

Kaufen

Kursziel: 18,00 €

Kurs: 11,95 €

07.11.2005 17:30 h

Letztes Rating:

Kaufen

Letzte Analyse:

09.08.2005

S&P-Rating: n.r.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:

3,25 Mio.

Marktkapitalisierung:

38,8 Mio. €

Index: Techn. All Share

Indexgewicht: 0,09 %

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender: GJ 2006 am

31. März 2006

Dividende 2005e:

0,15 €

ISIN DE0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger

Dr. oec., Dipl.-Volkswirt,

Investmentanalyst

Tel. +49-(0)711 - 127 -7 40 29

alexander.burger@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-

Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Eckert & Ziegler

08. November 2005

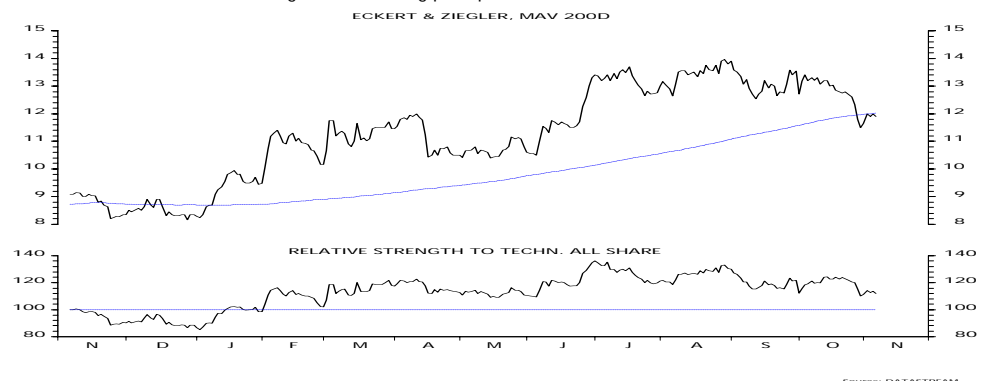
Auf neuen Wegen mit neuen Produkten ...

Eckert & Ziegler (EUZ) entwickelt sich stabil und gemäß unseren Erwartungen. Die Akquisitionsstrategie wird konsequent fortgeführt und die Erweiterung der Anwendungen und Kostenerstattungen sowie neue Geschäftsfelder eröffnen neue Chancen. Wir haben unser Bewertungsmodell den aktuellen Gegebenheiten angepasst und empfehlen die Aktie der EUZ weiterhin zum Kauf.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2004*	0,72	0,74	1,0	6,0	16,7
2005e	0,54	0,54	1,0	5,4	0,3
2006e	0,70	0,70	0,8	4,7	17,1
2007e	0,81	-	0,8	4,4	14,8

Unternehmenszahlen	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBIT-Marge	Nettoergebnis
	Mio. €	Mio. €	Mio. €		Mio. €
2004*	35,5	7,2	3,4	9,7 %	2,2
2005e	40,7	8,0	4,1	10,0 %	1,8
2006e	47,0	9,1	4,9	10,5 %	2,3
2007e	51,7	9,8	5,4	10,5 %	2,6

* ohne Sondereinflüsse und "changes of accounting principles"



Stenogramm

- ++ Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist.
- + Akquisitionswachstum.
- + Hohes Wachstum im Therapiebereich.
- Großaufträge u.a. bedingen mitunter Umsatzverschiebungen.
- Teilsegmente mit eher schwachem Marktwachstum.
- Schwache Gewinnprognose.

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

Ansprechpartner

Equity Research ++49 / (0) 711 / 127 -

Leitung Equity Research

Horst Soulier – 7 40 61
horst.soulier@LBBW.de

Leitung Large Caps

Ingo Frommen – 7 46 48
ingo.frommen@LBBW.de

Leitung Mid/Small Caps

Jürgen Graf – 7 41 14
juergen.graf@LBBW.de

Leitung Strategy

Werner Bader – 7 30 63
werner.bader@LBBW.de

Life Science

Dr. Alexander Burger – 7 40 29
alexander.burger@LBBW.de

Dr. Christine Feller – 7 05 64
christine.feller@LBBW.de

Dr. Hanns Frohnmeier – 7 65 33
hanns.frohnmeier@LBBW.de

Dr. Timo Kürschner – 7 05 65
timo.kuerschner@LBBW.de

Ulle Wörner – 7 84 47
ulle.worner@LBBW.de

Equity Sales ++49 / (0) 711 / 127 -

Leitung Equity Sales

Uwe Müller-Kasporick – 2 50 70
uwe.mueller-kasporick@LBBW.de

Institutional Sales

Manfred Kuntzsch – 2 50 70
manfred.kuntzsch@LBBW.de

Equity Derivatives Sales and Marketing

Jan Krüger – 2 51 10
jan.krueger@LBBW.de

Verbund Sales Trading

Ralf Schiller – 2 50 60
ralf.schiller@LBBW.de

Institutional Sales Trading

Andreas Radtke – 2 50 65
andreas.radtke@LBBW.de

Institutional Client Management

Felix von Lewinski – 2 50 22
felix.vonlewinski@LBBW.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	4
SWOT-Profil	5
Bewertung	6
Empfehlung	8
Unternehmensprofil	9
Markt und Wettbewerb	13
Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr	19
Ausblick	21
Aktionärsstruktur	23
Dividendenpolitik	24
Anhang	25

Executive Summary

Etablierter Isotopenspezialist.

Eckert & Ziegler (EUZ) ist ein in Nischenmärkten isotopentechnischer Technologien etabliertes Unternehmen. In Teilmärkten hat EUZ Marktanteile von über zwei Dritteln. Allerdings sind diese Märkte oft vergleichsweise klein und reif, das heißt, sie weisen nur ein geringes Wachstum auf.

„Resteverwertung“.

EUZ betreibt eine Akquisitionsstrategie, mit der das Unternehmen sein Produktportfolio kontinuierlich erweitert. Der Vorstand bezeichnet die Strategie gerne selbst etwas süffisant als Resteverwertung, weil es sich dabei oftmals um Teilbereiche anderer Unternehmen handelt, welche von diesen nicht (mehr) profitabel betrieben werden können. EUZ führt diese Unternehmen dann im eigenen Konzern zusammen, konzentriert und verschlankt die Verwaltung, den Vertrieb und die Produktion. Am Ende soll dann die „Summe“ der akquirierten Unternehmen positiv zum Konzernergebnis beitragen.

Innovationsführer in reifen Märkten.

EUZ zeichnet sich auch dadurch aus, dass das Unternehmen in sehr reifen Märkten mit innovativen Produktideen aufwarten kann, die dem Anwender seine tägliche Arbeit erleichtern können. Ein Beispiel hierfür ist die Umstellung der Strahlenquellen für Afterloader-Geräte für den Export in Länder, in dem die Logistik eine kontinuierliche Versorgung mit Ersatzstrahlenquellen kaum zulässt.

Etablierung von Behandlungsformen.

EUZ ist ein führendes Unternehmen in Europa, wenn es um die Etablierung der Brachytherapie, insbesondere bei der Behandlung von Prostatakrebs, geht. Diese im Vergleich zur radikalen Prostatektomie schonende Methode zur Behandlung von Prostatakrebs in einem frühen Stadium ist in den USA etabliert, feiert aber in Europa mit kontinuierlich neuen Kostenerstattungszusagen gerade erst ihren Siegeszug. Und EUZ ist „mittendrin, statt nur dabei“.

Die Übernahme von SpondylAT von Altmann zur Behandlung von Morbus Bechterew sehen wir noch zurückhaltend. Stringent durchgeführte Wirksamkeitsstudien fehlen noch, und das bisherige Ergebnis eines Health Technology Assessments steht der Behandlungsform abwartend gegenüber.

Einstieg in neue Geschäftsfelder

Mit der Übernahme der f-con stieg EUZ in den Markt für Kontrastmittel für die Positronen-Emissions-Tomographie (PET) ein. Darüber hinaus eröffnet sich mit der Akquisition der EURO-PET der Einstieg in die Produktion radioaktiv markierter Generika. Hier hält EUZ dem Investor auch bereits ein kleines Bonbon vor die Nase, wonach sich EUZ bereits mit einem US-amerikanischen Unternehmen über die Produktion eines radioaktiv markierten Generikums geeinigt habe. Details dazu – wie beispielsweise der Partner, die Indikation u.a. – sollen später bekannt gegeben werden.

SWOT-Profil

Stärken

- EUZ ist ein weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist.
- Die Märkte für industrielle Strahlenquellen sind sehr stabil.
- EUZ hat im Bereich industrieller Strahlenquellen einen hohen Marktanteil.
- In Europa ist EUZ ein führender Anbieter im Bereich Brachytherapie.
- In einigen Ländern Europas existieren Kostenerstattungsregeln für die Brachytherapie (insbesondere bei der Behandlung von Prostatakrebs).

Schwächen

- Die Abwicklung von Großprojekten (Anlagenbau, Tendaraufträge) kann zu Umsatzverschiebungen und damit zu Unsicherheit führen. Das schlägt sich auch in entsprechenden Gewinnprognosen des Unternehmens nieder.
- Das Marktwachstum bei industriellen Strahlenquellen ist eher gering.
- Die Kostenerstattungssituation für die Behandlung von Prostatakrebs mittels Brachytherapie ist in einigen Ländern noch nicht oder nicht sinnvoll gelöst.
- Die Marktkapitalisierung der EUZ ist sehr gering, so dass der Titel für viele institutionelle Investoren kaum Relevanz hat.

Chancen

- Die Brachytherapie steht in Europa in einzelnen Indikationen, vor allem bei Prostatakrebs, am Beginn ihrer Etablierung mit hohem Wachstumspotenzial.
- Die Entwicklung und Einführung innovativer Produkte eröffnet EUZ auch in reifen Märkten immer wieder neue Kunden- und Umsatzpotenziale.
- Eine weitere Verbreitung der Positronen-Emissions-Tomographie (PET) durch neue Indikationsgebiete (z.B. Alzheimer) oder Kostenerstattungsregeln könnte auch für EUZ als Lieferant von Strahlenquellen positiv wirken.
- Die Akquisitionen der EUZ und deren nachfolgende Reorganisation und Eingliederung in den Konzern bergen Umsatz- und Ertragspotenzial.
- EUZ sieht SpondylAT als Chance, da viele Patienten erfolgreich behandelt wurden und lediglich eine konsequent durchgeführte klinische Studie fehlt.

Risiken

- Ein Ausbleiben der generellen Kostenerstattung in Deutschland (bisher nur über DRGs) könnte die weitere Verbreitung der Behandlungsform behindern.
- Mit dem geplanten Einstieg in die Produktion radioaktiv markierter Generika und der Übernahme von SpondylAT erwachsen EUZ Zulassungsrisiken.
- Kurzfristige Gedankenhorizonte bei – vor allem gesetzlichen – Krankenkassen könnten dazu führen, dass ein deutlicher Schub für Technologien wie PET und damit auch für die Lieferanten der Strahlenquellen ausbleibt.

Bei einem Unternehmen der Größe von EUZ, das auf kleinen Märkten führend agiert, innovativ und profitabel ist, stellt sich immer schnell die Frage nach einer Übernahme. Wir sehen das auf Grund der Aktionärsstruktur derzeit als wenig wahrscheinlich an. Sollte ein entsprechendes Angebot aber so lukrativ sein, dass auch die Großaktionäre Eckert und Ziegler dem zustimmen, wäre eine Übernahme kaum als Risiko, sondern als Chance zu sehen. Eine Beurteilung ist aber erst bei einem konkreten Angebot möglich.

Keine Multiplikatorbewertung

Datenbasis „vergleichbarer“ Unternehmen nicht für eine Bewertung geeignet

Bewertung

Multiplikatorbewertung

- Wir stehen nach wie vor auf dem Standpunkt, dass eine Multiplikatorbewertung für EUZ keinen Sinn macht.
- Voraussetzung für eine sinnvolle Multiplikatorbewertung wären zum einen vergleichbare Unternehmen sowie verlässliches Datenmaterial über deren künftige Entwicklung.
- Im Falle der EUZ – eines profitablen Unternehmens – würden wir zudem keine Bewertung auf der Basis von Umsatzrelationen vornehmen, denn für den Investor ist letztendlich nur von Interesse, was „unterm Strich“ übrig bleibt. Damit wären aber zum anderen auch profitable Vergleichsunternehmen Voraussetzung für eine sinnvolle Multiplikatorbewertung.
- Während die Suche nach vergleichbaren Unternehmen schnell von Erfolg gekrönt ist (IBT International Brachytherapy, ein belgisches Unternehmen und Theragenics, ein US-amerikanisches Unternehmen) sehen wir die zweite Voraussetzung für eine verlässliche Multiplikatorbewertung als nicht gegeben an. Die nachfolgend dargestellte „Peer-Group“ verdeutlicht das.

Unternehmen	Währung	Kurs	Gewinn je Aktie		KGV		EV	EBITDA		EV/EBITDA	
			05e	06e	05e	06e		05e	06e	05e	06e
IBT	€	6,17	-0,08	0,18	neg.	34,3	49,6	1,2	2,6	41,3	19,2
Theragenics	USD	3,05	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	59,5	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eckert & Ziegler	€	11,95	40,21	0,70	0,3	17,1	42,8	8,0	9,1	5,4	4,7

Quellen: Bloomberg; LBBW

Discounted Cashflow Methode

- Unser DCF-Modell geht von folgenden Grundannahmen aus:

DCF-Modell - Annahmen	
Risikoloser Zins	3,4 %
Marktrisikoprämie Aktien	6,0 %
Beta-Faktor	1,60
Eigenkapitalkosten	13,0 %
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,5 %
Ziel-Eigenkapitalquote	60,0 %
WACC	9,2 %
Wachstumsrate der ewigen Rente	1,0 %

Quelle: LBBW

Anpassung des Zinssatzes und der Risikoprämie

- Wir haben bei den Grundannahmen lediglich den risikolosen Zins und die Risikoprämie an die aktuellen Gegebenheiten angepasst. Die anderen Größen sind gegenüber unserer letzten Aktieninformation zu EUZ unverändert. Mögliche Umsatz- und Ertragswirkungen von SpondylAT haben wir in unserem Modell nicht berücksichtigt.
- Auf Basis 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>14,5 %</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	2,3	2,4	2,5	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	3,9	4,1	4,3	4,5	4,8	4,4	4,7	5,1	5,4	5,8
<i>vom Umsatz</i>	<i>9,7 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>
Rückstellungen	2,9	3,2	3,5	3,8	4,2	7,0	7,5	8,0	8,5	9,1
<i>vom Umsatz</i>	<i>7,1 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,0 %</i>
Delta Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	2,7	0,5	0,5	0,6	0,6
Operativer Cashflow	6,4	7,2	7,7	8,4	8,9	11,0	9,3	10,0	10,6	11,4
Investitionen in SA	3,0	3,3	3,6	4,0	4,4	4,4	4,7	5,1	5,4	5,8
<i>vom Umsatz</i>	<i>7,4 %</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	12,2	13,1	14,1	15,4	16,7	15,8	16,9	18,1	19,4	20,8
<i>vom Umsatz</i>	<i>30,0 %</i>	<i>27,9 %</i>	<i>27,3 %</i>	<i>27,8 %</i>	<i>28,3 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>
Delta Working Capital	1,6	0,9	1,0	1,2	1,4	-0,9	1,1	1,2	1,3	1,4
Free Cashflow	1,8	2,9	3,1	3,1	3,1	7,4	3,4	3,7	3,9	4,2

Quelle: LBBW

Fairer Wert je Aktie
nach DCF: 23,97 €

- Diese Planung sowie eine finale Wachstumsrate von 1,0 % führen zu einem fairen Wert je Aktie von 23,97 €.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	26,2
Barwert der ewigen Rente	48,0
Enterprise Value	74,2
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>64,7 %</i>
Nettofinanzverschuldung	- 4,0
Anteile Dritter	0,2
Pensionsrückstellungen	0,2
Fairer Wert	77,9
Aktienanzahl (Mio.)	3,3
Fairer Wert je Aktie (€)	23,97

Quelle: LBBW

- Wir unterziehen diesen errechneten fairen Wert einer Sensitivitätsanalyse:

Sensitivitätsanalyse

Wert je Aktie (€)		Diskontierungszins		
		8,2 %	9,2 %	10,2 %
	0,0 %	24,23	22,36	20,82
Wachstum der ewigen Rente	1,0 %	26,28	23,97	22,11
	2,0 %	28,98	26,01	23,72

Quelle: LBBW

Fairer Wert u. E. nicht binnen 6 Monaten erreichbar

Geringe Marktkapitalisierung

Komplexe Produkte und Akquisitionsstrategie

Umsatzverschiebungen möglich

Für SpondylAT wird noch eine umfassende klinische Studie notwendig sein

Kaufen mit Kursziel 18,00 €

Empfehlung

- Wir halten es nach wie vor für unwahrscheinlich, dass die Aktie der EUZ den von uns errechneten fairen Wert von 23,97 € innerhalb des Empfehlungszeitraums von 6 Monaten erreichen kann.
- Dagegen spricht zum einen die nach wie vor sehr geringe Marktkapitalisierung. Größere institutionelle Investoren gehen dieses Risiko der Markttenge nur selten ein.
- Zum anderen sind die Produkte vergleichsweise komplex, auch wenn sie im Gegensatz zu vielen pharmazeutischen Produkten eigentlich viel „greifbarer“ sind. Die Akquisitionsstrategie der EUZ verstärkt diese Komplexität zum Teil noch und dürfte wohl ebenfalls zu einer Zurückhaltung bei Investoren beitragen.
- Wir haben im SWOT-Profil bereits die Problematik angesprochen, dass EUZ durch Großaufträge im Anlagenbau oder Tendaraufträge manchmal mit Umsatzverschiebungen zwischen einzelnen Quartalen zu kämpfen hat. Geht es dabei besonders um den Wechsel zwischen Q4 und Q1, wird dadurch natürlich das gesamte Jahresergebnis erheblich beeinflusst. Auch Akquisitionen, die derzeit zur Geschäftsentwicklung der EUZ gehören, können solche Unsicherheiten schaffen. Vor diesem Hintergrund hat EUZ seine Jahresprognose für das EPS auch am unteren Rand des bisherigen Korridors mit ca. 0,50 € konkretisiert.
- Die Übernahme von SpondylAT von Altmann zur Behandlung von Morbus Bechterew bewerten wir derzeit noch neutral. Die bedingte Zulassung des Medikaments läuft Ende 2005 ab. Daher sind an den Kaufpreis auch Auflagen für eine Wirksamkeitsstudie geknüpft. EUZ will in den nächsten Jahren 2,4 Mio. € in die Studie und damit den Erhalt der Zulassung stecken. Vor dem Hintergrund eines eher negativ schließenden Health Technology Assessments der Bundesärztekammer und der Kassenärztlichen Vereinigung bestehen im Gesundheitswesen doch deutliche Vorbehalte gegen die Radiumchloridtherapie, insbesondere auf Grund bisher fehlender Wirksamkeitsstudien und Langzeitergebnisse.
- Wir bleiben vor diesem Hintergrund bei unserem Vorgehen, zur Ermittlung eines Kurszieles den errechneten fairen Wert von € mit einem Abschlag von 25 % zu belegen. Wir senken unser Kursziel daher leicht von 18,50 € auf 18,00 € und empfehlen weiterhin, die Aktie der EUZ zu kaufen.

Isotopenspezialist

Umstellung der Geschäftsbereiche

Unternehmensprofil

- 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.
- Berichtstechnisch gliedert sich das Unternehmen in die Segmente
 - Nuklearmedizin und Industrie,
 - Therapie und
 - Sonstige.
- Diese Bereiche wurden für 2004 neu definiert und im Jahresabschluss wurde für 2003 eine Rückrechnung vorgenommen. Die Umstellung erklärt auch die leichte Differenz im Umsatz 2003 nach alter und neuer Rechnung.

Umsatz (Mio. €)	2002	2003	2004	
Industrie & Nuclear Imaging	20,9	17,8	-	-
Kardiologie & Onkologie	10,4	10,8	-	-
Immunologie	0,0	0,2	-	-
Sonstige	2,3	2,3	-	-
Gesamt	33,6	31,1	-	-
Nuklearmedizin und Industrie	-	-	17,8	19,4
Therapie	-	-	10,8	16,3
Sonstige	-	-	2,3	0,6
Gesamt	-	-	30,9	36,3

Quelle: Eckert & Ziegler AG

- Auf der Basis der neuen Segmente stellt sich der Unternehmenserfolg wie folgt dar:

	2004 (Mio. €)	Nuklearmedizin und Industrie	Therapie	Sonstige	Gesamt
Umsätze		19,4	16,3	0,6	36,3
<i>Vorjahr</i>		17,8	10,8	2,3	30,9
Abschreibungen		1,2	2,4	0,1	3,7
<i>Vorjahr</i>		1,0	2,5	0,2	3,6
Zinsergebnis		-0,6	-0,8	1,1	-0,3
<i>Vorjahr</i>		-0,7	-0,7	1,2	-0,2
Nicht zahlungswirksamer Ertrag/Aufwand		0,3	1,7	1,0	3,0
<i>Vorjahr</i>		-1,4	-0,5	0,0	-1,8
Steuern		0,6	0,8	-0,2	1,3
<i>Vorjahr</i>		0,6	0,6	0,2	1,4
Ergebnis der fortlaufenden Geschäftstätigkeit		1,1	1,4	-0,2	2,3
<i>Vorjahr</i>		1,0	0,8	0,3	2,1

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Deutliche Wechselkurseinflüsse

- Geht man von der segmentorientierten zur Konzernrechnungslegung über, so lässt sich die längerfristige Entwicklung der EUZ darstellen, die aber insbesondere im Umsatz von Wechselkursentwicklungen beeinflusst ist.

Mio. €	2000	2001	2002	2003	2004
Umsatz	23,6	32,8	31,2	29,2	35,5
Bruttoergebnis	9,4	14,0	15,3	13,5	16,3
EBITDA	4,6	12,7	6,3	5,9	7,2
EBIT	2,0	5,1	2,0	2,2	3,4
Vorsteuerergebnis	2,5	5,2	0,9	1,9	3,6
Jahresergebnis (vor Sondereinflüssen und Minderheiten)	1,3	3,2	0,3	0,8	2,3
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)	0,39	1,00	0,11	0,25	0,72
Gewinn je Aktie (€)	0,39	1,00	0,11	-0,42	1,08

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Akquisitionen beeinflussen Umsatzwachstum

- Im Jahr 2004 wurden die Wechselkurseinflüsse im Umsatz allerdings durch eine positive operative Entwicklung sowie durch Akquisitionswachstum überkompensiert, was den deutlichen Umsatzsprung erklärt.

Reife Märkte in Nuklearmedizin und Industrie

- Die Strategie des Unternehmens im Segment Nuklearmedizin und Industrie basiert auf verhältnismäßig reifen Märkten. Hier profitiert EUZ von seiner guten Marktstellung, schafft es aber auch immer wieder, durch Produktinnovationen den Markt zu verändern. Darüber hinaus profitiert das Unternehmen auch davon, dass bestehende Technologien neue Anwendungen finden oder durch Kostenerstattungszusagen von Krankenkassen mehr nachgefragt werden. Ein Beispiel hierfür ist die im Rahmen des SWOT-Profiles erwähnte PET.

Wachstumsbereich Therapie

- Der Bereich Therapie hingegen ist klar auf Wachstum getrimmt. Hier visiert EUZ Märkte an, die oftmals ein deutlich zweistelliges Wachstum haben. Das hat allerdings mitunter auch den Grund, dass EUZ diese Märkte mit schafft. Ein Beispiel hierfür ist sicherlich die Behandlung von Prostatakrebs mittels Permanentimplantaten, den so genannten Seeds:

Brachytherapie als Therapie der Wahl in den USA

- In den USA ist diese Methode für Patienten, deren Karzinom frühzeitig erkannt wurde, die Methode der Wahl. Rund ein Drittel der in den USA diagnostizierten Prostatakarzinome werden mit Seeds behandelt.
- In Europa ist die Therapie noch in einem vergleichsweise frühen Marktstadium, was sicherlich auch mit der nach wie vor noch begrenzten Kostenerstattung zusammenhängt. Hier hat EUZ sehr viel Aufbauarbeit geleistet, indem den Patienten und den Krankenkassen die Vorteile der Methode, beispielsweise deutlich geringere Impotenz- und Inkontinenzrisiken oder auch das ambulante Verfahren, verdeutlicht wurden.

In Europa wächst der Markt noch

- In der Folge konnte beispielsweise in Belgien eine Sachkostenerstattung, in Deutschland eine Kostenerstattung im Rahmen des stationären DRG-Katalogs und in Frankreich eine Kostenerstattung in Rahmen festgelegter Budgets erreicht werden. Bei EUZ schlägt sich das in Wachstumsraten dieses Bereich von über 20 % nieder.

Kostenerstattungen in der EU noch unterschiedlich

Akquisitionen ergänzen das Produktportfolio

- EUZ hat darüber hinaus im Frühjahr 2005 bekannt gegeben, dass man sich mit einem Partner über die Einlizenzierung eines radioaktiv markierten Generikums geeinigt habe. Allerdings wurde bislang weder der Partner noch das Medikament oder die Indikation, in der es eingesetzt werden soll, benannt.

SpondylAT gegen Morbus Bechterew

Kaufpreis bis zu 1,6 Mio. €

Investitionen von bis zu 2,4 Mio. € in klinische Studien

Langzeitbeobachtung erforderlich

Weitere Anwendungen für die Brachytherapie

Mitarbeiterzahlen von Akquisitionen beeinflusst

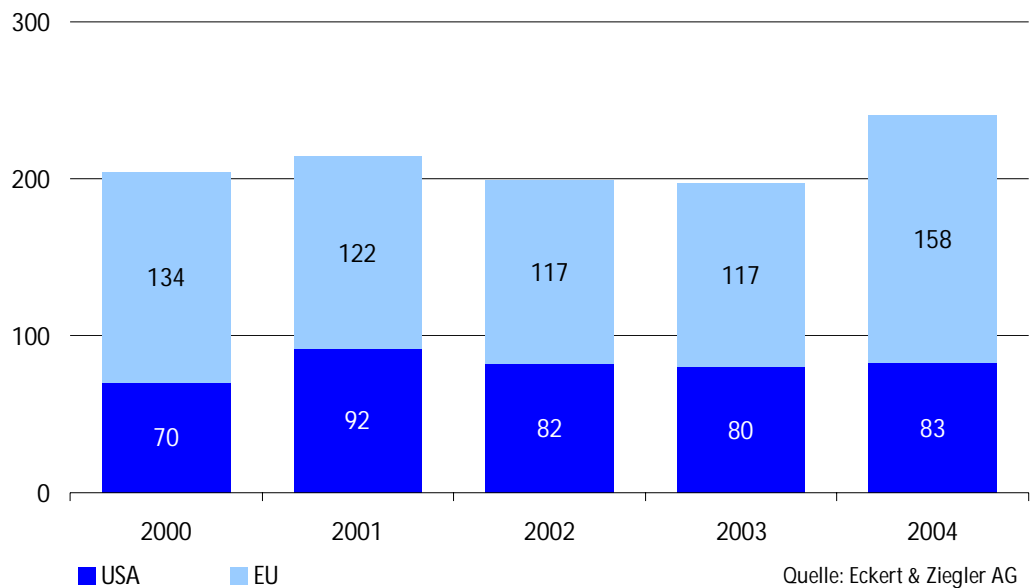
- Im September 2005 gab EUZ die Übernahme der Radiumchloridtherapie gegen Morbus Bechterew unter dem Namen SpondylAT von Altmann bekannt. Das Verfahren hat seit 2000 eine bedingte Zulassung des BfArM (Bundesamt für Arzneimittelzulassung). Auflage dabei ist die Erstellung einer systematischen Wirksamkeitsstudie, die bisher trotz vielfacher Anwendung der Therapieform fehlt. Der Kaufpreis betrug 1,6 Mio. €, wobei Altmann Auflagen zu tragen hat: EUZ beabsichtigt, mit Hilfe von Altmann bis Jahresende ein Studiendesign erstellt zu haben, auf dessen Grundlage man beim BfArM eine Verlängerung der bedingten Zulassung erreichen will. In der Folge will EUZ bis zu 2,4 Mio. € in die klinische Prüfung investieren und damit die Sicherung der Zulassung bzw. eine Aufhebung der Bedingungen erreichen. Unseres Erachtens steht jedoch selbst bei einer positiv abgeschlossenen Wirksamkeitsstudie zu erwarten, dass EUZ weiterhin zu Langzeitbeobachtungen verpflichtet wird: Gutachterliche Empfehlungen, das Blutbild der Patienten 25 Jahre lang jährlich zu kontrollieren, sind nicht bindend, und die vorgeschriebenen Anwendungsbeobachtungen nach drei, sechs und 12 Monaten sowie nach einem, drei und fünf Jahren scheitern oft an der Mitwirkung der dann beschwerdefreien Patienten.
- Die Strategie bei den Akquisitionen ist unseres Erachtens schlüssig. Bei der Akquisition der Afterloadersparten von Schering und HEK stand die Zentralisierung der Produktion sowie der Verwaltung und des Vertriebs in Berlin im Vordergrund, um das Geschäft auf Profitabilität zu trimmen. Durch den Einsatz alternativer Strahlenquellen, die über eine deutlich längere Halbwertszeit verfügen als die bislang verwendeten Materialien, werden die Geräte aber auch in Märkten interessant, welche die Brachytherapie bislang auf Grund der mangelhaften logistischen Rahmenbedingungen kaum einsetzen konnten.
- Außerdem konnte mit den Afterloadergeräten die Brachytherapie für die Behandlung von Prostatakrebs um eine ganze Reihe von Indikationen erweitert werden. Dabei unterscheidet man zwischen der Low Dose Rate (LDR) und der High Dose Rate (HDR) Brachytherapie.

Gerät	Brachytherapie	Anwendungsgebiet (Krebserkrankung)
Curiatron	LDR	Gebärmutterhals
MultiSource	HDR	Blase, Brust, Gebärmutter, Gebärmutterhals, Gehirn, Hals, Lunge, Prostata, Rachen, Zunge

Quelle: Eckert & Ziegler AG

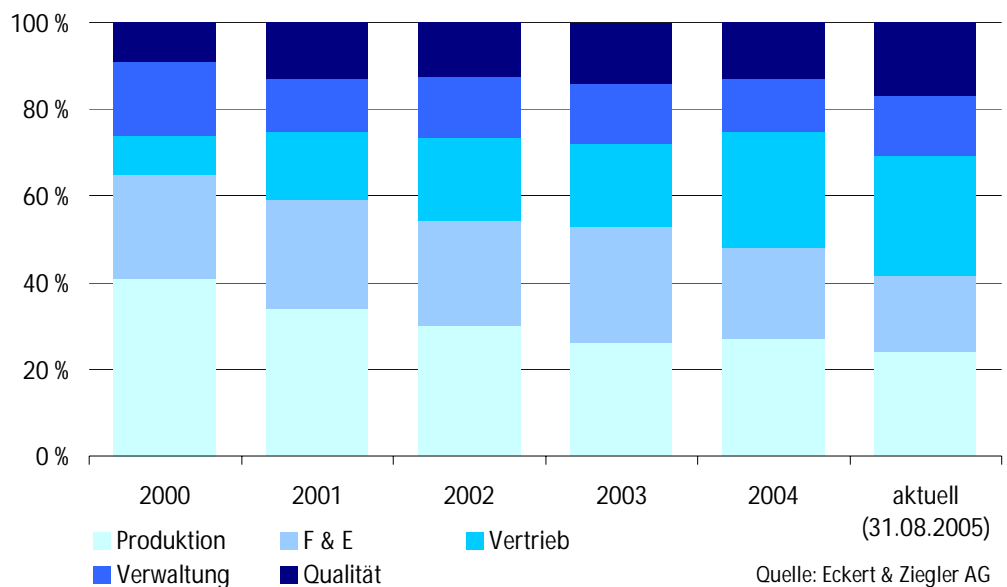
- Die Mitarbeiterzahlen, zunächst von Expansionsdrang, dann von Restrukturierungen geprägt, nahmen im vergangenen Geschäftsjahr wieder deutlich zu. Auch das ist ein Ausdruck der Akquisitionsstrategie des Unternehmens.

Mitarbeiter



- Betrachtet man die Entwicklung der Mitarbeiter nach Funktionsbereichen, so kommt darin zum einen natürlich die Degression des Verwaltungsaufwandes zum Tragen, den man bei der Akquisitionsstrategie auch erwarten würde.
- Zum anderen wird aber auch deutlich, dass EUZ sich von einem forschenden und produzierenden zu einem deutlich vertriebsorientierten Unternehmen wandelt. Aus unserer Sicht ist das sehr zu begrüßen, denn die alte Kaufmannsweisheit „Im Vertrieb wird das Geld verdient“ gilt auch hier. EUZ hat gute Produkte, ist innovativ und braucht nun die in diesen Mitarbeiterrelationen zum Ausdruck kommende Vertriebsstärke, um die Produkte auch zu platzieren.

Mitarbeiter nach Funktionsbereichen



Verschiedene Sichtweisen der Märkte

Marktführer bei Messquellen für bildgebende Verfahren

Regionale Unterscheidung bei der Brachytherapie

In den USA etabliert. In Europa noch im Aufbau

Geringes Marktwachstum in den USA

Markt und Wettbewerb

- EUZ ist in einer Vielzahl einzelner Märkte aktiv, die jeweils sehr unterschiedliche Volumina und Wachstumsraten aufweisen. Je nachdem, wie diese Märkte aggregiert werden, ergeben sich Betrachtungsunterschiede.
- EUZ gibt selbst einen interessanten Überblick über die Marktstellung in den einzelnen Feldern, der auf die Marktstellung des Unternehmens abzielt.
- So sieht sich EUZ beispielsweise im Imaging-Markt, also im Markt für Messquellen für bildgebende Verfahren, als klarer Marktführer mit einem Weltmarktanteil von über zwei Dritteln.
- Bei der Therapie, insbesondere der Behandlung von Prostatakarzinomen mittels Permanentimplantaten, ist die Betrachtung regional zu unterscheiden. Nachdem EUZ mit Theragenics eine Markttrennungsvereinbarung getroffen hat, ist EUZ in diesem Bereich in den USA quasi nicht vertreten. In Europa hingegen hat EUZ zu einem großen Teil zum Aufbau des Marktes beigetragen, was sich auch in den Marktanteilen niederschlägt.

Marktanteile in der Brachytherapie (2003)

Unternehmen	Deutschland	Frankreich	Großbritannien	Italien	Europa
C.R.Bard	17,9 %	42,6 %	15,5 %	19,5 %	22,7 %
IBT	5,6 %	0,0 %	0,0 %	2,9 %	2,8 %
Nucletron	1,4 %	5,8 %	1,9 %	4,1 %	2,8 %
Oncura	55,8 %	13,5 %	81,4 %	69,4 %	54,4 %
BEBIG*	19,3 %	38,1 %	1,2 %	4,1 %	17,3 % ¹

* Tochterunternehmen der Eckert & Ziegler AG

Quelle: Millenium Research Group, Eckert & Ziegler AG

¹ exklusive OEM-Geschäft, inklusive läge der Anteil bei 25 - 30 %

- Die Märkte in Europa in diesem Bereich sind sehr jung. In den USA feierte die Methode bereits in den späten 80er Jahren ihren Durchbruch, und mittlerweile werden rund ein Drittel aller Prostatakrebspatienten dort mittels Brachytherapie behandelt. In Deutschland hingegen wurde die interstitielle Seed-Implantation lange Zeit nur von wenigen Kliniken angeboten, stationär durchgeführt und von den Krankenkassen nur über Einzelantrag abgerechnet. Seit 1999 wird einer der wesentlichen Vorteile dieser Therapieform, der Einsatz im ambulanten Bereich, genutzt. Die Kostenerstattung im stationären Bereich ließ allerdings noch bis Ende 2003 auf sich warten. Eine generelle Kostenerstattung für die ambulante Behandlung außerhalb der Öffnungsklauseln des GMG existiert in Deutschland noch nicht.
- Die Reife des US-amerikanischen Marktes der Brachytherapie kommt auch in den Erwartungen für die weitere Entwicklung verschiedener Behandlungsformen zum Ausdruck.

Patientenzahlen USA	2002	2008e	CAGR
Prostatektomie	48,2	57,1	2,9 %
Brachytherapie	56,3	60,8	1,3 %
Externe Bestrahlung	59,3	72,3	3,4 %
Kryoablation	3,5	15,3	27,8 %
Hochintensiver Ultraschall	0,0	2,3	-
Gesamt	167,3	207,7	3,7 %

Quelle: Medtech Insight

Wachstum in Europa, aber bei vielfach unregelmäßiger Kostenerstattung

Kostenerstattungen nach Ländern unterschiedlich

Rheumatologen als indirekte Neukunden

Marktbetrachtungen zur Prävalenz sind sehr unterschiedlich

Die Angaben unterscheiden sich fast um das 10-fache

Durchschnittliches Manifestationsalter bei 28,3 Jahren

- In Europa sieht die Situation für die Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs anders aus. Hier befindet sich der Markt noch in der Wachstumsphase, was u. a. damit zusammenhängt, dass die Kostenerstattung in vielen Ländern entweder noch nicht oder zumindest nicht umfassend geregelt ist.
- Allerdings hat sich gerade an dieser Situation in den letzten Jahren einiges geändert. So wurde beispielsweise in Belgien eine Sachkostenerstattung erreicht, in Deutschland erfolgte die Aufnahme in den DRG-Katalog der Krankenhäuser und in Frankreich erhielt EUZ eine Kostenerstattung im Rahmen festgelegter Budgets. Vor diesem Hintergrund rechnet EUZ in den nächsten Jahren in Europa mit einem Wachstum von ca. 20 % p.a. im Therapiebereich.
- Mit der Übernahme der SpondylAT-Therapie von Altmann hat sich EUZ auf ein neues Therapiefeld vorgewagt. Ähnlich wie bei der Seed-Implantation bei Prostatakrebs, wo ein Urologe einem Radiologen zuweisen muss, ist es bei der Behandlung von Morbus Bechterew mit Spondylat erforderlich, dass ein Rheumatologe einem Radiologen zuweist. EUZ sieht sich durch seine bisherigen Erfahrungen mit den Seeds und seine guten Kontakte zu Nuklearmedizinern dafür gut gerüstet.
- Die Marktbetrachtungen zu Morbus Bechterew gehen allerdings sehr stark auseinander. So geht beispielsweise das Health Technology Assessment der Bundesärztekammer und der Kassenärztlichen Vereinigung aus dem Jahr 2003/04 von einer Prävalenz (Bestandszahl) von 1,9 Promille bei Männern und 0,7 Promille bei Frauen aus. Geht man von 82,5 Mio. Einwohnern Deutschlands aus, die sich aus 40,3 Mio. Männern und 42,2 Mio. Frauen (Quelle: DESTATIS) zusammensetzen, errechnet sich daraus eine Prävalenz von rund 106 000 Morbus Bechterew-Patienten in Deutschland. Die Fachseite www.bechterew.com hingegen geht von einer europaweiten Prävalenz von 0,2 % der Bevölkerung bei einem Männeranteil von 70 % aus. Hieraus errechnet sich eine Prävalenzzahl von 165 000. Einige Publikationen gehen von Prävalenzzahlen von 0,5 % bis zu 1 % aus. Auf die letzte Zahl stützte sich auch EUZ bei seiner Meldung der Übernahme von SpondylAT und begründet seine Einschätzung mit bereits höheren Patientenzahlen, die laut IMS medikamentös gegen Morbus Bechterew behandelt werden, wobei bei diesen Zahlen physiotherapeutische und chirurgische Eingriffe nicht erfasst sind.
- Weitgehend verlässlich sind hingegen die Daten zum Manifestationsalter von Morbus Bechterew. Das Durchschnittsalter für das Auftreten erster Beschwerden liegt bei 28,3 Jahren.

Vielzahl von Konkurrenzprodukten

Bei den meisten Medikamenten gilt: Je besser die Wirkung, desto stärker die Nebenwirkungen

Einmalbehandlung, weil nur so zugelassen

Langzeitbeobachtungen der Patienten vorgeschrieben

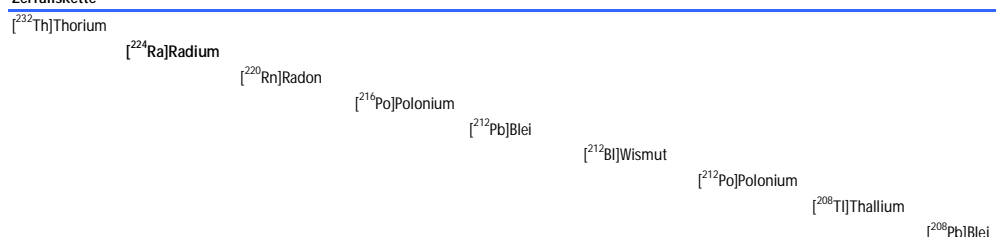
Auch bei SpondylAT gibt es Nebenwirkungen

Alter	Häufigkeit
< 15	4 %
15-40	90 %
> 40	6 %

Quelle: HTA Morbus Bechterew

- Die Konkurrenz zu der Therapie ist sehr groß. Von einfachen physiotherapeutischen Behandlungen sind auch zahlreiche medikamentöse und auch eine chirurgische Behandlung für den Patienten verfügbar.
- Die Liste der Medikamente ist sehr umfangreich und beginnt bei nichtsteroidalen Antiphlogistika wie Ibuprofen, Diclofenac u.a.. Antirheumatische Therapeutika werden ebenso angewendet wie Corticosteroide, Immunsuppressiva, Zytostatika, Tumornekrose-Faktor- α -Antagonisten, Bisphosphonate, Opiate und Antidepressiva. Den meisten dieser Ansätze ist der Grundsatz gemeinsam: Je besser die Wirkung, desto stärker die Nebenwirkungen.
- EUZ stellt als einen Vorteil der SpondylAT-Behandlung heraus, dass im Gegensatz zu der meist lebenslangen medikamentösen Behandlung die SpondylAT-Therapie nur einmal gegeben würde. Diese Formulierung greift allerdings unseres Erachtens etwas zu kurz. So ist auch SpondylAT keine Einmaltherapie, sondern wird im Behandlungszyklus (10 Wochen) zehnmal verabreicht, wobei auf Grund der Halbwertszeit des Strahlenmaterials das konsequente Einhalten der Zeitpläne durch den Patienten und den Arzt gefordert ist. Außerdem ist es auch vor allem aus zulassungsrechtlicher Seite so, dass SpondylAT bislang nur als Einmaltherapie zugelassen ist. Anwendungsbeobachtungen sollen über fünf Folgejahre durchgeführt werden; das scheitert allerdings oft an der mangelnden Mitarbeit der Patienten, die bei Beschwerdefreiheit ihren Rheumatologen oft nicht mehr regelmäßig aufsuchen.
- Zudem ist auch SpondylAT sicherlich nicht nebenwirkungsfrei. So kann es zu initialen Schmerzverstärkungen kommen, wie sie auch bei der Röntgenreizbestrahlung eines Fersenspornes auftritt. Eine Iridozyklitis (wiederkehrende Entzündung der vorderen Augenkammer und der Regenbogenhaut) oder Leberschädigungen sind gelegentlich beobachtet worden. In Einzelfällen kam es auch zu Todesfällen durch Myelopathien (Knochenmarkschädigungen) nach der Radiumchloridtherapie. Diese erscheint zwar bei der Gabe eines α -Strahlers wie $^{224}\text{Radium}$ unwahrscheinlich, da die mittleren Reichweiten der α -Teilchen nur 50 μm betragen. Die Produkte der Zerfallskette geben aber auch β - und γ -Strahlung ab. Allerdings ist dabei nach Aussage der EUZ zu beachten, dass diese Myelopathien vor allem in den 50er und 60er Jahren auftraten, als die Radiumchloridtherapie mit deutlich höheren Dosen (teilweise das 10-fache des heute Üblichen) durchgeführt wurden.

Zerfallskette



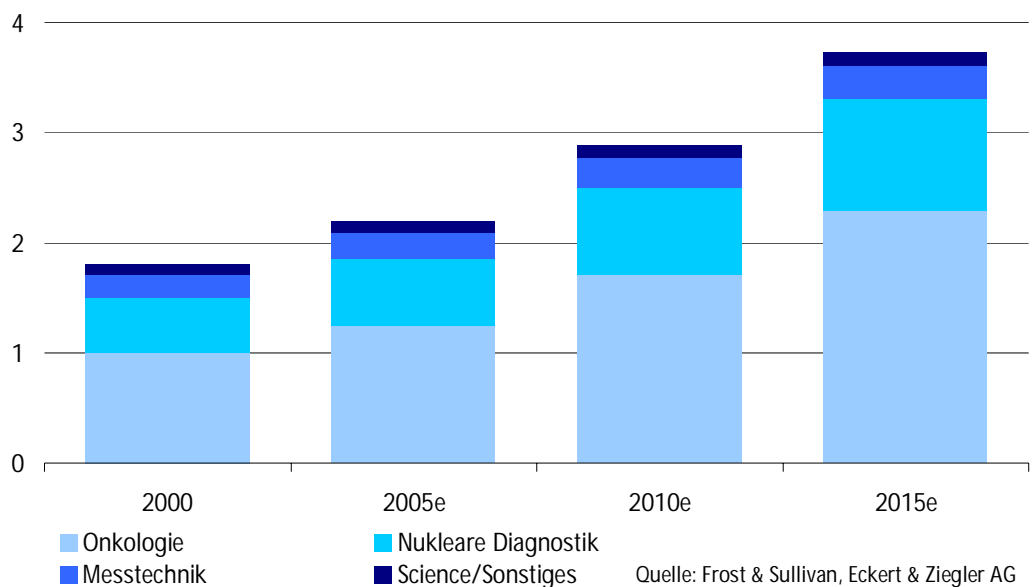
Quelle: HTA Morbus Bechterew

HTA ist kritisch gegenüber SpondylAT eingestellt

Prospektive, randomisierte, verblindete Phase III-Studie erforderlich

- In einer Gesamtwürdigung tritt das Health Technology Assessment (HTA) der Bundesärztekammer und der Kassenärztlichen Bundesvereinigung SpondylAT zur Behandlung von Morbus Bechterew äußerst reserviert gegenüber. Demnach lassen die bisherigen Studien auf Grund methodischer Mängel einen Wirksamkeitsnachweis nicht zu, auch wenn die Wirksamkeit nicht wirklich angezweifelt wird. Eine prospektive randomisierte Phase III-Studie mit Verblindung wird gefordert und das dürfte unseres Erachtens auch der Weg sein, den EUZ bei seinen weiteren Bestrebungen um den Erhalt der Zulassung von SpondylAT einschlägt. EUZ ist allerdings zuversichtlich, sich mit dem BfArM auf eine Weiterführung der bedingten Zulassung bis zum Abschluss einer derzeit in Planung befindlichen Phase III-Studie einigen zu können.
- Orientiert man die Markt- und Marktentwicklungsbeobachtung an den Geschäftssegmenten der EUZ, so ergibt sich folgendes Bild.

Weltmarkt für isotopentechnische Anwendungen (Mrd. USD)



„Reife“ Märkte Messtechnik und Science

Indikationsausweitung und zusätzliche Kostenerstattungen

Stand-alone-Gerät zur Metastasendiagnose

Ausweitung auf die Alzheimerdiagnose

- Wir hatten bereits in früheren Studien darauf hingewiesen, dass die Teilbereiche Messtechnik und Science/Sonstige „reife“ Märkte sind, d. h. kaum Wachstum aufweisen.
- Die nukleare Diagnostik hingegen profitiert von der Ausweitung der Indikationen und auch der Kostenerstattungen. Das beste Beispiel hierfür ist die Positronen-Emissions-Tomographie (PET).
 - Ursprünglich war dieses Gerät nur ein Stand-alone-Gerät, das für die Diagnose von Metastasen bei einer Krebserkrankung eingesetzt wurde. Das konnte sowohl im Vorfeld als auch während oder nach einer – wie auch immer gearteten Behandlung erfolgen. Eine Kostenerstattung dafür gab es in den USA schon lange, in Europa hingegen sind die Krankenkassen sehr zurückhaltend. Speziell in Deutschland wird PET von den gesetzlichen Krankenkassen derzeit überhaupt nicht erstattet.
 - Mit der Zeit erweitern sich die Möglichkeiten der PET-Diagnose. So wurde mittlerweile nachgewiesen, dass PET Alzheimer schon in einem frühen

Hybridgeräte PET/CT

Stadium anhand der Plaques im Gehirn diagnostizieren kann. Nach dem Tod eines der prominentesten Alzheimer-Patienten, des ehemaligen US-Präsidenten Ronald Reagan, wurde in den USA vergleichsweise schnell eine Kostenerstattung für PET zur Alzheimer-Diagnose durchgesetzt.

- Hinzu kommt, dass PET vermehrt als Hybridgerät mit einem Computertomographen (PET/CT) eingesetzt wird. Diese Kombigeräte vereinen die Vorteile von PET (exakte Abbildung des Metabolismus) und CT (exakte Lokalisation des Krankheitsherdes) miteinander und begeistern seit einiger Zeit die Fachwelt.
- Vor diesem Hintergrund wird der zunehmende Bedarf an Kalibrierquellen und Kontrastmitteln verständlich.

Bestrahlung wächst weiter, wird auch technologisch immer besser

- Dem Onkologiebereich hingegen gestehen wir das deutlichste Wachstum der vier Bereiche der Isotopentechnologie zu. Bestrahlungstherapien hatten in der Vergangenheit immer ihren Platz in der Krebstherapie. Die Bestrahlungsformen haben sich mit der Zeit deutlich verändert und sind für den Patienten schonender geworden (beispielsweise „external focused beam radiation“ oder eben die von EUZ angebotene Brachytherapie).

Marktbetrachtung eher konservativ

- Knapp mehr als eine Verdopplung des Marktvolumens in 15 Jahren (das entspricht einem jährlichen Wachstum von 5 bis 6 %) begeistert Investoren aber nicht unbedingt, wenn er deutlich zweistelliges Umsatzwachstum von erfolgreichen Biotechnologieunternehmen gewohnt ist. Hierbei sind aber verschiedene Faktoren zu beachten.

Alternative Behandlungsmethoden können entstehen und Konkurrenz bedeuten

- So sehen wir die Marktprognose als konservativ an, da sie offensichtlich die Markteinführung alternativer Behandlungsmethoden mit einkalkuliert, was das Wachstum der Strahlentherapie bremsen dürfte. Zu diesen alternativen Therapien zählen beispielsweise die Kryoablation oder auch Ultraschall-gestützte Verfahren, vor allem jedoch biotechnologische Produkte (z. B. Antikörper), die sich derzeit noch vielfach in klinischer Prüfung befinden. Ob diese neuen Therapien aber wirklich zu einer ernsthaften Konkurrenz der Strahlentherapie werden, hängt davon ab, ob die klinischen Prüfungen erfolgreich verlaufen, das Nebenwirkungsprofil besser als bei den verschiedenen Strahlentherapien ist, ob die behandelnden Ärzte die neuen Technologien und Medikamente auch wirklich anwenden und ob die Krankenkassen die Behandlungen erstatten.

Deren Erfolg muss sich aber erst noch zeigen

- Darüber hinaus lässt die Gesamtmarktbetrachtung regionale Unterschiede völlig ausser Acht. Wir haben bereits auf die Besonderheit bei der Brachytherapie zur Behandlung des Prostatakrebs in frühen Stadien hingewiesen: Während diese Therapieform in den USA etabliert ist und der regionale Markt nur noch geringe Wachstumsraten aufweist, kann EUZ in Europa mit dieser Methode Umsatzzuwächse von 20 % p.a. erzielen.

Regionale Unterschiede bleiben ausser Acht

- Zudem verbessert sich die Erstattungssituation für die Brachytherapie – insbesondere bei der Behandlung von Prostatakrebs in einem frühen Stadium zunehmend. Wir haben bereits auf die aktuelle Erstattungssituation in verschiedenen europäischen Ländern sowie auf die Aktivitäten von EUZ, weitere Kostenerstattungen zu erreichen, hingewiesen.

Verbesserte Kostenerstattungssituation in vielen europäischen Ländern

- Vor diesem Hintergrund lassen sich unsere Marktwachstumserwartungen nicht ohne weiteres auf die Umsatzwachstumserwartungen der EUZ übertragen. Hier ist – wie auch schon in den vergangenen Jahren unter Beweis ge-

**Marktwachstum^e
≠Umsatzwachstum^e**

**Umsatzwachstum^e >
Marktwachstum^e**

stellt wurde – ein deutlich höheres Wachstum zu erwarten. EUZ geht in seinen eigenen Prognosen von einer Fortführung der Wachstumsraten von ca. 20 % p.a. aus. Wir halten diese Prognose nach dem Abbau des Basiseffekts für ambitioniert, aber durchaus erreichbar.

Umsatzverschiebungen vom Q1 in Q2

Konservative Gewinnprognose unsererseits

Akquisitionen dürften belasten

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

- Im laufenden Geschäftsjahr musste EUZ bereits einmal eine der bereits angesprochenen Umsatzverschiebungen verkraften, und zwar vom Q1 ins Q2. Die Auslieferung von Afterloadergeräten verschob sich dabei auf Grund von Verzögerungen von baulichen Genehmigungen lokaler Behörden.
- Diese Verzögerung konnte aber im Q2 wieder aufgeholt werden, so dass EUZ unseres Erachtens derzeit wieder „in der Spur“ läuft.
- Wir sind auch nach wie vor zuversichtlich, dass EUZ unsere Gewinnprognose von 0,54 € erreichen kann. Vergleicht man diese Prognose mit dem Erwartungskorridor der EUZ von 0,50 € bis 0,80 € liegen wir wohl eher auf der konservativen Seite. Allerdings ist unseres Erachtens zu erwarten, dass die weitreichende Akquisitionstätigkeit der EUZ im laufenden Jahr das Ergebnis etwas belasten dürfte:

Datum	Akquisitionsobjekt	Zusätzliche Informationen
02.03.2005	EURO-PET Berlin Zyklotron GmbH	Übernahme von 70 % der Anteile Barabwicklung Keine Angaben zum Kaufpreis Nuklearmedizinische Generika/radiopharmazeutische Lizenzprodukte
30.06.2005	f-con Europe GmbH	Übernahme von 51 % der Anteile Umsatz von ca. 3 Mio. € bei "mäßiger Profitabilität" 10 Mitarbeiter Kontrastmittel für PET
11.08.2005	Analytics Inc. (USA)	Übernahme von 100 % der Anteile Produkte für die Überwachung von Kernkraftwerken Kalibrierquellen für die Nuklearmedizin Umsatz von ca. 3 Mio. USD bei zweistelliger Vorsteuerrendite Finanzierung über ein Verkäuferdarlehen
15.09.2005	SpondylAT von Altmann	Radioaktives Medikament zur Behandlung von Morbus Bechterew Kaufpreis bis zu 1,6 Mio. € mit Auflagen an Altmann Bedingte Zulassung durch das BfArM bis Ende 2005 Klinische Phase III-Studie erforderlich

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

- Betrachtet man die GuV 2005 nach Quartalen, ergibt sich folgendes Bild:

GuV (Mio. €)	2005		
	Q1	Q2	Q3
Nuklearmedizin und Industrie	4,9	4,9	8,4
Therapie	3,7	3,2	5,1
Konzernumsatz	8,6	8,2	13,5
Bruttoergebnis	3,3	4,9	4,9
EBITDA	1,1	2,1	1,6
EBIT	0,2	1,1	0,6
Vorsteuerergebnis	0,4	1,0	0,4
Jahresergebnis (vor Sondereinflüssen und Minderheiten)	0,3	0,6	0,2
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)	0,08	0,16	0,04
Gewinn je Aktie (€)	0,08	0,16	0,04

Quelle: Eckert & Ziegler AG

- Wir sind vor dem Hintergrund der vorgelegten Q3-Zahlen zuversichtlich, dass EUZ die von uns prognostizierten Jahresziele erreichen kann.

Viele Fragen

Manche Entwicklungen hat das Unternehmen nicht in der Hand

Kostenerstattung

Ambulante Behandlung als Vorteil

EUZ kann zwar Argumente liefern, aber nicht entscheiden

Akquisitionen sollen weiter gehen

Bereits 2005 deutliches Akquisitionswachstum

Ausblick

- Wie geht es nun weiter bei EUZ? Was ist mit der generellen Kostenerstattung in Deutschland? Wie soll die Akquisitionsstrategie des Unternehmens weiter getrieben werden? Welche neuen Bereiche sollen erschlossen werden?
- Bei EUZ bestehen noch viele Fragen. Diese können von uns nur zu einem Teil beantwortet werden. Die Antworten liegen in einigen Fällen nicht einmal bei dem Unternehmen selbst, sondern in den Händen externer Organisationen, auf die EUZ keinen oder nur sehr begrenzten Einfluss hat.
 - Ein Beispiel dafür ist die Kostenerstattungssituation in Deutschland. Ende 2003 konnte EUZ die Aufnahme der Seed-Brachytherapie in den DRG-Katalog für Krankenhäuser und damit in den Abrechnungskatalog der Krankenkassen vermelden.
 - Ein wesentlicher Vorteil der Behandlungsform ist aber, dass sie ambulant durchgeführt werden kann. Das kommt bei einer Abrechnung über DRG nur insofern zum Tragen, als der rechtliche Rahmen des Gesundheitswesens mittlerweile Öffnungsklauseln für innovative Verfahren vorsieht. Das ermöglicht den Krankenhäusern dann letztendlich die Abrechnung des eigentlich ambulanten Verfahrens über den stationären DRG-Katalog.
 - Eine generelle Kostenerstattung hingegen wurde bislang nicht erteilt. EUZ ist zwar in den entsprechenden Gremien bemüht, eine Aufnahme der Therapieform in den generellen Erstattungskatalog zu erreichen; der Erfolg dieser Bemühungen liegt aber letztendlich nicht in der Hand des Unternehmens, sondern bei den Ausschüssen der Krankenkassen, die darüber befinden.
 - Die aktuelle Erstattungssituation für Seed-Implantate in verschiedenen europäischen Ländern haben wir in der folgenden Übersicht zusammengestellt.

Land	Regelung
Belgien	Erstattung aller Kosten
Deutschland	Erstattung im Rahmen der DRG und der Integrierten Versorgung
England	Erstattung durch NHS (National Health Service) in ausgewählten Kliniken
Frankreich	Erstattung im Rahmen eines festen Budgets in ausgewählten staatlichen Krebszentren Allgemeiner Erstattung in den privaten Kliniken
Holland	Erstattung aller Kosten im Rahmen eines zuvor bewilligten Budgets
Italien	Erstattung in verschiedenen Regionen
Portugal	Erstattung im Rahmen der Budgets in den beiden staatlichen Krebszentren
Schweiz	Erstattung eines Festbetrages

Quelle: Eckert & Ziegler AG

- Über den Fortgang der Akquisitionsstrategie hat sich der Vorstand der EUZ bereits bei der Analystenkonferenz im März des laufenden Jahres geäußert. Demnach sollen 2006 5 bis 15 Mio. € Umsatz aus weiteren Akquisitionen zum bisherigen Geschäft dazu kommen.
- Allerdings wurde zum damaligen Zeitpunkt auch noch ein Akquisitionswachstum um rund 3 Mio. € für 2005 avisiert. Zieht man nun aber die bereits in diesem Jahr erfolgten Akquisitionen in Betracht, so ist dieser Betrag schon mit der zweiten Akquisition (f-con, Ende Juni) deutlich überschritten worden. Wir gehen davon aus, dass damit Akquisitionen, die möglicherweise erst für

Eigenkapitalmaßnahme erscheint eher unwahrscheinlich

nächstes Jahr geplant oder erwartet worden waren, ins laufende Geschäftsjahr vorgezogen wurden. Wir gehen daher davon aus, dass ein zusätzliches externes Wachstum im Jahr 2006 – auf der aktuellen Basis – zwischen 5 und 10 Mio. € betragen dürfte.

- Für die notwendigen finanziellen Mittel dürfte EUZ wahrscheinlich zum einen die eigenen liquiden Mittel möglichst weitgehend ausschöpfen. Zum anderen wäre unseres Erachtens die Aufnahme von Fremdkapital zu erwarten, wenn der Finanzbedarf die liquiden Mittel überschreitet. Eine Kapitalerhöhung ist nach Aussagen des Managements eher unwahrscheinlich, da die damit verbundene Verwässerung vor allem bei den Altaktionären nicht erwünscht ist.

Bilanz (Mio. €)	GJ 2004		GJ 2005	
		Q1	Q2	Q3
Kurzfristige Vermögensgegenstände	21,1	22,7	22,5	24,0
davon liquide Mittel und Wertpapiere des Umlaufvermögens	7,1	7,1	6,4	5,2
Langfristige Vermögensgegenstände	27,9	33,6	34,3	37,6
Aktiva	49,0	56,4	56,7	61,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	6,8	8,0	7,6	9,8
Langfristige Verbindlichkeiten	9,5	15,0	14,9	17,6
Eigenkapital	32,7	33,4	34,2	34,2
Passiva	49,0	56,4	56,7	61,6

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Neue Geschäftsfelder werden erschlossen

- EUZ hat sich auch bereits auf den Weg in neue Geschäftsfelder gemacht, die Informationen dazu sind aber noch spärlich. EUZ hat sich über den Erwerb der Mehrheiten an der EURO-PET und der f-con eine gute Ausgangsposition geschaffen, um im Bereich PET stärker Fuß zu fassen. Künftig sollen hier auch Kontrastmittel vertrieben werden.

Kontrastmittel

Radioaktiv markiertes Generikum

- Darüber hinaus rechnet EUZ bereits für 2007 mit einem ersten Umsatzbeitrag eines radioaktiv markierten Generikums, welches das Unternehmen von einem US-amerikanischen Hersteller einlizensiert hat. Über den Lizenzpartner, den genauen Lizenzgegenstand und die Indikation, in der das Generikum zum Einsatz kommt oder gar über finanzielle Details der Transaktion wurde bisher nichts bekannt.

SpondylIAT als möglicher Umsatzträger

- Auch mit SpondylIAT könnte EUZ zusätzliche Umsätze generieren. Die bisherigen Umsätze von Altmann mit dem Produkt lagen laut EUZ zwischen einer und zwei Mio. € pro Jahr. Allerdings läuft Ende 2005 die bedingte Zulassung von SpondylIAT ab, und ob das BfArM die bedingte Zulassung verlängert, wird im Wesentlichen von dem Studiendesign abhängen, mit dem EUZ das BfArM von einer Verlängerung überzeugen will. Einen wirklichen Durchbruch könnte SpondylIAT damit frühestens nach einer erfolgreichen Phase III-Studie erreichen (u. E. Mitte bis Ende 2007). Bislang besteht aber sogar das Risiko, dass das BfArM eine Verlängerung der Zulassung ablehnt, was auch die Durchführung einer klinischen Studie erschweren dürfte. Wir haben bislang noch keine Umsatzplanung für SpondylIAT in unser Modell aufgenommen.

Bedingte Zulassung läuft Ende 2005 aus

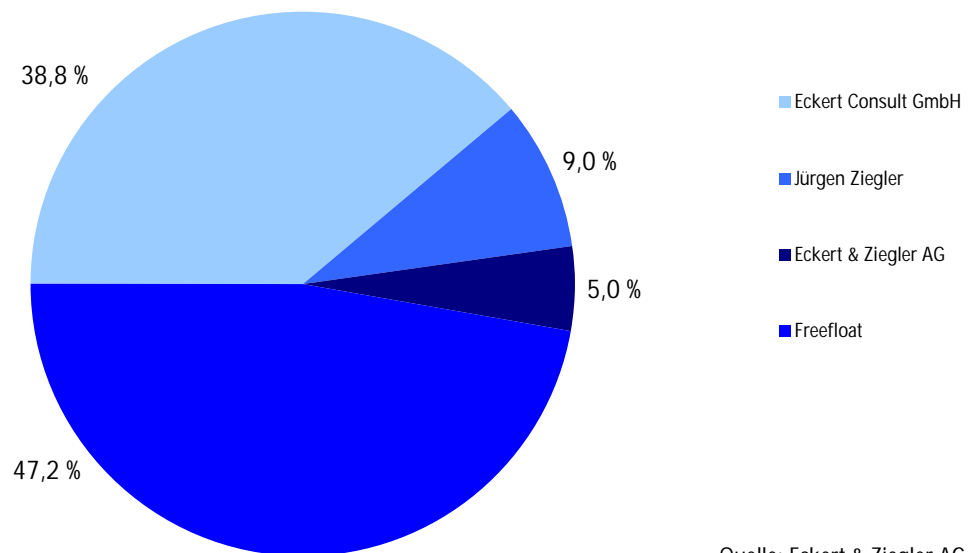
Risiko einer Ablehnung der Verlängerung besteht

Stabile Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur

- Die Aktionärsstruktur der EUZ ist sehr stabil. Der CEO selbst ist über die Eckert Consult Großaktionär, und auch das ehemalige Vorstandsmitglied Ziegler ist nach wie vor in EUZ investiert.

Aktionärsstruktur der EUZ



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Übernahme nur mit Einverständnis wenigstens eines Großaktionärs

- Die Aktionärsstruktur macht es unseres Erachtens eher unwahrscheinlich, dass EUZ gegen den Willen des Vorstandes übernommen werden könnte. Mit dessen Einverständnis hingegen könnte ein Erwerber sehr schnell die Mehrheit an der EUZ übernehmen.

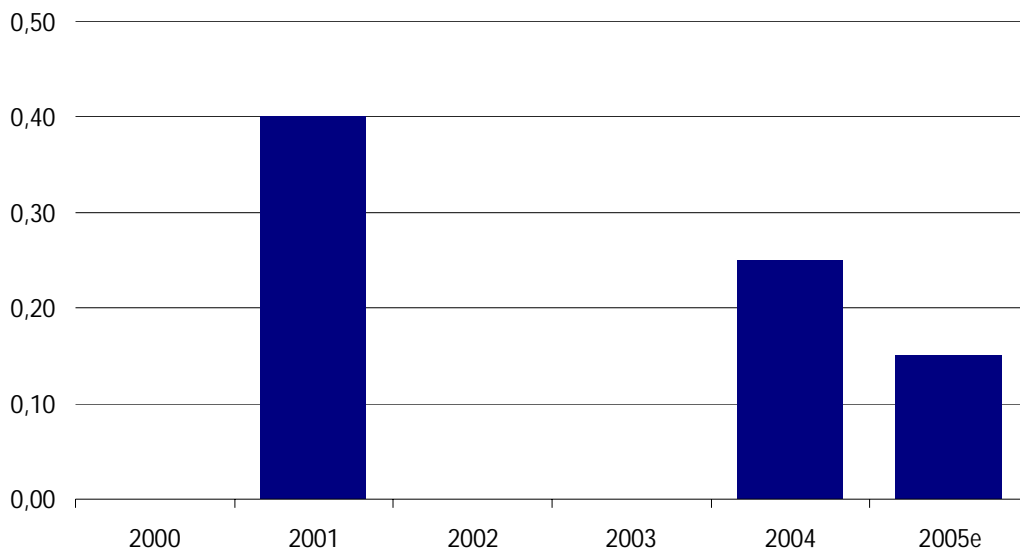
Dividenden-„Politik“ kann man es bisher eigentlich noch nicht nennen

Geringeres Ergebnis je Aktie erwartet, in der Folge wohl auch geringere Dividende

Dividendenpolitik

- Bei EUZ von einer Dividendenpolitik zu sprechen, erscheint uns eigentlich noch verfrüht. Auf der HV für das Geschäftsjahr 2001 entschieden die Aktionäre entgegen dem Vorschlag des Vorstands, aus den Sondererträgen des Jahres 2001 eine Dividende von 0,40 € je Aktie zu zahlen.
- In den folgenden Jahren fiel die Dividende mangels Ergebnis wieder aus. Erst 2005 wurde – für 2004, und diesmal auch auf Vorschlag des Managements – eine Dividende in Höhe von 0,25 € je Aktie gezahlt.
- Wir gehen davon aus, dass die Aktionäre auch für das laufende Jahr mit einer Dividendenzahlung rechnen können. Wir gehen dabei – vor dem Hintergrund der Erwartung eines geringeren Ergebnisses je Aktie – von einer Dividende in Höhe von 0,15 € aus.

Dividendenzahlungen (€)



Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Anhang

Gewinn- und Verlustrechnung	2003	2004	2005e	2006e	2007e
Mio. €					
Umsatz	29,2	35,5	40,7	47,0	51,7
Herstellungskosten	-15,7	-19,2	-21,6	-25,4	-27,9
Bruttoergebnis	13,5	16,3	19,1	21,6	23,8
<i>Marge</i>	<i>46,1%</i>	<i>45,9%</i>	<i>47,0%</i>	<i>46,0%</i>	<i>0,0%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-2,2	-0,4	-1,4	-1,6	-1,8
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,3	-12,5	-13,6	-15,0	-16,5
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,9	7,2	8,0	9,1	9,8
<i>Marge</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,2%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>0,0%</i>
Abschreibungen	-3,7	-3,7	-3,9	-4,1	-4,3
EBIT	2,2	3,4	4,1	4,9	5,4
<i>Marge</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,0%</i>
Finanzergebnis	-0,3	0,2	-0,3	-0,4	-0,3
Ergebnis vor Steuern	1,9	3,6	3,7	4,6	5,1
<i>Marge</i>	<i>6,4%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>0,0%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,0	-1,3	-1,9	-2,2	-2,3
Ergebnis nach Steuern	0,8	2,3	1,9	2,4	2,7
<i>Marge</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>0,0%</i>
Sondereinflüsse	-2,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Minderheiten	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	-1,3	3,3	1,8	2,3	2,6
<i>Marge</i>	<i>neg.</i>	<i>9,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,8%</i>	<i>0,0%</i>
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)	0,25	0,72	0,54	0,70	0,81
Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€)	-0,39	1,11	0,57	0,73	0,84
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€)	0,28	0,75	0,57	0,73	0,84
Gewinn je Aktie (€)	-0,42	1,08	0,54	0,70	0,81

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Bilanz	2003	2004	2005e	2006e	2007e
Mio. €					
Aktiva	45,7	49,0	53,8	57,1	61,0
Geschäfts- oder Firmenwert	6,0	6,9	6,9	6,9	6,9
Übrige Immaterielle Vermögenswerte	3,7	4,6	3,6	3,2	2,9
Sachanlagen	14,9	12,8	15,6	15,6	15,6
Finanzanlagen	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
Sonstiges Anlagevermögen	2,2	3,2	2,0	2,2	2,4
Anlagevermögen	27,3	27,9	28,6	28,4	28,4
Vorräte	3,0	5,5	5,0	5,5	6,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,7	6,9	9,4	10,2	11,0
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	2,8	3,2	6,2	9,7	11,2
Liquide Mittel	8,9	5,5	4,6	3,3	4,4
Umlaufvermögen	18,4	21,1	25,3	28,7	32,7
Passiva	45,7	49,0	53,8	57,1	61,0
Eigenkapital	28,8	32,7	35,1	37,4	40,2
Anteile anderer Gesellschafter	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pensionsrückstellungen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Sonstige Rückstellungen	1,8	2,6	2,9	3,2	3,5
Finanzverbindlichkeiten	4,3	2,6	4,3	4,3	4,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistur	0,7	1,8	2,2	2,5	2,9
Sonstige Verbindlichkeiten	9,8	8,9	9,1	9,3	9,7

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Kapitalflussrechnung	2003	2004	2005e	2006e	2007e
Mio. €					
Konzernjahresüberschuss	- 1,3	3,3	1,8	2,3	2,6
Abschreibungen	3,7	3,7	3,9	4,1	4,3
Veränderung Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	- 0,5	- 3,6	- 4,3	- 3,9	- 1,8
Sonstige Veränderungen	2,2	- 0,9	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	4,2	2,6	1,4	2,5	5,2
Investitionen in das Anlagevermögen	- 1,5	- 8,4	- 3,0	- 3,3	- 4,0
Abgänge/Desinvestitionen	1,2	2,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	0,3	- 5,7	- 3,0	- 3,3	- 4,0
Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	- 0,8	- 0,5	- 0,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	- 1,6	- 0,2	1,7	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	- 0,2	- 0,1	0,4
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	- 1,6	- 0,3	0,7	- 0,5	0,0
Sonstige Veränderungen	- 0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der liquiden Mittel	2,8	- 3,4	- 0,9	- 1,3	1,1
Liquide Mittel Anfang des Jahres	6,1	8,9	5,5	4,6	3,3
Liquide Mittel Ende des Jahres	8,9	5,5	4,6	3,3	4,4

Quelle: Eckert & Ziegler AG, 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
09.11.2004	Kaufen
02.02.2005	Kaufen
06.04.2005	Kaufen
10.05.2005	Kaufen
09.08.2005	Kaufen

Prozentuale Verteilung der Ratings

Kaufen	Halten	Verkaufen
43,9%	43,3%	12,8%

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.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

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 und die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen.