwärtsintegration
- Stärkere Nachfrage nach PET durch Indikationsausweitungen

Schwächen

- Schwaches Marktwachstum im Bereich industrielle Anwendungen
- Noch keine generelle Kostenerstattung für die Seed-Behandlung von Prostatakrebs
- Starke Schwankungen in den Quartalsergebnissen (durch Sondereinflüsse)

Risiken

- Konjunkturelle Risiken
- Wechselkursrisiko (zum großen Teil translatorisch)
- Ablehnung weiterer Kostenerstattungen

Geschäftstätigkeit

- Eckert & Ziegler (EZAG) ist ein Isotopenhersteller mit Sitz in Berlin. Die Produkte des Unternehmens finden zum Einen im industriellen Bereich, beispielsweise für Gas- oder andere Detektoren, zum Anderen auch im medizinischen Bereich Anwendung. Die industriellen Applikationen umfassen vor allem Strahlenquellen für Detektionsgeräte. Aber auch die Strahlentherapie wird von Produkten der EZAG bedient. Im Vordergrund stehen dabei radioaktive Permanentimplantate (so genannte Seeds) zur Behandlung von Prostatakrebs in frühen Stadien. Nach verschiedenen Akquisitionen hat EZAG aber auch Geräte zur Applikation von radioaktiven Strahlenquellen im Produktsortiment.

Mitarbeiter

- Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres arbeiteten bei EZAG 197 Personen. Die Entwicklung der Mitarbeiterzahl war in den vergangenen Jahren zum Einen von der Geschäftsentwicklung und zum Anderen von dem Ausflug des Unternehmens in die Biotechnologie über den Einstieg bei dem Biotechnologieunternehmen NEMOD geprägt.
- Betrachtet man die Mitarbeiter nach Funktionsbereichen, so fällt auf, dass der Anteil der Produktionsmitarbeiter seit Jahren rückläufig ist. Das ist aber auch nicht weiter verwunderlich, denn stärkere Automatisierung sowie Lern- und Skaleneffekte führen üblicherweise zu einer höheren Produktivität, so dass auch bei gleicher Mitarbeiterzahl ein steigender Output erreicht werden kann bzw. eben die relative Mitarbeiterzahl dieses Bereiches sinkt.

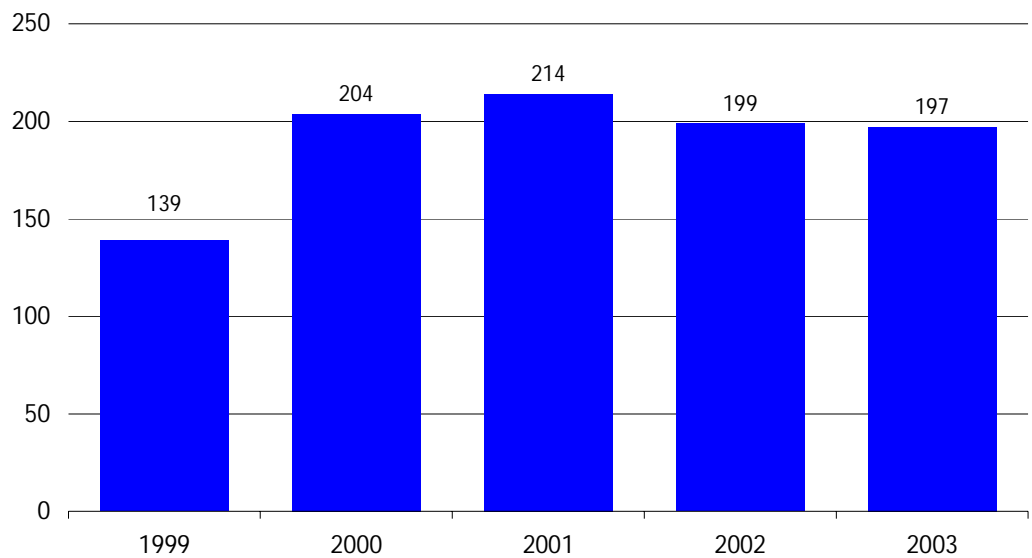
Isotopenspezialist

Anwendungen im industriellen, medizinisch-diagnostischen und medizinisch-therapeutischen Bereich

Mitarbeiterzahl auf einem Plateau angelangt

Anteil der Produktionsmitarbeiter seit Jahren rückläufig

Mitarbeiterzahl



Quellen: LBBW, Eckert & Ziegler AG

F & E als Garant des technischen und wirtschaftlichen Vorsprungs

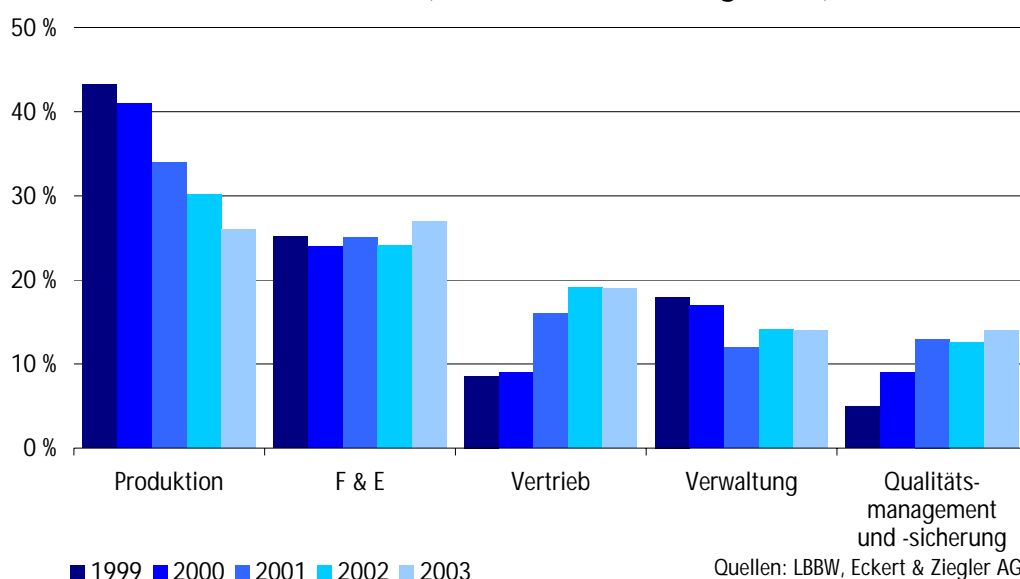
Stärkere Vertriebsorientierung

Therapie und Gerätefokus stützt diesen Trend

Internationalität will verwaltet sein, allerdings sind hier sicher noch Skaleneffekte zu heben

- Der Bereich F & E spielt bei EZAG seit jeher eine wichtige Rolle. Innovationen bedeuten für EZAG einen zeitlichen und damit auch wirtschaftlichen Vorsprung gegenüber seinen Wettbewerbern, und diesen Vorsprung kann es nur durch kontinuierliche Investitionen in F & E halten. Das bedeutet wiederum, dass auch die Personaldecke im Forschungsbereich der Geschäftsentwicklung und dem Unternehmenswachstum angepasst werden muss, was sich in einem F & E-Mitarbeiter-Anteil von rund 25 % über die letzten fünf Jahre widerspiegelt.
- Klar deutlich wird auch die stärkere Vertriebsorientierung des Unternehmens durch einen steigenden Anteil der Vertriebsmitarbeiter, mit dem auch das Qualitätsmanagement und -sicherung mithält. Um wirtschaftlich erfolgreich zu sein, reicht es nicht, die Produkte nur zu erfinden oder sie zu produzieren, sondern sie müssen auch erfolgreich an den Kunden gebracht werden, denn: „Das Geld wird im Vertrieb verdient.“ Mit dem verstärkten Fokus auf der Behandlung onkologischer Erkrankungen mit radioaktiven Permanentimplantaten und dem Einstieg in das Geschäft mit Applikationsgeräten für therapeutische Strahlenquellen ist die Bedeutung des Vertriebs nochmals deutlich angestiegen.
- Der Anteil der Verwaltungsmitarbeiter der EZAG ist nicht gerade gering. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das Unternehmen in sehr vielen Ländern aktiv ist und im Vergleich dazu noch bei einem eher geringen Umsatzvolumen steht. Dadurch war der Anteil der Verwaltungsmitarbeiter bislang kaum unter 15 % zu drücken. Wir rechnen jedoch damit, dass durch die Akquisitionsstrategien des Unternehmens, auf die wir noch genauer eingehen werden, dieser Anteil weiter sinken kann.

Mitarbeiter nach Funktionen (in % der Gesamtbelegschaft)



Umsatz- und Ergebnisentwicklung

- Unsere Übersicht der Umsatz- und Gewinnentwicklung geht nur bis 2000 zurück, weil EZAG im Jahr 2000 vom Gesamtkosten- auf das Umsatzkostenverfahren gewechselt ist. Die letzten vier Jahre bieten jedoch unseres Erachtens eine akzeptable Grundlage zur Beurteilung der Entwicklung der EZAG.

	2000	2001	2002	2003
Umsatz	23,6	32,8	31,2	29,2
y-o-y	-	39,0%	-4,9%	-6,5%
Bruttoergebnis	9,4	14,0	15,3	13,5
y-o-y	-	49,8%	8,7%	-11,9%
Bruttomarge	39,7%	42,8%	48,9%	46,1%
EBITDA	4,6	12,7	6,3	5,9
y-o-y	-	175,2%	-50,7%	-6,0%
EBITDA-Marge	19,5%	38,6%	20,0%	20,1%
EBIT	2,0	5,1	2,0	2,2
y-o-y	-	149,1%	-60,9%	10,2%
EBIT-Marge	8,7%	15,5%	6,4%	7,5%
Nettoergebnis (vor Sondereinflüssen)	1,3	3,2	0,3	0,8
y-o-y	-	158,6%	-89,3%	139,6%
Umsatzrendite	5,3%	9,9%	1,1%	2,8%
Nettoergebnis	1,3	3,2	0,3	-1,3
y-o-y	-	158,6%	-89,3%	-465,6%
Umsatzrendite	5,3%	9,9%	1,1%	-4,3%
Gewinn je Aktie (vor Sondereinflüssen)	0,39	1,00	0,11	0,25
Gewinn je Aktie	0,39	1,00	0,11	-0,42

Quellen: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Volatile Umsatzentwicklung

- Die Umsatzentwicklung erstaunt auf den ersten Blick. Nach einer deutlichen Steigerung von 2000 auf 2001 war in den beiden Folgejahren ein Umsatzrückgang zu verbuchen. Hier spielte zwar zum Teil auch die operative Entwicklung eine Rolle: Die Umsätze und Prognosen der vielversprechenden

Einbruch des Stent-Geschäfts

Ausgleich durch Seed-Geschäft

Wechselkursentwicklung USD/€ spielt gegen EZAG

Vergleichsbasis zwischen 2001 und 2002 verzerrt

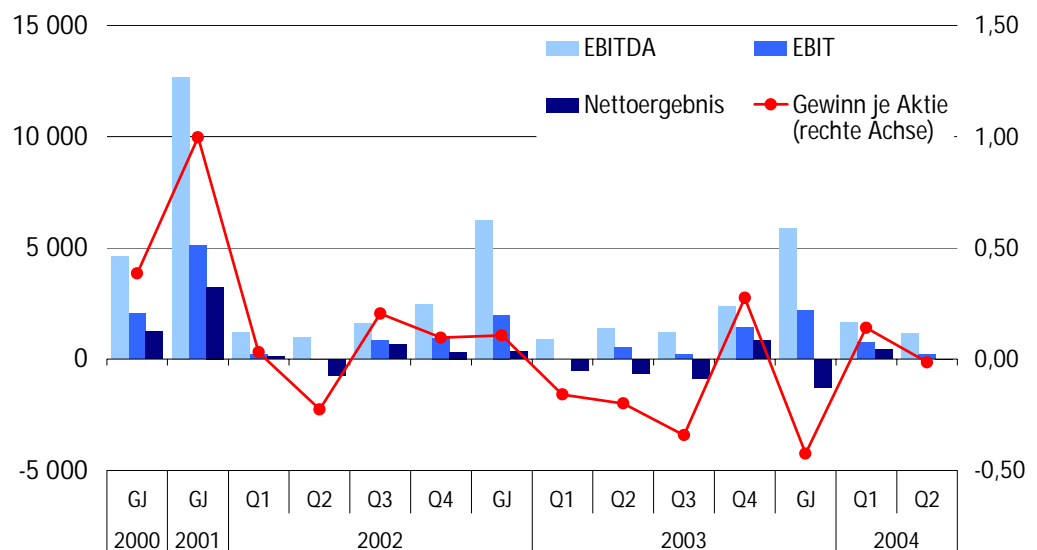
F&E-Aufwand für NEMOD

Erstkonsolidierung der NEMOD und US-GAAP-Änderungen

Strahlenquellen für radioaktive Stents waren nach der überraschend schnellen Zulassung von medikamentenbeschichteten Stents regelrecht zusammengebrochen.

- Allerdings konnte diese Entwicklung von EZAG durch andere Aktivitäten, beispielsweise den verstärkten Einstieg in das Geschäft mit Permanentimplantaten (Seeds) zur Behandlung onkologischer Erkrankungen in frühen Stadien ausgeglichen werden.
- Nicht ausgleichen konnte EZAG aber die Entwicklung des Wechselkurses zwischen USD und €. Diese verlief zu Ungunsten der Umsatzentwicklung von EZAG, weil das Unternehmen bislang 70 % bis 75 % seiner Umsätze in den USA erwirtschaftet, aber in € bilanziert. Dieses translatorische Risiko ist nicht absicherbar und für die negative Entwicklung der Umsätze bei der EZAG in den Jahren 2002 und 2003 verantwortlich.
- Die negative Umsatzentwicklung setzte sich zum Teil auch in den Ergebnisebenen fort. Allerdings ist zu beachten, dass in dem Ergebnis von 2001 erhebliche Zahlungen aus einem für EZAG positiv beschiedenen Rechtsstreit enthalten sind, die als sonstiger betrieblicher Ertrag verbucht wurden. Zudem belasteten 2002 und 2003 Aufwendungen für die Forschung und Entwicklung in der NEMOD das Ergebnis.
- Die Sondereinflüsse, die ein gespaltenes Nettoergebnis bedingen, liegen in der Erstkonsolidierung der NEMOD sowie in Änderungen der Rechnungslegung zu Entsorgungsrückstellungen für radioaktive Materialien nach US-GAAP. Diese Sondereinflüsse umfassten rund 2 Mio. € und bedingen die Differenz zwischen dem Nettoergebnis vor und nach Sondereinflüssen.

Ergebnisgrößen (Tsd. €; Gewinn je Aktie in €)



Quellen: Eckert & Ziegler AG; LBBW

Hohe Volatilität der Quartalsergebnisse erschwert die Prognosen

- Auffällig ist bei EZAG auch die vergleichsweise hohe Volatilität der Ergebnisentwicklung, welche insbesondere die Quartalsprognosen erschwert. Hier spielen aber auch zu einem großen Teil die angesprochenen Sondereffekte eine Rolle, die mitunter unterjährig voll zu verbuchen sind und deswegen die Quartalsergebnisse verzerren.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Mio. €	9M 2003	9M 2004	Q3 2003	Q3 2004
Umsatz	18,9	25,3	6,0	8,5
y-o-y		33,6 %		42,5 %
Bruttoergebnis	8,5	11,1	2,9	3,3
y-o-y		30,5 %		14,7 %
<i>Bruttomarge</i>	<i>45,1 %</i>	<i>44,1 %</i>	<i>48,7 %</i>	<i>45,8 %</i>
EBITDA	3,5	4,1	1,2	1,2
y-o-y		15,9 %		2,3 %
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>18,6 %</i>	<i>16,1 %</i>	<i>20,1 %</i>	<i>13,3 %</i>
EBIT	0,8	1,3	0,2	0,3
y-o-y		67,1 %		41,4 %
<i>EBIT-Marge</i>	<i>4,0 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>2,3 %</i>
Nettoergebnis*	0,0	0,5	0,5	0,1
y-o-y		-		-75,7 %
<i>Umsatzrendite*</i>	<i>-</i>	<i>2,1 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>1,4 %</i>
Nettoergebnis	- 2,1	0,5	- 0,9	0,1
y-o-y		-		-113,7 %
<i>Umsatzrendite</i>	<i>neg.</i>	<i>1,8 %</i>	<i>neg.</i>	<i>1,4 %</i>
Gewinn je Aktie (€)*	-0,02	0,15	0,15	0,03
Gewinn je Aktie (€)	-0,70	0,15	-0,34	0,03

*vor Minderheiten und Sondereinflüssen

Quelle: Eckert & Ziegler AG; LBBW

Umsatz unter den Erwartungen

- Der Umsatz in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres lag um rund 1 Mio. € unter unseren Erwartungen. Hier haben sich die Ferienmonate offenbar deutlicher als von uns prognostiziert niedergeschlagen.

Gute Kostenkontrolle

- Allerdings hatte EZAG die Kosten gut im Griff. Die F&E-Aufwendungen wurden nach dem Ausstieg aus der Medikamentenentwicklung bei der NEMOD deutlich herunter gefahren, so dass das EBIT nur um 0,3 Mio. € unter unseren Schätzungen lag.

Steuerzahlungen

- Beim Nettoergebnis bewirkten auf Quartalsebene Steuerzahlungen (im Vorjahresquartal waren hier Erstattungen zu verbuchen) einen Rückgang.

Entkonsolidierungserträge erst im Q4!

- Beim Gewinn je Aktie zeigt EZAG wiederum im Quartalsbericht bereits den erst am Jahresende zu erwartenden Entkonsolidierungsertrag aus dem Aufhebungsvertrag mit der NEMOD. Wir folgen dieser Darstellung nicht und weisen den (nicht cashwirksamen) Entkonsolidierungsertrag erst im Q4 aus.

Märkte im Wandel...

Kardiologie war ein wichtiger Teil der Equity-Story, ist aber derzeit kein Thema mehr

Ausflug in die Biotechnologie weckte die Hoffnung auf „Bio-Dollar“

Antikörper von Antisoma floppte

Aufhebungsvertrag

Entkonsolidierung

Entkonsolidierungsertrag von 1,2 Mio. €

Strahlenquellen für die Mess- und Prüftechnik

Die Märkte der EZAG

- EZAG war schon immer auf verschiedenen Märkten tätig und ist es auch heute noch. Allerdings haben sich die Märkte, die für das Unternehmen relevant sind, über die Jahre deutlich gewandelt.
- So waren beispielsweise die Strahlenquellen für kardiologische Anwendungen („radioaktiv beschichtete Stents“) beim Börsengang der EZAG ein wichtiger Teil der Equity-Story. Nach den unerwarteten und schnellen Erfolgen von Konkurrenten – beispielsweise Johnson & Johnson oder Boston Scientific – mit medikamentenbeschichteten Stents, spielt dieser Markt derzeit für EZAG eigentlich keine Rolle mehr. Es existieren zwar nach wie vor noch Ideen für eine Anwendung der Technologie bei peripheren Stents, allerdings dürften sich auch die „Medikamentenbeschichter“ diesen Markt nicht entgehen lassen und somit den Markt für Strahlentherapie austrocknen.
- Der Ausflug der EZAG in die Biotechnologie ließ viele Investoren aufhören, als plötzlich „Bio-Dollar“ durch den Raum schwebten. Der wichtigste Medikamentenkandidat der Biotechnologietochter NEMOD, ein Antikörper zur Behandlung verschiedener Krebsarten schien große Marktpotenziale zu eröffnen. Die Hoffnung, einen externen Entwicklungspartner für dieses Produkt zu finden, sanken jedoch nach dem Misserfolg der wichtigsten Konkurrenzentwicklung von Antisoma deutlich. EZAG hat mittlerweile Konsequenzen gezogen. Nach einem im Juni diesen Jahres geschlossenen Aufhebungsvertrag wird EZAG aus seiner Verpflichtung zur Weiterfinanzierung der klinischen Entwicklung der Medikamentenkandidaten entlassen. Die Rechte an den bisherigen Entwicklungen verbleiben aber bei der EZAG. Durch die beschlossene Entkonsolidierung der NEMOD zum 31.12.2004 soll zum Jahresende ein nicht cash-wirksamer Sonderertrag in Höhe von 1,2 Mio. € ausgewiesen werden. Die „Bio-Dollar“ haben damit das Schicksal vieler ihrer Kollegen geteilt und sich in Luft aufgelöst.
- Die derzeitigen Märkte der EZAG lassen sich am besten durch die Anwendungen der Produkte fassen. Wir unterscheiden dabei:
 - **Industrielle Anwendungen**, bei denen Gerätehersteller von Mess- und Prüftechnik mit den notwendigen Strahlenquellen für ihre Apparate versorgt werden. EZAG fasst diesen Bereich unter dem Begriff Industry zusammen;
 - **Medizinisch-diagnostische Anwendungen**, die bei EZAG unter den Begriff Nuclear Imaging gefasst werden. Hierzu sind Kalibrier- und Referenzstrahler für Gammakameras und für Positronen-Emissions-Tomographen (PET) zu zählen, sowie
 - **Medizinisch-therapeutische Anwendungen**, die bei EZAG unter den Oberbegriff Therapie fallen.

Industrielle Anwendungen

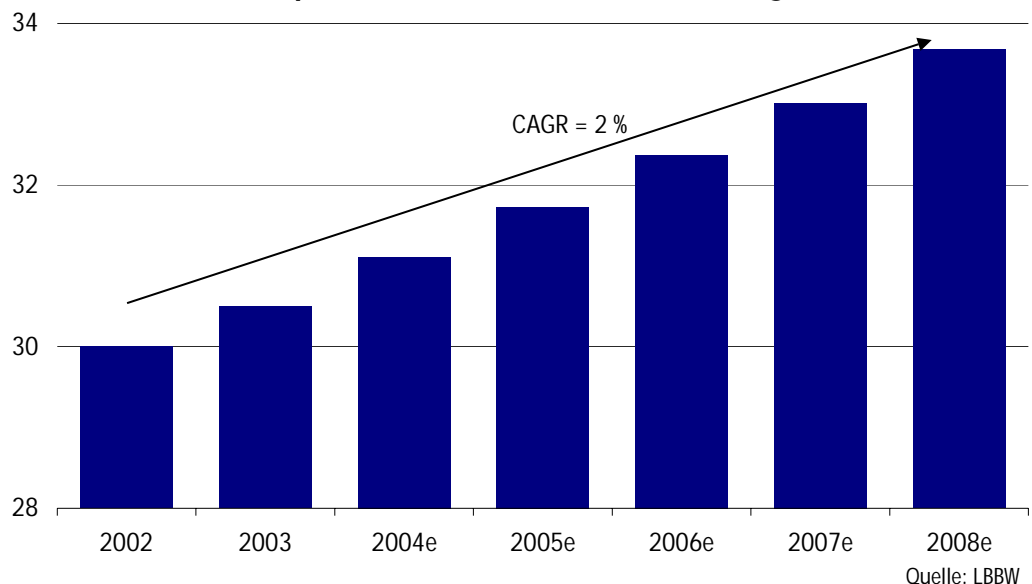
- Der Bereich industrielle Anwendungen stellt quasi das Stammgeschäft der EZAG dar. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vertreibt radioaktive Komponenten für Gerätehersteller der Mess- und Prüftechnik. Mit diesen Geräten können dann verschiedene physikalische Eigenschaften, wie beispiels-

Kleiner Spezialmarkt**Nachfrage nach Sicherheitsprodukten****Strahlenquellen sind Verbrauchsmaterial****Wechselkursrisiko**

Volumen: 31 Mio. €
Wachstum: 2 % p.a.
Marktanteil: ~ 33 %

räten können dann verschiedene physikalische Eigenschaften, wie beispielsweise Dicke, Dichte, Bleigehalt u.a. untersucht werden. Auf Flughäfen werden solche „Schnüffler“ seit dem 11. September 2001 zunehmend im Rahmen der Sicherheitsüberprüfung von Passagieren eingesetzt.

- Der Markt für diese Strahlenquellen ist ein eher kleiner Spezialmarkt. Durch die Anwendungsgebiete der Geräte, die mit den Strahlenquellen der EZAG bestückt werden, ist der Markt auch konjunkturellen Einflüssen ausgesetzt.
- Sondereinflüsse wie das weltweit erhöhte Sicherheitsbedürfnis nach dem 11. September 2001 haben zu einer erhöhten Nachfrage an Erstausrüstungen – beispielsweise für die Schnüffler an Flughäfen – geführt.
- Eine besondere Stabilität bekommt dieser Markt für EZAG dadurch, dass die Strahlenquellen Verbrauchsmaterialien sind, die nach einer gewissen Zeit (in der Regel ein bis zweimal pro Jahr) ersetzt werden müssen.
- Einen großen Teil seines Umsatzes macht EZAG in diesem Bereich außerhalb des €-Raums, meistens im USD-Raum. Bei einem schwachen USD und einer Bilanzierung der EZAG in € ergeben sich dadurch auf der Umsatzebene translatorische Risiken, die sich in den letzten Quartalen auch entsprechend niedergeschlagen haben.
- Wir gehen davon aus, dass das Marktvolumen in diesem Jahr rund 31 Mio. € erreichen wird. Das nachhaltige Marktwachstum dürfte weiterhin bei 2 % pro Jahr liegen und EZAGs Marktanteil liegt nach Unternehmensangaben bei rund einem Drittel.

Weltmarkt Strahlenquellen für industrielle Anwendungen (Mio. €)**Medizinisch-diagnostische Anwendungen**

- Die medizinisch-diagnostischen Anwendungen werden in der Segmentberichterstattung der EZAG unter dem Oberbegriff Nuclear Imaging zusammengefasst.
- EZAG liefert in diesem Bereich Kalibrier- und Referenzstrahler für Gamma-

PET als Erfolgsstory in den USA

In Europa setzt sich PET nur langsam durch, die Kostenerstattung fehlt hier oft

Folgegeschäft mit Verbrauchsmaterialien

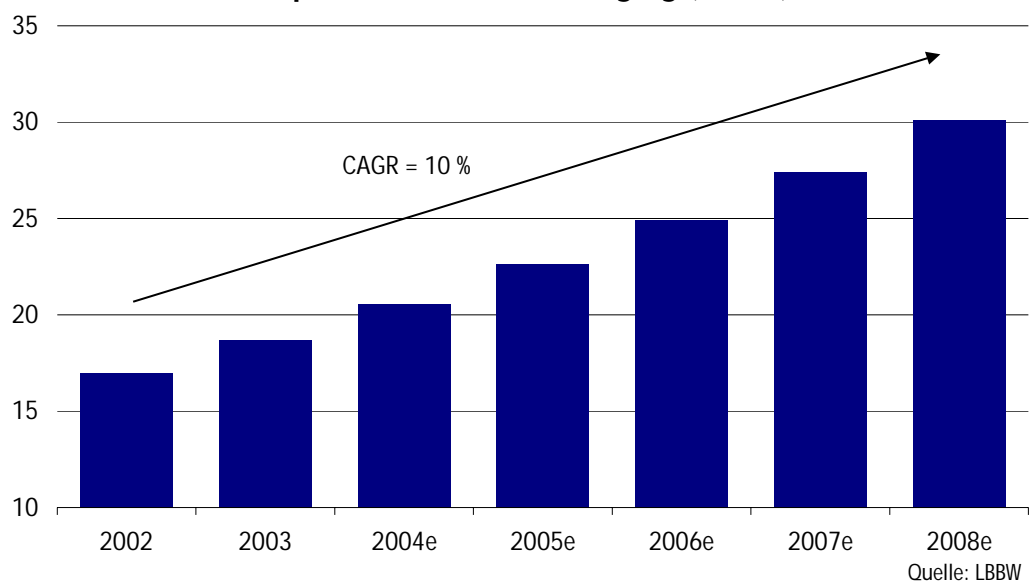
Wechselkursrisiko

Volumen: 21 Mio. €
Wachstum: 10 % p.a.
Marktanteil: ~ 60 %

kameras und für Positronen-Emissions-Tomographen (PET). PET wird zunehmend in der Diagnostik eingesetzt und die Zahl der diagnostizierbaren Krankheiten nimmt weiter zu. In den USA ist PET bereits eine Erfolgsstory. Nachdem bereits seit langem eine Kostenerstattung für die Metastasendiagnose bei einer Krebserkrankung und -behandlung existierte, wurde die Kostenerstattung im September auf die Alzheimerdiagnose ausgeweitet. In vielen europäischen Ländern wird PET nur von privaten Krankenkassen bzw. nach Einzelfallentscheidung erstattet. Auch in Deutschland lehnen die gesetzlichen Krankenkassen die Kostenerstattung dieser qualitativ hochwertigen, aber auch teuren Diagnostik ab. Unlängst konnte jedoch ein Krebspatient einen gerichtlichen Erfolg verbuchen, der seine Krankenkasse auf Erstattung der PET-Diagnostik verklagt hatte. Ob sich daraus jedoch Ansprüche anderer Patienten auf eine Einzelfallentscheidung oder sogar eine generelle Kostenerstattung für die Metastasendiagnose bei Krebspatienten ableiten lassen, ist unseres Erachtens derzeit nicht absehbar.

- Auch in diesem Bereich gilt, dass der Markt nicht nur durch das Erstausrüstungsgeschäft bestimmt wird. Auch diese Strahlenquellen müssen ein bis zweimal pro Jahr ausgewechselt werden und bescheren EZAG damit ein Verbrauchsmaterialiengeschäft.
- Dadurch, dass die USA bei der Kostenerstattung für PET Vorreiter sind, entwickelt sich der Markt für die entsprechenden Geräte und damit auch für die notwendigen Strahlenquellen positiv und besser als in den meisten europäischen Ländern. Allerdings resultiert daraus wieder ein translatorisches Risiko im Umsatz, das aber durch ein höheres Markt- und Umsatzwachstum bislang besser aufgefangen werden konnte als im Bereich Industrie.
- Wir gehen davon aus, dass der Markt für radioaktive Strahlenquellen im laufenden Kalenderjahr ein Volumen von fast 21 Mio. € erreichen wird bei einem nach wie vor ungebrochenen Wachstum von 10 % pro Jahr. Der Marktanteil der EZAG liegt nach Unternehmensangaben bei rund 60 %.

Weltmarkt Strahlenquellen für Nuclear Imaging (Mio. €)



Schwerpunkt Onkologie

Demographie stützt das Marktwachstum

Fokus auf Prostata- krebs, Geräte finden auch bei anderen Krebsarten Einsatz

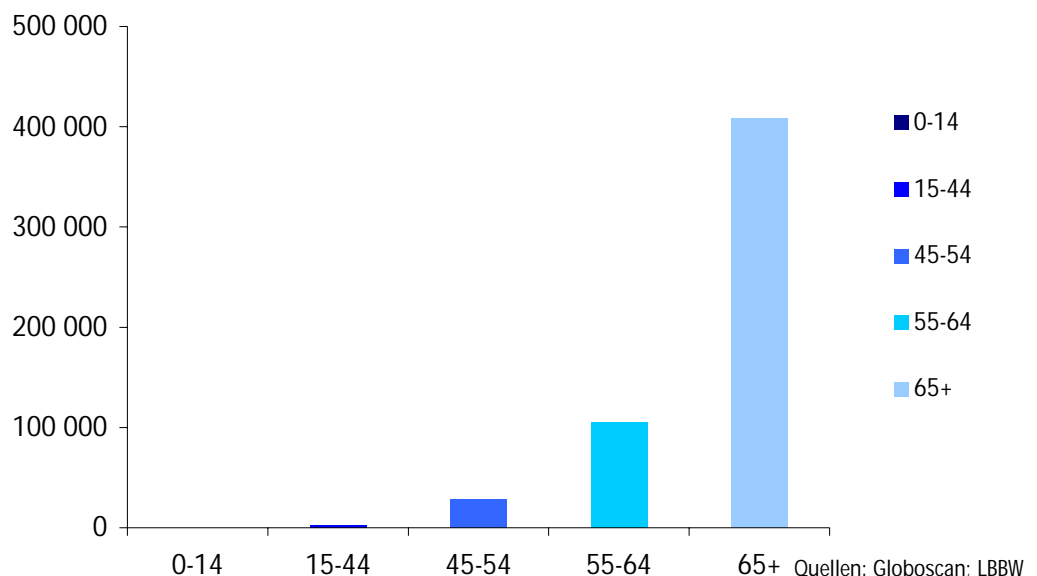
Brachytherapie nur für Tumore in frü- hen Stadien

Typische Alterser- krankung

Medizinisch-therapeutische Anwendungen

- Bei den medizinisch therapeutischen Anwendungen dreht sich das Produktportfolio und damit die anvisierten Märkte um die Onkologie. Krebs gehört zu den großen Indikationen im Healthcare-Bereich. Wir schätzen das Volumen des Weltmarktes für 2003 auf knapp 28 Mrd. USD. Das durchschnittliche jährliche Wachstum liegt nach unseren Schätzungen weiterhin bei 11 % und wird auch durch die demographischen Entwicklungen in den Industrieländern gestützt: Da Krebs auch eine Alterserkrankung ist, verstärkt sich die Inzidenz mit einer zunehmenden Vergreisung der Bevölkerung.
- Diese Gesamtmarkt Betrachtung spielt allerdings für EZAG nur eine untergeordnete Rolle. Bezieht man sich auf die Krebsart, so ist für EZAG vor allem der Prostatakrebs in einem frühen Stadium von besonderem Interesse. Allerdings hat sich EZAG über strategische Investitionen auch in das Gerätegeschäft zur Applikation von Strahlentherapie eingekauft und ist damit auch bei anderen Krebsarten aktiv.
- Prostatakrebs ist in Deutschland die zweithäufigste Todesursache unter den organbezogenen Krebsarten. Wird ein Tumor frühzeitig erkannt, ist seine Behandlung durch eine Brachytherapie in der Regel möglich: Der Tumor ist dann räumlich eingegrenzt, Verwachsungen mit dem umliegenden Gewebe sind noch nicht vorhanden, und es haben sich noch keine Metastasen gebildet (so genannte T1- und T2-Tumore). Größere Tumore, Verwachsungen oder Metastasen (T3 und T4) können nicht mit der Brachytherapie behandelt werden. Solche Tumore werden in der Regel durch chirurgische Eingriffe und Chemotherapie behandelt.
- Prostatakrebs ist typischerweise eine Alterserkrankung, der aber selten auch bei jüngeren Männern auftritt.

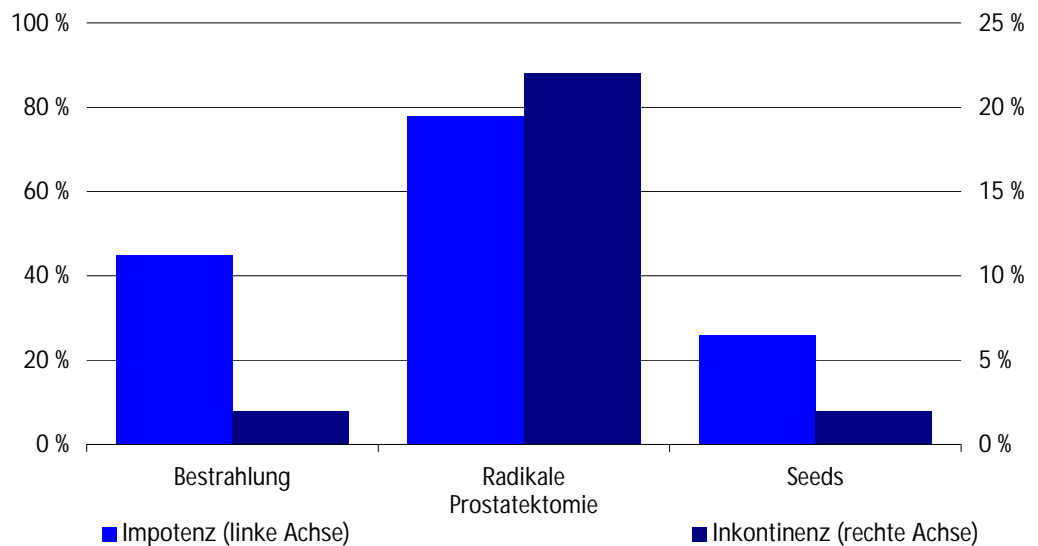
Häufigkeit von Prostatakrebs nach Altersgruppen



Vereinfachte Darstellung der Seed-Implantation

- Wir haben die Vorgehensweise der permanenten Seed-Implantation bereits in mehreren Publikationen ausführlich dargestellt und verzichten daher an dieser Stelle auf Details. Vereinfacht dargestellt werden dabei kleine radioaktive Strahlenquellen mit einer Hohlnadel direkt in den Tumor appliziert und sollen dort das umliegende Krebsgewebe irreparabel schädigen, während das gesunde Gewebe außerhalb des Krebstumors weitgehend geschont wird.

Nebenwirkungen (% behandelter Patienten)



Quellen: <http://www.urologie-vaterstetten.de/images/hp1.pdf>; LBBW

Mindestens gleich gute Ergebnisse

- Die Seed-Implantation erreicht in der Regel mindestens gleich gute Ergebnisse wie die radikale Prostatektomie (chirurgischer Eingriff mit Entfernung der Prostata) oder die externe Bestrahlung.

Ambulante Behandlung möglich

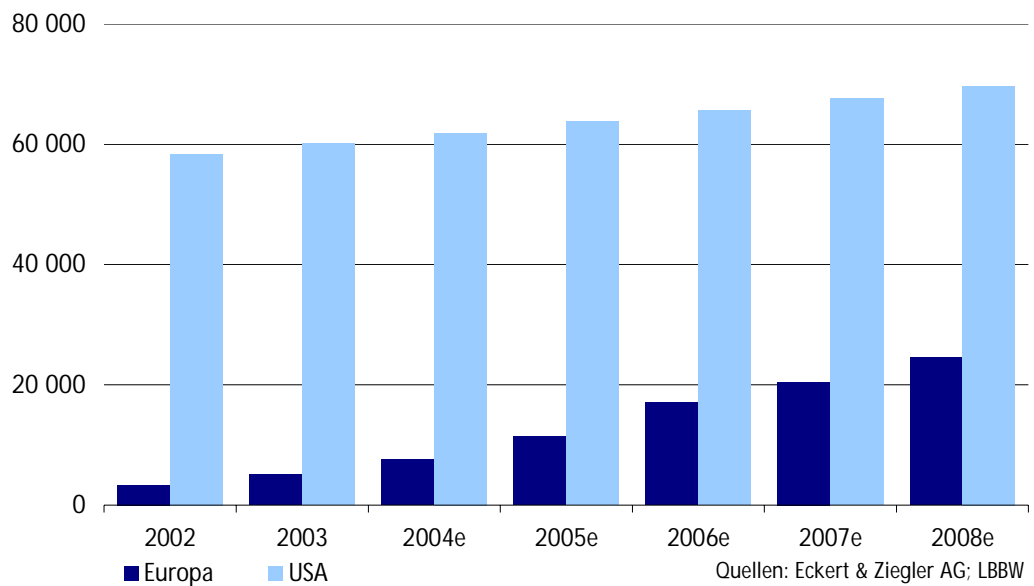
- Die wesentlichen Vorteile dieser Behandlung liegen zum Einen in der Möglichkeit der ambulanten Versorgung des Patienten. Die radikale Prostatektomie ist hingegen üblicherweise mit einem ein- bis zweiwöchigen Krankenhausaufenthalt verbunden. Zum anderen fallen die Nebenwirkungen bei einer Behandlung mit Seeds deutlich geringer aus als bei den herkömmlichen Methoden, die aber für Tumore in späteren Stadien nach wie vor unabdingbar sind.

Geringere Nebenwirkungen

- Da ein frühes Stadium des Tumors Voraussetzung für die Anwendung der Seed-Implantation ist, kommt der Früherkennung eine besonders wichtige Rolle zu. In den USA ist die Inanspruchnahme von Früherkennungsuntersuchungen für Prostatakrebs weit verbreitet. Derzeit läuft zwar eine konträr geführte wissenschaftliche Diskussion darüber, welche Parameter (z.B. PSA-Wert oder andere) für eine Diagnose sinnvoll sind; allerdings bleibt unverkennbar, dass in den USA, wo die Vorsorgeuntersuchungen in größerem Umfang in Anspruch genommen werden als in Europa, Prostatakrebs in der Regel früher erkannt wird und damit auch eher mit Seeds behandelt werden kann.

Stärkung der Vorsorge ist wichtig für die Marktentwicklung in Europa

Behandlungszahlen Prostataimplantate



USA ist auf einem hohen Niveau mit geringem Wachstum

Europa sollte deutlich stärker wachsen können

Marktvolumen kaum verlässlich abschätzbar

Akquisitionsstrategie der EZAG: Profitabilität durch Konzentration der Produktion

Vorwärtsintegration

- Mittlerweile befinden sich die Fallzahlen der mit Seed-Implantaten behandelten Patienten in den USA auf einem hohen Niveau (ca. 3 % Wachstum p. a.), auf dem sich nur noch ein geringes, vor allem auf demographischen Veränderungen basierendes Wachstum ergibt. In Europa hingegen ist die Ausgangsbasis für die Entwicklung der Seed-Therapie zur Behandlung von Prostatakrebs sehr viel niedriger. Im Schnitt geht nur jeder sechste Mann zur Vorsorgeuntersuchung. Wir halten für einen Betrachtungszeitraum bis 2006 ein Wachstum von 50 % pro Jahr für möglich. Darin schlagen sich bereits erfolgte Kostenerstattungszusagen (wie beispielsweise in Belgien oder in Deutschland für den stationären Bereich) wie auch aus unserer Sicht noch zu erwartende Kostenerstattungszusagen nieder. Nach 2006 sollte sich das Wachstum unseres Erachtens auf 20 % pro Jahr abflachen.
- Ein Marktvolumen ist unseres Erachtens hier kaum verlässlich abschätzbar. Zum Einen beschränkt sich die Einsatzmöglichkeit der Seed-Implantation auf Tumore in frühen Stadien, und das bedeutet einen umso kleineren Markt, je weniger Männer zur Vorsorgeuntersuchung gehen. Zum Anderen sind die Erstattungsbedingungen von Land zu Land sehr unterschiedlich und befinden sich auch zum Teil noch im Umbruch. Wie groß jedoch der Markt tatsächlich ist, ließe sich nur mit verlässlichen Erstattungsbeträgen berechnen.
- Neben dem Fokus der permanenten Seed-Implantation zur Behandlung von Prostatakrebs hat sich EZAG durch gezielte Akquisitionen auf ein verwandtes Gerätegebiet vorgewagt. Die von Schering (CIS Bio) und HEK erworbenen Afterloader-Sparten ergänzen das Geschäft der EZAG mit medizinisch-therapeutischen Strahlenquellen sinnvoll. Afterloader sind Applikationsgeräte für radioaktive Strahlenquellen, die grundsätzlich auch für andere Krebsarten außer Prostatakrebs wie beispielsweise Kehlkopfkrebs, Brustkrebs oder auch Gebärmutterhalskrebs Einsatz finden. Hierbei ist die generelle Kostenerstattung in aller Regel sichergestellt.
- Diese Akquisitionsstrategie soll zum Einen Produktionen zusammenführen und zentralisieren, die als einzelne Produktionsstätten nicht rentabel betrieben werden konnten. Zum Anderen stellen die Akquisitionen eine Vorwärts-

Geschäft mit Verbrauchsmaterialien

integration dar, bei der EZAG einige (potenzielle) Abnehmer in den Konzern integriert. Das macht umso mehr Sinn, als bei dem Einzelbetrieb und andauernden Verlusten die Gefahr einer Schließung bestanden hätte, was EZAG Kunden gekostet hätte. So aber werden nicht nur die Geräte, sondern auch die dazugehörigen Verbrauchsmaterialien, das sind die radioaktiven Strahlenquellen, am Markt angeboten.

Kleine Märkte, aber gutes Wachstum

Hoher Marktanteil der EZAG

Niedrige Ausgangsbasis für Brachytherapie in Europa

Beschränkung auf Europa

Mitentwicklung der Vorsorge

Weitere Kostenerstattungen möglich

HTA für die generelle Kostenerstattung läuft

Ausblick

- EZAG basiert mit seinen Stammgeschäften industrielle und medizinisch-diagnostische Anwendungen auf vergleichsweise kleinen Märkten, die aber zum Teil dennoch beachtliche Wachstumsraten aufweisen.
- Berücksichtigt man dann aber auch noch, dass EZAG in beiden Märkten einen vergleichsweise hohen Marktanteil hat, wird deutlich, dass merkliches Unternehmenswachstum eigentlich nur aus dem dritten Bereich, den medizinisch-therapeutischen Anwendungen, kommen kann.
- Dafür sprechen auch weitere Argumente, die wir zum Teil schon angesprochen haben. So ist zum Ersten die Ausgangsbasis, auf der EZAG startet, vergleichsweise gering. Das gilt zwar nur für den europäischen Markt, allerdings hat EZAG mit Theragenics ohnehin einen Kooperationsvertrag geschlossen, wonach sich die Geschäftsaktivitäten mit Seeds bei Theragenics auf Nordamerika und bei EZAG auf Europa beschränken. Zum Zweiten bearbeitet EZAG nicht nur den „Bestandsmarkt“ Prostatakrebs. Das Unternehmen engagiert sich auch in der Verbesserung der „Vorsorgemoral“ bei Männern, beispielsweise beim 1. Berliner Männergesundheitstag. Und zum Dritten erwarten wir, dass in absehbarer Zeit zumindest in den wichtigsten europäischen Ländern Deutschland und Frankreich eine generelle Kostenerstattung kommen wird. In Deutschland wurde für die Brachytherapie bereits eine DRG-Abrechnungsziffer erstellt, was eine Kostenerstattung im stationären Bereich sicherstellt. Ein wesentlicher Vorteil der Brachytherapie ist jedoch die ambulante Anwendbarkeit. Hier läuft nach wie vor ein Health-Technology-Assessment (HTA), auf Grund dessen eine generelle Kostenerstattung entschieden werden soll. Vor dem Hintergrund der Vorteile, welche das Verfahren – insbesondere im Hinblick auf die Nebenwirkungen – bietet, erachten wir die Chance für einen positiven Entscheid über eine generelle Kostenerstattung für gut.

Bewertung

- Bei der Bewertung von Unternehmen greifen wir üblicherweise auf ein DCF-Modell und eine Peer-Group-Bewertung zurück.
- Die Peer-Group-Bewertung macht jedoch unseres Erachtens bei EZAG nur wenig Sinn. Eine Peer-Group, die sich auf die kleinen deutschen und börsennotierten Medizintechniker beschränkt, würde Äpfel mit Birnen vergleichen, da diese auf völlig anderen Märkten tätig sind. Diese Märkte haben in aller Regel völlig andere Volumina und Wachstumsraten als die Märkte auf denen EZAG tätig ist. Das macht unseres Erachtens einen sinnvollen Vergleich nicht möglich. Andererseits sind die direkten Konkurrenten der EZAG wie Amer-

Peer-Group macht hier keinen Sinn

Zu verschiedene Märkte bzw. Unternehmen

IBT nur in einem Teilmarkt der EZAG aktiv und nicht profitabel

Neues Produkt noch nicht am Markt

Peer-Group nur informativ

DCF nach Entity-Ansatz

15,84 € je Aktie

sham so groß und diversifiziert, dass ein Vergleich ebenfalls nicht sinnvoll ist. Diese Problematik hat sich nach der Übernahme von Amersham durch General Electric noch verstärkt.

- Kleinere börsennotierte Wettbewerber wie beispielsweise IBT sind wiederum nur in einem Teilmarkt direkte Konkurrenz zu EZAG. Zudem besteht das Problem, dass IBT nach gängiger Analystenmeinung frühestens 2006 profitabel werden wird, was unseres Erachtens voraussetzt, dass die Markteinführung von Optisource[®], einem plastikummantelten Palladium-Seed mit FDA-Zulassung, die für Q1 2005 vorgesehen ist, ein Erfolg wird. Außerdem muss IBT für Europa auf einen anderen Standard, das wären Jod-Seeds, wechseln. Hierfür muss das Unternehmen noch Entwicklungs- und Zulassungsarbeit leisten. Ein Peer-Group-Vergleich müsste sich dementsprechend ausschließlich auf EBIT oder EBITDA-Relationen stützen. Das kann aber unseres Erachtens nur ein Denkanstoss für eine Bewertung der EZAG sein, denn das Unternehmen ist deutlich diversifizierter als IBT und bereits profitabel (auch ohne Berücksichtigung des zu erwartenden Entkonsolidierungsertrages).
- Wir stellen daher eine Peer-Group für EZAG nur informativ vor, nützen sie aber nicht für eine Bewertungsindikation.

Unternehmen	Währung	Kurs	Gewinn je Aktie			KGV			EV	EBITDA			EV/EBITDA		
			03	04e	05e	03	04e	05e		03	04e	05e	03	04e	05e
IBT	€	4,70	-0,65	-0,34	-0,04	neg.	neg.	neg.	30,8	-3,6	-1,7	-0,1	neg.	neg.	neg.
Theragenics	USD	3,79	0,00	n.v.	n.v.	n.m.	n.v.	n.v.	50,5	5,3	n.v.	n.v.	9,6	n.v.	n.v.
Eckert & Ziegler	€	9,10	0,28	0,20	0,48	32,7	46,1	18,9	23,8	5,9	5,6	7,6	4,0	4,2	3,1

Quellen: Bloomberg; LBBW

- Unser DCF-Modell basiert auf dem Entity-Ansatz mit einer fünfjährigen Detail- sowie einer fünfjährigen Wertreiberplanung und dem daran anschließenden Terminal Value. Die Kalkulationsgrundlagen unseres Modells lauten:

Kalkulationsgrundlagen		Wertreiber (Phase II; % vom Umsatz)	
Zielkapitalstruktur (EK:FK)	60:40	Umsatzwachstum	7,0 %
Risikofreier Zins	3,9 %	EBIT-Marge	10,0 %
Risikoprämie	5,8 %	Steuerquote	40,0 %
Beta	1,6	Rückstellungsquote	11,0 %
Unternehmensaufschlag	2,5 %	Abschreibungsquote	8,0 %
WACC	9,4 %	Investitionsquote	8,0 %
		Working Capital-Quote	23,0 %
		Nachhaltiges Wachstum	1,0 %

Quelle: LBBW

- Auf der Basis dieser Kalkulationsgrundlagen ergibt sich folgende Übersicht für das DCF-Modell, aus der sich ein Wert des Eigenkapitals von 47,2 Mio. € bzw. 15,84 € je Aktie errechnet.

DCF-Modell (T€)	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	35 771	41 137	47 513	52 264	55 923	59 838	64 026	68 508	73 304	78 435
EBIT	1 940	3 702	4 989	5 488	5 872	5 984	6 403	6 851	7 330	7 843
EBIT-Marge	5,4 %	9,0 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
- EE-Steuern	900	1 688	2 247	2 398	2 415	2 394	2 561	2 740	2 932	3 137
EE-Steuerquote	-55,9 %	-50,0 %	-48,0 %	-46,0 %	-43,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %
+ Abschreibungen	-3 700	-3 885	-4 079	-4 283	-4 497	-4 787	-5 122	-5 481	-5 864	-6 275
Abschreibungsquote	-10,3 %	-9,4 %	-8,6 %	-8,2 %	-8,0 %	-8,0 %	-8,0 %	-8,0 %	-8,0 %	-8,0 %
Rückstellungen	4 300	4 730	5 203	5 723	6 296	6 582	7 043	7 536	8 063	8 628
Rückstellungsquote	12,0 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	11,3 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
+Veränderung Rückstellungen	2 451	430	473	520	572	287	461	493	528	564
= Operativer Cashflow	7 191	6 329	7 295	7 894	8 526	8 664	9 424	10 084	10 790	11 545
- Investitionen in SA	2 500	2 875	3 306	3 637	4 001	4 787	5 122	5 481	5 864	6 275
Investitionsquote	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,2 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Working Capital	10 000	10 930	11 681	12 483	13 551	13 763	14 726	15 757	16 860	18 040
Working Capital-Quote	28,0 %	26,6 %	24,6 %	23,9 %	24,2 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %
- Erhöhung Working Capital	4 019	930	751	802	1 068	212	963	1 031	1 103	1 180
=Free Cashflow	672	2 524	3 237	3 455	3 458	3 665	3 339	3 573	3 823	4 090

Quelle: LBBW

Sensitivitätsanalyse mit variiertem Diskontierungssatz und Wachstumsrate der ewigen Rente

- DCF-Modelle sind auf Grund ihres Aufbaus von den ihnen unterliegenden Annahmen abhängig. Um dies auch für EZAG zu demonstrieren, führen wir eine Sensitivitätsanalyse durch. Dabei soll gezeigt werden, in welchem Ausmaß der Unternehmenswert schwankt, wenn zwei Parameter des Modells, nämlich der unterstellte Diskontierungssatz und die unterstellte Wachstumsrate der ewigen Rente, variiert werden.

Sensitivitätsanalyse				Sensitivitätsanalyse			
Wert des Eigenkapitals (Mio. €)				Wert des Eigenkapitals je Aktie (€)			
	Diskontierungszins				Diskontierungszins		
Wachstum	8,4 %	9,4 %	10,4 %	Wachstum	8,4 %	9,4 %	10,4 %
0,0 %	48,1	45,0	42,3	0,0 %	16,14	15,08	14,19
1,0 %	51,0	47,2	44,2	1,0 %	17,10	15,84	14,80
2,0 %	54,8	50,1	46,4	2,0 %	18,36	16,80	15,56

Quelle: LBBW

Empfehlung

- EZAG verfügt über zwei feste Standbeine in seinen Stammgeschäften industrielle und medizinisch-diagnostische Anwendungen radioaktiver Strahlenquellen. Die Märkte sind vergleichsweise klein und weisen nur ein kleines bis mittleres Wachstum auf. Allerdings hat EZAG sich in diesen Märkten eine sehr gute Marktstellung erarbeitet.
- Das dritte Standbein des Unternehmens, die medizinisch-therapeutischen Anwendungen ist eher jung und insbesondere bei der Brachytherapie in Europa, auf die EZAG sich konzentriert, noch vergleichsweise unreif. Die Chancen für eine überdurchschnittliche Marktentwicklung stehen jedoch unseres Erachtens gut, die Gründe dafür haben wir bei den Marktbetrachtungen ausgeführt.
- Unser DCF-Modell zeigt nach einer Überarbeitung unserer Schätzungen eine klare Unterbewertung des Unternehmens auf. Wir behalten vor diesem Hintergrund unsere Empfehlung bei, die Aktien der EZAG zu kaufen.

Zwei feste Standbeine im Stammgeschäft

Drittes Standbein mit großem Wachstumspotenzial

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	1,2	0,0
Minderheiten	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	-1,3	1,8	1,6
<i>Marge</i>	<i>neg.</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,8%</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	56,6
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	6,1
Umlaufvermögen	18,4	25,2	28,2
Passiva	45,7	53,8	56,6
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	3,2
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	- 2,2
Sonstige Veränderungen	2,2	0,0	0,0
Operativer Cashflow	4,2	1,7	3,3
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	0,3
Liquide Mittel Anfang des Jahres	6,1	8,9	5,8
Liquide Mittel Ende des Jahres	8,9	5,8	6,1

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.