



Eckert&Ziegler

Rating

Kaufen (unverändert)

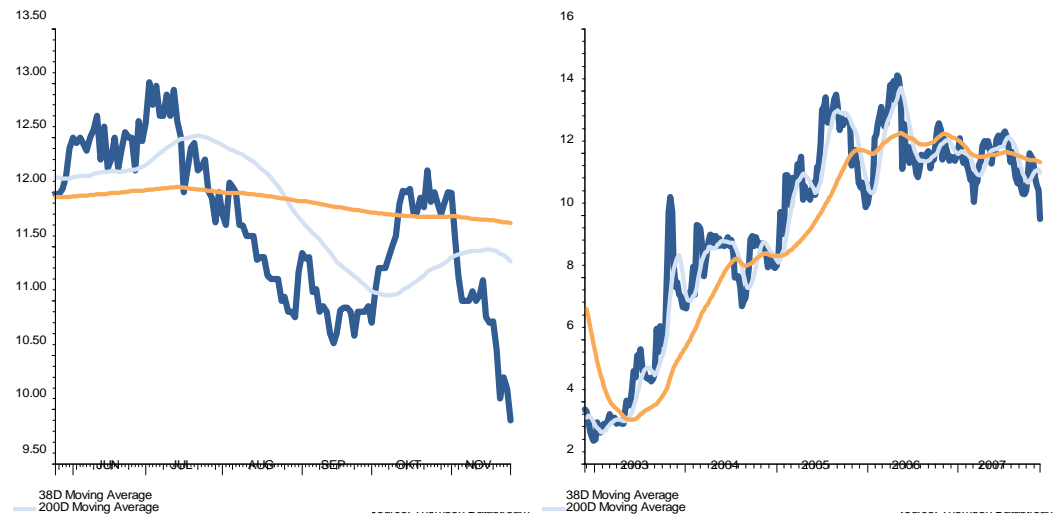
Strahlendes Zukunftspotenzial

EBIT-Marge bei „Radiopharmazie“ in 2007 noch leicht negativ ▶

Kurstrigger: Turn-around bei Radiopharmazie in 2008 ▶

Für Optimisten: Vier Wachstumstreiber im Visier ▶

Für Pessimisten: Unterbewertung im konservativen LBBW-Szenario ▶



Kaufen

Kursziel: 14,00 €

Kurs: 10,35 €

06.12.07

18:00 h

Letztes Rating/ Kursz.:

Kaufen / 17,00 €

Letzte Analyse:

09.08.2007

S&P-Rating: n.a.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:

3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:

34,2 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,06 %

Beta: 1,60

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender: am 28.3.08

Jahresabschluss 2007

Dividende 07e: 0,30 €

ISIN: DE0005659700

Bloomberg: EUZ GY

Reuters: EUZG.DE

Dr. Silke Stegemann

Diplom-Kauffrau

Diplom-Statistikerin

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42699

Silke.Stegemann@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Eckert & Ziegler

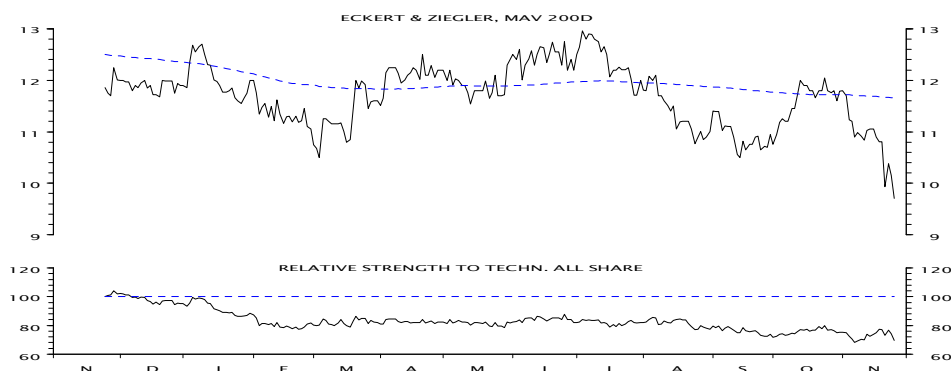
07.12.2007

Strahlendes Zukunftspotenzial

Eckert & Ziegler ist ein in Nischenmärkten isotopentechnischer Technologien etabliertes Unternehmen. Selbst in unserem konservativen Basisszenario mit Fokussierung auf das Stammgeschäft Nuklearmedizin & Industrie ergibt sich Kurspotenzial. Die EBIT-Marge beim bisherigen Sorgenkind Radiopharmazie dürfte in 2007 nur noch leicht negativ sein. Ein möglicher Kurstrigger ist der Turn-around in 2008. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für Eckert & Ziegler mit einem Kursziel von 14 €.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2006	0,71	0,71	0,8	3,9	14,6
2007e	0,66	0,71	0,8	4,0	15,7
2008e	1,01	1,11	0,7	3,8	10,2
2009e	1,07	1,23	0,7	3,7	9,7

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2006	50,4	10,4	5,9	11,7 %	2,2
2007e	52,8	10,0	5,9	11,2 %	2,1
2008e	57,4	10,8	6,3	10,9 %	3,2
2009e	58,5	11,0	6,4	11,0 %	3,4



Stenogramm

- + Etablierter Isotopenspezialist
- + Zweistellige Zuwachsraten
- + Stammgeschäft als Cash Cow
- + Etablierung neuer Behandlungsformen
- Wechselkursabhängigkeit
- Verlust bei Radiopharmazie
- Keine Erstattung der Brachytherapie
- Negativer Steuereffekt in 2007

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

Ansprechpartner

Equity Research +49 711 127 -

Head of Equity Research Institutionals

Dr. Stefan Steib, CFA - 42662
Stefan.Steib@LBBW.de

Head of Sector Analysis I

Jürgen Graf - 74114
Juergen.Graf@LBBW.de

Head of Sector Analysis II

Alexander Groschke, CBA - 42712
Alexander.Groschke@LBBW.de

Head of Strategy

Michael Köhler, CEFA - 42664
Michael.Koehler@LBBW.de

Life Sciences

Dr. Hanns Frohnmeier - 76533
hanns.frohnmeier@lbbw.de

Dr. Christine Feller - 70565
christine.feller@lbbw.de

Dr. Silke Stegemann - 42699
silke.stegemann@lbbw.de

Ulle Wörner - 78447
ulle.woerner@lbbw.de

Equity Sales +49 711 127 -

Head of Equity Sales

Uwe Müller-Kasporick - 25050
Uwe.Mueller-Kasporick@LBBW.de

Institutional Sales

Manfred Kuntzsch - 25070
Manfred.Kuntzsch@LBBW.de

Institutional Client Management

Felix von Lewinski - 25022
Felix.vonLewinski@LBBW.de

Verbund Sales Trading

Ralf Schiller - 25060
Ralf.Schiller@LBBW.de

Institutional Sales Trading

Andreas Radtke - 25065
Andreas.Radtke@LBBW.de

UK Equity Sales

Quentin Paterson - +44-20/7826-8158
Robert Winterton - +44-20/7826-8159
Marcus Wüsten - 25069

Derivatives Sales +49 711 127 -

Head of Derivatives Sales

Jan Krüger - 25110
Jan.Krueger@LBBW.de

Derivatives Sales Institutionals

Jan Krüger - 25110
Jan.Krueger@LBBW.de

Derivatives Marketing

Oliver Gerst - 25120
Oliver.Gerst@LBBW.de

Derivatives Product Management

Volker Honold - 25008
Volker.Honold@LBBW.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	5
SWOT-Profil	7
Unternehmensprofil	8
Stammgeschäft: Rückzug auf Nuklearmedizin & Industrie	9
Einsatzfelder: Nuklearmedizin & Industrie	9
Marktanalyse: Nuklearmedizin & Industrie	9
Strategie: Nuklearmedizin & Industrie	10
Ausblick: Nuklearmedizin & Industrie	10
Stammgeschäft: Bewertung des Basisszenarios	11
Zwischenfazit	13
Chance 1: Brachytherapie und Tumorbestrahlung	14
Einblick: Krebs	14
Einsatzfeld: Brachytherapie	17
Kostenanalyse: Brachytherapie	18
Einsatzfeld: Tumorbestrahlung	18
Marktanalyse: Brachytherapie und Tumorbestrahlung	18
Strategie: Brachytherapie und Tumorbestrahlung	20
Chance 1: Bewertung auf Stand alone Basis	22
Zwischenfazit	25
Chance 2: Radiopharmazie	26
Einsatzfeld Radiopharmazie	26
Marktanalyse Radiopharmazie	27
Strategie: Radiopharmazie	27
Chance 2: Bewertung auf Stand alone Basis	27
Zwischenfazit	28
Holding	32
Bewertung	32
Multiplikatorbewertung	32
Financials	
Rückblick Q3/07	33
Ausblick 2008	34
Empfehlung	34
Anhang	36

Unternehmensprofil**Executive Summary**

Eckert & Ziegler ist ein weltweit tätiges Unternehmen der Isotopentechnik und Holdinggesellschaft für eine Reihe von spezialisierten Tochterunternehmen, die sich mit der Verarbeitung von Radioisotopen sowie der Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb von isotopentechnischen Komponenten, medizinischen Geräten oder verwandten Produkten beschäftigen. Die Produkte der Berliner finden in industriellen und medizinischen Bereichen Anwendung. Das aktuelle Portfolio teilt sich in die Bereiche Nuklearmedizin & Industrie, Therapie und Radiopharmazie auf.

Innovationsführer in reifen Märkten

Eckert & Ziegler erzielt hohe Marktanteile in Nischenmärkten. In diesen reifen Märkten kann das Unternehmen mit innovativen Produktideen aufwarten. Ferner gehört man bei der Etablierung neuer Behandlungsformen wie der Brachytherapie mit zu den Marktführern.

Dürftige Datenlage**EBIT-Margen 2007e:****1. Industrie &****Nuklearmedizin 19%****2. Therapie 13%****3. Radiopharmazie -1%**

Die publizierten Finanzdaten in den Quartals- und Jahresabschlüssen auf Segmentebene sind dürftig. So liegen von der G+V nur Angaben zum Umsatz und Jahresüberschuss vor Minderheiten vor. Da Eckert & Ziegler keine EBIT-Margen publiziert, herrscht im Markt Unsicherheit darüber, ob diese bei der Radiopharmazie in 2007 tief rot ausfällt. Dies dürfte gemäß unserer Prognose nicht der Fall sein. Wir taxieren die EBIT-Marge (EBT + Zinsen) im Radiopharmazie Segment in 2007 auf -1%. In 2008 erwarten wir den Turn-around mit einer Margenverbesserung auf 3%. Der Bereich Nuklearmedizin & Industrie brummt in 2007 mit einer geschätzten EBIT-Marge von 19%. Die Marge bei der Therapie taxieren wir auf 13%.

Szenario-Analysen auf Basis von DCF-Modellen

Diese Studie wird anhand einer Szenario-Rechnung Eckert & Ziegler in einem Best-, Worst- und LBBW-Szenario in seinen einzelnen Bereichen analysieren. Die Bewertung der Segmente selbst erfolgt auf Basis von DCF-Modellen.

LBBW-Szenario:**Fairer Wert 14 €**

Im LBBW-Szenario resultiert ein fairer Wert je Eckert & Ziegler Aktie von gut 14 €. Als Cash Cow und damit als feste Säule im Portfolio zeichnet sich der Bereich Nuklearmedizin & Industrie mit einem fairen Wert von mehr als 10 € aus. Ein Risikofaktor in diesem Segment ist der Einfluss des schwachen US-Dollars auf die Umsatz- und Ergebnisentwicklung. Im LBBW-Szenario unterstellen wir ein Wechselkursverhältnis von 1,40 US\$/€. Der Bereich Therapie hängt von den Erstattungsregeln in den einzelnen Ländern ab. Hier gehen wir von moderaten Umsatzzuwächsen aus, so dass daraus insgesamt ein fairer Wert von gut 6 € resultiert. Für die Radiopharmazie schätzen wir den fairen Wert auf knapp 2 €. Die Holding bewerten wir in allen Szenarien mit - 4 €.

Best Case Szenario:**Fairer Wert 20 €**

Die Wachstumsperspektiven werden im Best Case Szenario in den Bereichen Therapie und Radiopharmazie durchleuchtet. Potenzial könnte in der Onkologie und hier bei der Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs im frühen Stadium liegen. Die fairen Werte taxieren wir im Therapie-Bereich auf 10 € und bei der Radiopharmazie auf gut 4 €. Insgesamt resultiert im Best Case Szenario ein fairer Wert von 20 €.

**Worst Case:
Fairer Wert 7 €**

Im Worst Case Szenario gelingt Eckert & Ziegler der Turn around in der Radiopharmazie nicht und das Geschäftsfeld wird schließlich aufgegeben. Daraus würde dann ein möglicher Abschreibungs- und Restrukturierungsaufwand von knapp -3 € pro Aktie resultieren. Auch im Therapie-Segment unterstellen wir einen Umsatzrückgang und fallende Margen. Insgesamt resultiert ein fairer Wert von knapp 7 €.

**Zusammenfassung der
Szenario-Analyse**

Die folgende Tabelle fasst die Ergebnisse der einzelnen Analysen zusammen:

Zusammensetzung der fairen Werte in den Szenarien (in € pro Aktie)

Basis Nuklearmedizin & Industrie: fairer Wert 10,30 €			
	Worst Case fairer Wert	LBBW-Szenario fairer Wert	Best Case fairer Wert
+	Therapie 3,30 €	6,30 €	9,80 €
+	Radiopharmazie - 2,80 €	1,70 €	4,30 €
+	Holding - 4,00 €	- 4,00 €	- 4,00 €
=	Konzern 6,80 €	14,30 €	20,40 €

Quelle: LBBW Research

**Markt vorerst noch
verunsichert**

Die Kursentwicklung von Eckert & Ziegler kam schon seit längerem nicht richtig von der Stelle. Verunsichert dürfte der Markt u. a. immer noch über den überraschenden Ausstieg aus dem Entwicklungsprojekt SpondylAT von Altmann gegen Morbus Bechterew Ende 2006 und die Sorge um die Entwicklung im Radiopharmazie Segment sein. Schon früher hatte sich gezeigt, dass mit dem Einstieg in neue Geschäftsfelder Risiken verbunden sind.

Kursziel 14 €

Unsere Prognosen im LBBW-Szenario basieren auf moderaten Wachstumsannahmen. Wir taxieren das Kursziel auf dem Niveau des fairen Wertes von 14 €. Da es sich um ähnliche Geschäftsfelder mit entsprechenden Synergiepotenzialen handelt, nehmen wir keinen Konglomerateabschlag vor.

SWOT-Profil

Stärken

- Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- Innovationskraft
- Profitables Unternehmen
- Solides Stammgeschäft bei der Nuklearmedizin & Industrie
- In Europa ein führender Anbieter der Brachytherapie
- Solide Finanzausstattung (EK-Quote LBBWe 2007: 55%)

Schwächen

- Wachstum in Nuklearmedizin & Industrie gemäß BIP nur gering
- Noch keine generelle Kostenerstattung für die Behandlung von Prostatakrebs mittels Brachytherapie in allen europäischen Ländern
- Abwicklung von Großaufträgen (Anlagenbau, Tenderaufträge) kann zu Umsatzverschiebungen und damit zu Unsicherheit führen

Chancen

- Steigende Nachfrage nach Krebstherapien durch alternde Bevölkerung
- Nachfragepotenzial nach PET Diagnose durch Indikationsausweitungen
- Brachytherapie steht in Europa zur Behandlung von Prostatakrebs erst am Beginn einer weiteren Etablierung mit Wachstumspotenzial
- Entwicklung und Einführung innovativer Produkte eröffnet auch in reifen Märkten immer wieder neue Kunden- und Umsatzpotenziale
- Fortlaufende Akquisitionen und deren Eingliederung in den Konzern bergen Umsatz- und Ertragspotenzial
- Wachstumshoffnungen: Implantate, Afterloader, Kontrastmittel, ModularLab mit zweistelligen Zuwachsraten

Risiken

- Wechselkursrisiko durch starke Abhängigkeit vom US-Dollar im Bereich Nuklearmedizin & Industrie
- Ausbleiben der generellen Kostenerstattung für die Brachytherapie und PET könnte Verbreitung der Behandlungsformen verhindern
- Einstieg in neue Geschäftsfelder ist mit Risiken behaftet, wie beispielsweise der Ausstieg aus SpondylAT Ende 2006 gezeigt hat
- Konjunkturelle Abschwächung

Unternehmensprofil

Eckert & Ziegler ist ein Isotopenspezialist 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.

Mit seinen 300 Mitarbeitern werden Niederlassungen u. a. in den USA, der Tschechischen Republik, Frankreich und Italien unterhalten. Eckert & Ziegler ist im Prime Standard gelistet. Der Streubesitz beträgt 52,1%, daneben hält der CEO, Dr. Eckert, über die Eckert Consult 37,9%.

Das Unternehmen teilt sich in die 3 Segmente Nuklearmedizin & Industrie (50% des Umsatzes, Basis 2006), Therapie (40%) und Radiopharmazie (10%) auf. Im Hinblick auf die Produktgruppen entfallen die Konzernumsätze im Wesentlichen auf die fünf Subsegmente (Industrielle Komponenten, Nuklearmedizinische Bildgebung, Implantate, Tumorbestrahlung, Kontrastmittel), die zusammen 80% der Verkaufserlöse auf sich vereinen.

Im Segment Nuklearmedizin und Industrie werden Strahlenquellen für die medizinische Bildgebung, Kalibrier- und Referenzquellen und Komponenten für messtechnische und industrielle Anwendungen zusammengefasst. Zum Segment Therapie zählen Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs und Tumorbestrahlungsgeräte. Das neue Segment Radiopharmazie enthält radioaktive Kontrastmittel für die Positronen-Emissionstomographie, Synthesemodule für die vollautomatische Arzneimittelproduktion und radiopharmazeutische Generika.

Organigramm Eckert & Ziegler

Segmente	Subsegmente	Wachstum
Nuklearmedizin & Industrie 25 Mio. € Umsatz in 2006	Sonstige	BSP
	Industrielle Komponenten	BSP
	Nuklearmedizinische Bildgebung	BSP
	Standard	BSP
Therapie 20 Mio. € Umsatz in 2006	Implantate	zweistellig
	Tumorbestrahlung	zweistellig
	Sonstige	BSP
Radiopharmazie 5 Mio. € Umsatz in 2006	Kontrastmittel	zweistellig
	Modularlab	zweistellig
	Sonstige	BSP

Quellen: LBBW Research, Eckert & Ziegler, BSP: durchschnittliches Bruttosozialprodukt Europa und USA (2-4% Wachstum)

Isotopenspezialist

Niederlassungen

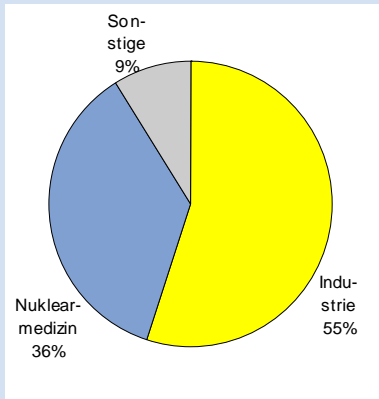
Portfolio besteht aus 5 Hauptgruppen

Kurzfassung der Produkte

Stammgeschäft: Rückzug auf Nuklearmedizin & Industrie

Nuklearmedizin & Industrie

(Umsatz 2007e: 25 Mio. €)



Quelle: LBBW, Eckert & Ziegler



Konjunkturelle Einflüsse

Verbrauchsmaterialien

Das Stammgeschäft und die Cash-Cow von Eckert & Ziegler ist das Segment Nuklearmedizin & Industrie. Mit gut 25 Mio. € dürfte dieser Bereich 47% des Konzernumsatzes in 2007 erzielen.

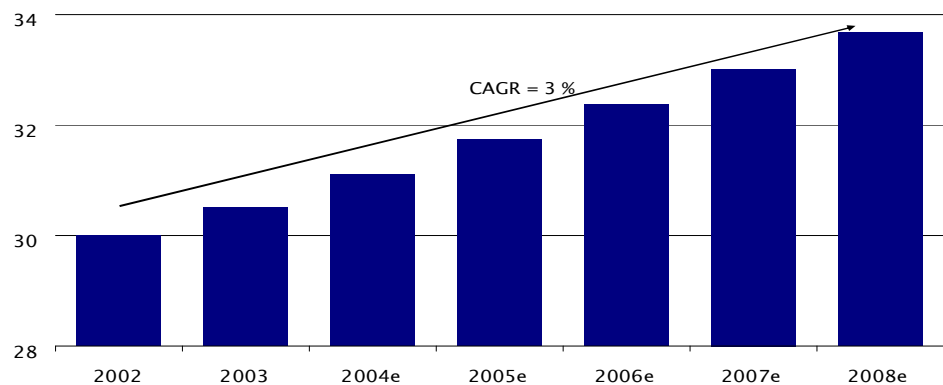
Einsatzfelder: Nuklearmedizin & Industrie

- Industrie:** In diesem Bereich werden die von Eckert & Ziegler produzierten, radioaktiven Komponenten in der Mess- und Prüftechnik eingesetzt. Viele Gerätehersteller nutzen weltweit radioaktive Quellen zum Einsatz in ihre Spezialmessgeräte, mit denen Dicken, Dichten und ähnliche physikalische Größen auch unter Extrembedingungen bestimmt werden können. Zu den Einsatzgebieten zählen die Eisen- und Stahlindustrie, Energieversorgung, Wehr- und Sicherheitstechnik, Anlagenbau und die chemische Industrie. Auch im Umweltschutz finden die radioaktiven Komponenten ihre Anwendung. Auf diese Weise wird z.B. der Bleigehalt in Wandfarben analysiert. Bei der Erdölförderung ermitteln radiometrische Messverfahren die Sedimentdichte. In der Bauindustrie kommen Neutronensonden zur Feuchtigkeits- und Dichtemessung der Betonschichten zum Einsatz.
- Nuklearmedizin:** Zu der Nuklearmedizinischen Bildgebung gehören Kalibrier- und Referenzstrahler für Gammakameras. Hier handelt es sich um Qualitätssicherungskomponenten innerhalb der Kameras.

Marktanalyse: Nuklearmedizin & Industrie

Der Markt für industrielle Strahlenquellen ist ein kleiner Spezialmarkt, der konjunkturellen Einflüssen ausgesetzt ist. Da es sich um Verbrauchsmaterialien handelt, die nach einiger Zeit wieder ersetzt werden müssen (in der Regel ein bis zweimal pro Jahr), ist die Schwankungsbreite limitiert. Wir schätzen den Markt für industrielle Strahlenquellen weltweit aktuell auf 33 Mio. €. Eckert & Ziegler dürfte dabei einen Marktanteil von rund einem Drittel haben. Das durchschnittliche Wachstum liegt nur im Rahmen des Bruttosozialprodukts.

Weltmarkt Strahlenquellen für industrielle Anwendungen



Quelle: LBBW Research

Reifer Markt

Auch bei der Nuklearmedizin handelt es sich um einen reifen Markt mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2-4%. Vorteilhaft für Eckert & Ziegler ist auch hier, dass es sich um ein Verbrauchsmaterialiengeschäft handelt, bei dem die Strahlenquellen zweimal pro Jahr substituiert werden müssen.

Produktinnovationen**Strategie: Nuklearmedizin & Industrie**

Im Segment Nuklearmedizin & Industrie ist Eckert & Ziegler in reifen Märkten mit geringem Wachstumsraten tätig. Dennoch erweist sich dieses Stammgeschäft als Cash Cow im Portfolio. Es ist den Berlinern gelungen mit Produktinnovationen oder neuen Anwendungen für bestehende Technologien zusätzliche Akzente zu setzen, z.B. werden sogenannte „Schnüffler“ seit dem 11. September 2001 zur Sicherheitsprüfung von Passagieren und Gepäck auf Flughäfen eingesetzt. Ferner stand in der Vergangenheit eine Portfolioabrundung auf der Agenda. So wurde beispielsweise in 2005 Analytics (Umsatz ca. 3 Mio. US\$) übernommen. Es handelt sich dabei um Produkte für die Überwachung von Kernkraftwerken und Kalibrierquellen für die Nuklearmedizin. Wir werten die bisherige Strategie als erfolgreich, so dass auch zukünftig dieses Segment ein wichtiges Standbein des Konzerns sein wird.

Kleinere Akquisitionen**Ausblick: Nuklearmedizin & Industrie**

LBBW Basisszenario: Nuklearmedizin & Industrie				
in Tsd. €	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	25.000	25.500	26.000	26.500
Δ in %	0%	2%	2%	2%
EBIT	4.750	4.340	4.160	4.300
EBIT-Marge in %	19%	17%	16%	16%

Quelle: LBBW Research

EBIT-Marge 07e: 19%**EBT-Marge 07e: 17%**

- Eckert & Ziegler gibt innerhalb seines Quartals- und Jahresabschlusses sehr wenig Segmentinformationen. Auf Basis der G+V werden nur Umsätze und der Jahresüberschuss vor Minderheiten publiziert. Wir schätzen für das Geschäftsfeld Nuklearmedizin & Industrie in 2007 die EBIT-Marge auf 19% und die EBT-Marge auf 17%. Diese liegt damit oberhalb der EBIT-Marge des Konzerns in 2006 von knapp 12% und des mittelfristigen Konzernzieles von 15%. In den Folgejahren dürfte konjunkturell eine leichte Abschwächung eintreten.
- Zur Zeit brummt das Geschäft im Industriebereich, was sich in einer hohen Nachfrage nach Rohisotopen für die Gas- und Ölexploration niederschlägt. Ferner ergibt sich auch eine Sonderkonjunktur für Industrielle Komponenten beim Einsatz von „Container röntgen“ in Häfen. Wir erwarten auch in 2008 eine Fortsetzung der guten konjunkturellen Entwicklung in den Einsatzgebieten.

Geschäft brummt aktuell

Schwacher USD belastet

- Einen Großteil des Umsatzes in diesem Segment macht Eckert & Ziegler im USD-Raum. Bei einem schwachen USD und einer Bilanzierung in Euro ergeben sich auf der Umsatzebene translatorische Risiken, die sich in den letzten Quartalen negativ niedergeschlagen haben.
- Allgemein taxieren wir den Währungseinfluss wie folgt: Wird der US-Dollar um 1 Cent schwächer und entwickelt sich damit von 1,40 US\$/€ auf 1,41 US\$/€, so dürfte sowohl der Umsatz als auch das EBIT um ca. 1% fallen. Die Marge würde sich weiterhin auf demselben Niveau bewegen.

Prognose**Währungssensitivität bei Nuklearmedizin & Industrie:****Abschwächung des US-Dollars um 1 Cent**

=>

Umsatz- /EBIT-Rückgang -1%

Entwicklung des US-Dollars (Basis: 1,40 US\$/€)	Umsatz 2008 in Tsd €	EBIT 2008 in Tsd. €	Umsatz- EBIT Entwicklung
LBBW-Szenario	25500	4340	
Abschwächung:			
um 1 Cent auf 1,41 US\$/€	25245	4297	-1%
um 10 Cent auf 1,50 US\$/€	22950	3906	-10%
Erholung:			
um 1 Cent auf 1,39 US\$/€	25755	4383	+ 1%
um 10 Cent auf 1,30 US\$/€	28050	4774	+ 10%

Quelle: LBBW

Analyse des Stammgeschäfts Nuklearmedizin & Industrie**Stammgeschäft: Bewertung des Basisszenarios**

Im Folgenden wollen wir im Rahmen unseres LBBW- Szenarios das Stammgeschäft, die Nuklearmedizin & Industrie, isoliert bewerten. Bei der Discounted Cash Flow Analyse gehen wir von den folgenden Prämissen in der Detailplanungsperiode von 2007 - 2011 aus:

Prämissen Detailplanungsperiode

- Im Ausblick 2008 hält sich Eckert & Ziegler noch bedeckt. Sollte der durchschnittliche Dollarkurs in 2008 bei 1,40 US\$/€ liegen, erwarten die Berliner bei der Nuklearmedizin & Industrie stärkere nominelle Zuwächse. Wir prognostizieren ein Umsatzplus von 2%, dabei deckt sich die Dollarprognose des Unternehmens mit den Annahmen der volkswirtschaftlichen Abteilung der LBBW.
- Allgemein prognostizieren wir in den folgenden Jahren ein Umsatzwachstum im Rahmen des durchschnittlichen europäischen und amerikanischen Bruttozialprodukts von 2%. Wir bewegen uns dabei an der unteren Bandbreite, um den potenziellen negativen Einfluss eines schwachen US-Dollars auf die Umsatzentwicklung abzubilden.
- Die EBIT-Marge dürfte sich im Planungshorizont von 19% auf 15% reduzieren. Damit nehmen wir eine konservative Sichtweise hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung ein, die sich ab 2008 moderat abschwächen sollte.
- Die Steuerquote taxieren wir auf 34%.

- Die Nettoverschuldung (LBBWe 2007: 7,5 Mio. €) entfällt zu 80% auf die Holding. Bei einer linearen Verteilung der restlichen Verschuldung auf die einzelnen Segmente prognostizieren wir eine Nettoverschuldung für die Nuklearmedizin & Industrie von 0,5 Mio. €.
- Die ergebnisrelevanten Minderheiten sind nur im Segment Nuklearmedizin & Industrie zu finden (LBBWe 2007: 0,25 Mio. €).

In Phase zwei, welche die Jahre 2012 bis 2016 umfasst, werden die freien Cashflows auf Basis von Werttreibern ermittelt.

Werttreiber

Werttreiber	
Umsatzwachstum	2%
EBIT-Marge	14%
Steuerquote	34%
Abschreibungsquote	6%
Rückstellungsquote	8%
Investitionsquote	6%
Net Working Capital-Quote	25%
Wachstumsrate der ewigen Rente	0,5 %

Quelle: LBBW

Ferner taxieren wir den risikofreien Zins auf 4,0% und die Marktrisikoprämie Aktien auf 5,2%. Bei einem Betafaktor von 1,6 nehmen wir eine konservative Sichtweise ein.

DCF-Annahmen

DCF-Modell - Annahmen	
Risikoloser Zins	4,0 %
Marktrisikoprämie Aktien	5,2 %
Beta-Faktor	1,60
Eigenkapitalkosten	12,8 %
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,3 %
Ziel-Eigenkapitalquote	60,0 %
WACC	9,4 %
Wachstumsrate der ewigen Rente	0,5 %

Quelle: LBBW

Dies führt zu der folgenden Free Cashflow Entwicklung:

Free Cashflow (Mio. €)	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	25,0	25,5	26,0	26,5	27,1	27,6	28,2	28,7	29,3	29,9
<i>Wachstum (yoy)</i>	0 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
EBIT	4,8	4,3	4,2	4,3	4,1	4,1	3,9	4,0	4,1	4,2
<i>EBIT-Marge</i>	19 %	17 %	16 %	16 %	15 %	15 %	14 %	14 %	14 %	14 %
Steuern	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
<i>Steuerquote</i>	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %
Abschreibungen	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
<i>vom Umsatz</i>	5 %	5 %	5 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Rückstellungen	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4
<i>vom Umsatz</i>	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Operativer Cashflow	4,3	4,4	4,2	4,4	4,3	4,4	4,3	4,4	4,5	4,6
Investitionen in SA	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
<i>vom Umsatz</i>	5 %	5 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Working Capital	6,5	6,6	6,5	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5
<i>vom Umsatz</i>	26,0 %	25,9 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Delta Working Capital	-1,2	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Free Cashflow	4,2	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	2,7

Quelle: LBBW

DCF-Bewertung:**Nuklearmedizin & Industrie****Fairer Wert 10,30 €**

Die DCF-Bewertung ergibt einen fairen Wert von 10,30 €.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	20,2
Barwert der ewigen Rente	13,0
Enterprise Value	33,2
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	39,3 %
Nettofinanzverschuldung	0,5
Anteile Dritter	0,3
Pensionsrückstellungen	0,045
Fairer Wert	32,3
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	10,28

Quelle: LBBW

Zwischenfazit

Das Segment Nuklearmedizin & Industrie dürfte auch zukünftig die entscheidende Ertragsquelle für Eckert & Ziegler sein. Diese Cash Cow hat in unserem LBBW-Szenario einen fairen Wert von 10,30 €. Wir verzichten auf eine weitere Differenzierung in ein Best- und Worst Case Szenario. Die Berliner setzen jedoch nicht nur auf diesen Portfoliobaustein, sondern fokussieren sich noch auf ihre Hoffnungsträger Therapie und Radiopharmazie. Im Folgenden wollen wir das Potenzial der beiden Segmente in unterschiedlichen Szenarien näher beleuchten.

Chance 1: Brachytherapie und Tumorbestrahlung

Prostatakrebs im Fokus

Das Segment Therapie zählt zu den Hoffnungsträgern im Portfolio von Eckert & Ziegler. Es konzentriert sich vor allem auf die Produktentwicklung und Markteinführung von radioaktiven Quellen in den Bereichen Kardiologie und Onkologie. Zu dem besonderen Schwerpunkt in der Onkologie gehört die Prostatakrebsbehandlung mittels radioaktiver Jod-Seeds. Weitere Produkte umfassen Low- und High-Dose-Rate Afterloader. Iridium-Strahlenquellen werden im Segment Sonstige zusammengefasst. Abnehmer für die Produkte des Segments Therapie sind Medizinprodukthersteller und Kliniken. Mit einem Umsatz von 20 Mio. € in 2007 macht dieser Bereich 38% des Konzernumsatzes aus.

Prognose Prostatakrebs

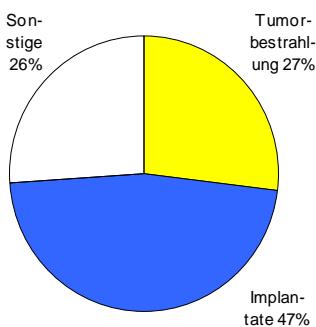
Einblick: Krebs

Traurige Fakten: Der weltweite Krebsmarkt hatte in 2005 ein Volumen von 47,6 Mrd. US\$ und eine Wachstumsrate von 16% gegenüber 2004. Gemäß WHO sind weltweit 7,6 Mio. (13%) der Todesfälle auf Krebs zurückzuführen. Es wird sogar eine Steigerung auf 9 Mio. in 2015 und 11,4 Mio. in 2030 prognostiziert. Da Krebs als Alterserkrankung zu klassifizieren ist, verstärkt sich die Krankheitshäufigkeit mit einer zunehmenden Vergreisung der Bevölkerung. Eckert & Ziegler ist auf den Prostatakrebs in einem frühen Stadium fokussiert.

Umsatz Therapie (2007: 20 Mio. €)

Einblick: Therapie von Prostatakrebs durch Seed-Implementation

Prostatakrebs gehört zu den häufigsten Tumorarten bei Männern und wird in Deutschland vor allem chirurgisch behandelt. Nach Schätzungen des Robert-Koch-Instituts wurde im Jahr 2005 bei ca. 44.800 Männern in Deutschland ein bösartiger Tumor der Vorstehdrüse (Prostata) festgestellt. Mit ca. 11.000 jährlichen Todesfällen ist das Prostatakarzinom an zweiter Stelle bei den Krebs bedingten Todesursachen. Ähnliche alarmierende Statistiken zeigen auch Erhebungen in der EU und den USA.



Quelle: LBBW

Prognose Prostatakrebserkrankungen 2006-2011 in ausgewählten Ländern

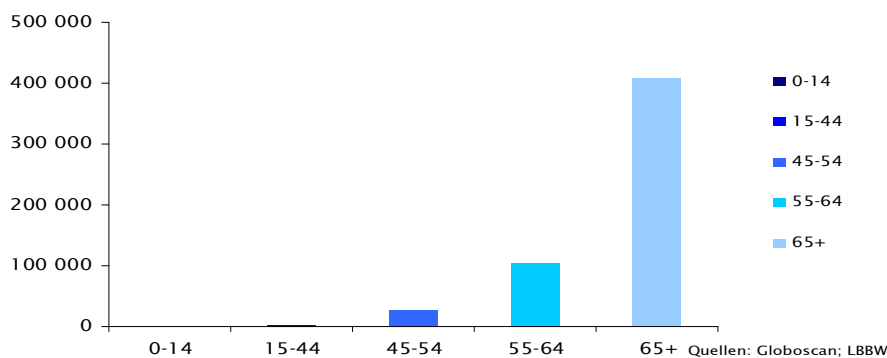
Land (in Tsd.)	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Frankreich						
Neufälle	30,58	30,70	30,81	30,92	31,04	31,15
Erkrankungen	110,79	111,20	111,61	112,02	112,44	112,85
Deutschland						
Neufälle	44,83	44,83	44,84	44,84	44,85	44,85
Erkrankungen	167,11	167,13	167,15	167,16	167,18	167,20
Italien						
Neufälle	24,17	24,18	24,20	24,22	24,23	24,25
Erkrankungen	82,23	82,29	82,35	82,40	82,46	82,52
Spanien						
Neufälle	13,63	13,65	13,67	13,69	13,71	13,73
Erkrankungen	46,06	46,13	46,20	46,27	46,34	46,40
UK						
Neufälle	28,40	28,48	28,56	28,64	28,72	28,80
Erkrankungen	83,83	84,06	84,30	84,54	84,77	85,01
EUS						
Neufälle	141,61	141,84	142,08	142,31	142,55	142,79
Erkrankungen	490,02	490,81	491,60	492,39	493,19	493,98
US						
Neufälle	260,34	262,73	265,15	267,59	270,05	272,50
Erkrankungen	1142,44	1152,95	1163,55	1174,26	1185,06	1195,80
Gesamt						
Neufälle	419,02	421,66	424,32	427,00	429,71	432,40
Erkrankungen	1697,57	1708,90	1720,33	1731,86	1743,50	1755,06

Quellen: Business Insights, IARC 2005, EURO CARE 2005, SEER 2005

Ursachenforschung

Die genauen Ursachen für Prostatakrebs sind bis heute nicht bekannt. Jedoch gibt es einige Faktoren, die das Risiko, an Prostatakrebs zu erkranken, erhöhen. Die wichtigsten Indikatoren sind Alter, Hautfarbe und familiäre Veranlagung. Prostatakrebs ist typischerweise eine Alterserkrankung. Neun von zehn Patienten sind zum Zeitpunkt der Diagnose über 60 Jahre alt, das mittlere Erkrankungsalter liegt bei über 65 Jahren.

Häufigkeit von Prostatakrebs nach Altersgruppen (weltweit)



Quellen: Globoscan, LBBW Research

Frühe Diagnose

Je früher die Krankheit erkannt wird, umso besser kann sie behandelt werden. Einfache Untersuchungsverfahren stehen dem Arzt zur Verfügung u. a. die Tastuntersuchung und die so genannte PSA-Bestimmung, für die eine Blutprobe entnommen wird. In Deutschland ist der Bluttest jedoch nicht Teil des gesetzlichen Krebsfrüherkennungsprogramms. Eine Biopsie wird dann bei Verdacht durchgeführt.

Die Wahl des geeigneten Behandlungsverfahrens richtet sich nach der Ausbreitung des Karzinoms, seinem Malignitätsgrad (Ausmaß der Bösartigkeit), sowie dem Allgemeinzustand und dem biologischen Alter des Patienten und dessen Begleiterkrankungen.

Mögliche Therapieverfahren

Diese Faktoren entscheiden über die einzuschlagende Therapie. Grundsätzlich gilt: Lokale Behandlung (z.B. Operation, Bestrahlung) bei lokal begrenztem Prostatakarzinom und systematische (allgemeine) Behandlung (z.B. Hormontherapie) bei fortgeschrittenem Prostatakarzinom sowie die Chemotherapie bei rezidiven Formen.

Seed-Implantation Afterloader-Therapie nur eine Möglichkeit

Behandlung	Therapien
1 Radikale Prostatektomie	Operative Entfernung der Prostata
2 Strahlentherapie	
2.1 Seed-Implementation	wenige Millimeter kleine, radioaktive Strahler werden dauerhaft in die Prostata eingesetzt
2.2 Externe Bestrahlung	der Tumor wird gezieht von außen bestrahlt
2.3 Afterloading-Therapie	Hochenergetische Strahler werden kurzzeitig in die Prostata eingeführt
3 Hormontherapie	Unterbindung der Hormonwirkung
4 Chemotherapie	Bei rezidiven Formen
5 Kontrolliertes Abwarten	Der Tumor wird nicht behandelt, aber in regelmäßigen Abständen medizinisch untersucht

Quelle: Eckert & Ziegler AG. BEBIG GmbH

Als kurative Therapieformen (Behandlungen mit großen Heilungschancen) beim lokal begrenzten Prostatakarzinom gelten die radikale Prostatektomie, die externe Bestrahlung und die Brachytherapie. Eine weitere Alternative zu den erwähnten Behandlungsmethoden ist die Protonentherapie, die sich wie die Brachytherapie durch geringere Nebenwirkungen auszeichnet.

Brachytherapie im frühem Stadium möglich

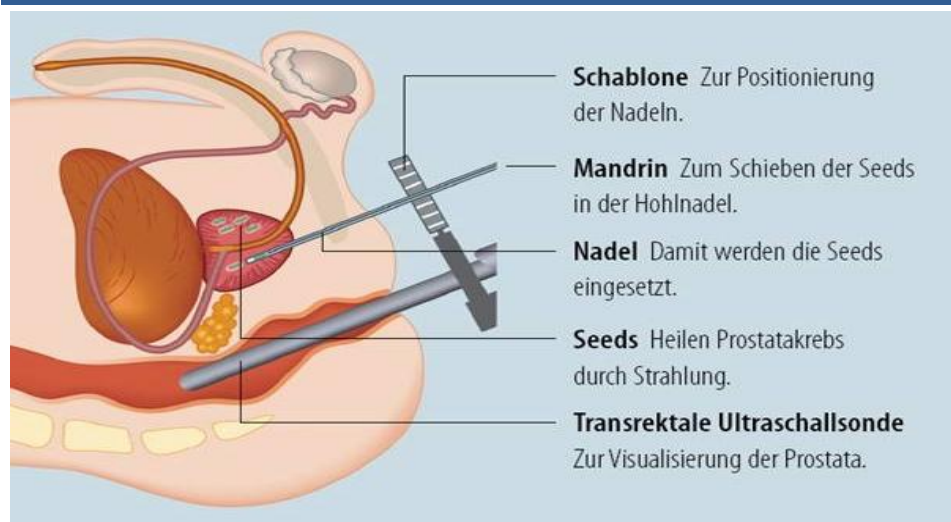


Einsatzfeld: Brachytherapie

Wird ein Tumor frühzeitig erkannt, ist die Behandlung mit der Brachytherapie in der Regel möglich. Der Tumor ist dann räumlich eingegrenzt, Verwachsungen mit dem umliegenden Gewebe sind noch nicht eingetreten und es haben sich noch keine Metastasen gebildet. Man spricht dann von sogenannten T1 und T2-Tumoren. Ferner muss der Gleason-Wert < 7 (Einstufungssystem über die Aggressivität des Krebses), der PSA-Wert < 10 und das Prostatavolumen $< 50\text{ccm}$ sein. Kommt es zu Verwachsungen oder Metastasen (T3 und T4) kann der Tumor nicht mehr mit der Brachytherapie behandelt werden.

Bei der Brachytherapie handelt sich um einen minimalinvasiven Eingriff, der innerhalb einer Stunde ambulant durchgeführt werden kann. Bei dieser Behandlungsmethode werden zwischen 50 und 80 millimeterkleine, schwach radioaktive Strahler, sogenannte Seeds, in die Prostata implantiert. Diese enthalten das kurzlebige Radionuklid Jod 125 mit einer Halbwertszeit von 59,5 Tagen. Ein Seed ist 4,5 mm lang und hat einen Durchmesser von 0,6 mm (siehe nebenstehende Grafik). Eckert & Ziegler ist nur im Markt der Jod-Seeds aktiv.

Darstellung einer Seed-Implementation



Quelle: Eckert & Ziegler

Langzeitdaten (bis zu 15 Jahren) zeigen, dass die Behandlung des frühen Prostatakarzinoms mit Seed-Implementation zu vergleichbaren Erfolgsraten führt wie die radikale Prostatektomie. Allerdings treten deutlich weniger Nebenwirkungen als bei der chirurgischen Entfernung der Prostata auf: Die Inkontinenzrate liegt unter 1% (bei chirurgischer Prostataentfernung zwischen 5 und 30%), die Impotenzrate nur bei 15-25% (bei chirurgischer Prostataentfernung zwischen 50-100%).

Kostenanalyse Brachytherapie versus operative Entfernung der Prostata

Die Brachytherapie verursacht zunächst höhere Operationskosten als ein chirurgischer Eingriff mit einer totalen Entfernung der Prostata. Dies spiegelt sich in einem höheren DRG Abrechnungsfaktor (Fallkostenpauschale, leistungsorientierte Entgeltssystem) von 2,145 im Vergleich zur Prostatektomie von 1,174 nieder. Ein monetärer Vorteil zeigt sich erst in einem niedrigeren Nachbehandlungsaufwand als er bei einer Reha anfällt.

Kostenanalyse in €	Brachytherapie	chirurgischer Eingriff
DRG Basisrelation (Faktor)	2,145	1,174
Angenommener Klinik DRG Basiswert	2500	2500
= Operationskosten	5363	2935
Kosten Anschlussheilbehandlung	445	-
Kosten Reha		4200
=Gesamt	5808	7135

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Zwischenfazit: Die Brachytherapie ist nur bei einem eingeschränkten Patientenkreis anwendbar. Von der Kostenseite her betrachtet werden die höheren Operationskosten durch geringere Folgekosten relativiert.

Einsatzfeld: Tumorbestrahlung

Daneben entwickelt und produziert Eckert & Ziegler auch sogenannte Afterloader. Dabei handelt es sich um Krebsbestrahlungsgeräte, bei denen eine radioaktive Strahlenquelle durch einen dünnen Katheder in ein Organ, z.B. die Gebärmutter eingeführt wird. Nach Beendigung der Strahlentherapie wird der Strahler auf gleichem Weg wieder entfernt. Vorteil des Afterloadingverfahrens ist die Bestrahlung von Tumoren mit hohen Strahlendosen unter weitgehender Schonung des umliegenden Gewebes.

Marktanalyse: Brachytherapie und Tumorbestrahlung

- **Seeds:** In den USA ist die Behandlung von Prostatakrebs mittels Permanentimplantaten (Seeds) bei Patienten, deren Karzinom frühzeitig erkannt wurde, sehr verbreitet. Rund ein Drittel der in den USA diagnostizierten Prostatakarzinome werden mit Seeds behandelt.

Patientenzahlen USA (in Tsd.)	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

Brachytherapie mit höheren Operationskosten

niedrigere Kosten bei Nachbehandlung

Afterloader



Vorreiter USA

USA:

- Eckert & Ziegler nicht präsent
- Oncura Marktführer
- Marktkonsolidierung
- Geringes Wachstum: 1,3% p. a.
- Fallende Preise: -0,9% p. a.

Europa:

- Eckert & Ziegler: Marktanteil 1/3
- Umsatz Eckert & Ziegler: 10 Mio. € p.a.
- Oncura Marktführer
- bisher keine Marktkonsolidierung
- Wachstumspotenzial: 9% p. a.
- Preisrückgang: -0,4 % p. a.

Marktteilnehmer**Markt Afterloader:**

100 Mio. €

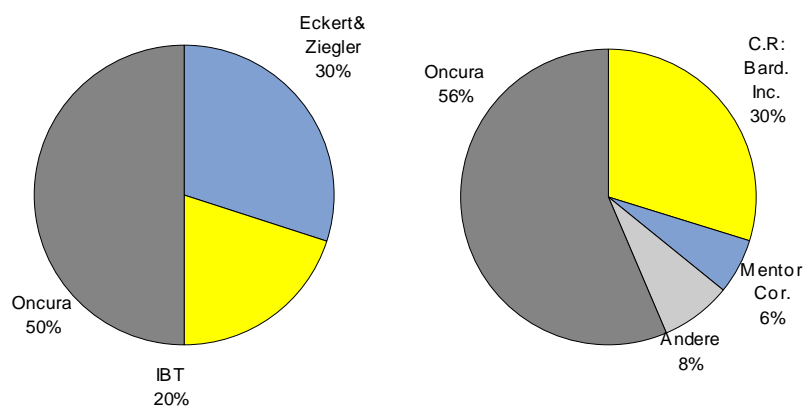
Eckert & Ziegler:

12-13 Mio. € Umsatz p. a.

Produktion p. a.: 40 Geräte

Den amerikanischen Jod-Seed Markt mit einem Volumen von 250 Mio. US\$ (Quelle: Frost & Sullivan) teilen sich die großen Anbieter Oncura (56%), Bard (30%), Mentor Corporation (6%) und kleinere Anbieter (8%) auf. In den USA ist schon eine Marktkonsolidierung eingetreten. Mittlerweile befinden sich die Fallzahlen der mit Seed-Implantaten behandelten Patienten auf einem hohen Niveau (1,3% Wachstum p. a.), auf dem sich nur noch ein geringer, vor allem auf demographischen Veränderungen basierender Zuwachs ergibt. Ferner zeigen die Seed Preise eine fallende Tendenz. Gemäß Frost & Sullivan sollen sich die Preise von 23,2 US\$ pro Seed in 2003 auf 21,8 US\$ in 2010 reduzieren (CAGR:-0,9%).

In Europa hingegen ist die Ausgangsbasis für die Entwicklung der Seed-Therapie zur Behandlung von Prostatakrebs sehr viel niedriger. Wir schätzen den europäischen Markt für die Seed-Therapie (Jod) auf 35 Mio. €. Eckert & Ziegler erzielt mit seinen schätzungsweise 2.000 Behandlungen pro Jahr und einer durchschnittlichen Erstattung pro Implantation von annähernd 5.400 € rund 10 Mio. € Umsatz, dies würde einem Marktanteil von einem Drittel entsprechen. In Deutschland haben die Berliner einen etwas geringeren Anteil von 20%. Gemäß Frost & Sullivan dürfte der europäische Markt jedes Jahr um 9% zulegen. Als Wettbewerber treten die amerikanischen Konkurrenten Oncura (50%) und IBT (20%) auf. Bemerkenswert ist, dass Eckert & Ziegler für Bard und Nucletron die Seed-Produktion für den europäischen Markt übernimmt. Eckert & Ziegler bietet seine Jod-Seeds nur in Europa an. Es ist noch keine Marktkonsolidierung eingetreten.

Marktteilnehmer: europäischer Seed-Markt**US Seed-Markt**

Quellen: US Seed-Markt: Frost & Sullivan, Europäischer Seed-Markt: Eckert & Ziegler

Auch in Europa weisen die Seed-Preise eine fallende Tendenz auf. Jedoch zeigt sich der Rückgang nicht ganz so drastisch. Gemäß Frost & Sullivan soll der durchschnittliche Verkaufspreis eines Jod-Seeds von 29,2 US\$ in 2003 auf 28,3 US\$ in 2010 (CAGR: -0,4%) zurückgehen.

- Der Markt für Afterloader dürfte weltweit ein Volumen von 100 Mio. € haben, den Anteil von Eckert & Ziegler taxieren wir auf 12-13 Mio. €. Dabei sollten 2.000 bis 3.000 Afterloader-Geräte im Einsatz sein. Eckert & Ziegler

produziert pro Jahr ca. 40 Apparaturen. Bei einem durchschnittlichen Einsatz der Geräte über einen Zeitraum von 10 Jahren sind Wartungsverträge ein wichtiger Baustein in diesem Geschäftsbereich. Eckert & Ziegler prognostiziert zweistellige Zuwachsraten für dieses Subsegment.

Strategie: Brachytherapie und Tumorbestrahlung

Dieser Bereich wird von Eckert & Ziegler ganz klar auf Wachstum getrimmt. Dazu streben die Berliner zweistellige Zuwachsraten an und setzen auf die folgenden strategischen Bausteine:

Vorsorgemoral

- **Verbesserung Vorsorgemoral:** Da ein frühes Stadium des Tumors Voraussetzung für die Anwendung der Seed-Implementation ist, kommt der Früherkennung eine wichtige Rolle zu. In den USA ist die Inanspruchnahme von Früherkennungsuntersuchungen für Prostatakrebs weit verbreitet. Dies mag auch an dem dort erstattungsfähigen PSA-Bluttest liegen. Eckert & Ziegler bemüht sich um Aufklärung und eine bessere Vorsorgemoral bei den Männern, so ist man beispielsweise bei Männergesundheitstagen präsent. In Deutschland wird der Test nur von den privaten Krankenkassen übernommen und kostet 20 €.

Einsatz für bessere Kostenerstattung

- **Einsatz für bessere Kostenerstattung:** In Deutschland wird die Brachytherapie gemäß DRG-Abrechnungsziffer im stationären Bereich sichergestellt. Ein wesentlicher Vorteil der Brachytherapie liegt allerdings in der ambulanten Anwendung. Hier muss die Erstattung noch in Einzelverträgen vom Patienten mit der Krankenkasse ausgehandelt werden. Hinsichtlich der Erstattungsregularien ist Deutschland Schlusslicht in Europa. In vielen anderen europäischen Ländern wie Benelux, UK und Spanien sieht die Erstattungssituation besser aus.

Erstattungen in den einzelnen Ländern

Land	Regelung
Belgien	Erstattung aller Kosten
Deutschland	Erstattung im Rahmen der DRG (stationäre), ambulant per Einzelvereinbarung
England	Erstattung aller Kosten
Frankreich	Erstattung im Rahmen eines festen Budgets in staatlichen Krebszentren, allgemeine Erstattung in den privaten Kliniken
Niederlande	Erstattung aller Kosten
Italien	Erstattungsmodalitäten regional unterschiedlich
Spanien	Erstattung aller Kosten
Schweiz	Erstattung eines Festbetrages

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Eckert & Ziegler ist zwar in den entsprechenden Gremien bemüht, eine Aufnahme der Therapieform in den generellen Erstattungskatalog zu erhalten, der Erfolg liegt allerdings nicht abschließend in der Hand von den Berlinern, sondern den Ausschüssen der Krankenkassen.

Kooperation

- **Seed-Produktion für Wettbewerber:** Eckert & Ziegler kooperiert auf dem europäischen Markt mit den US-Wettbewerbern Bard und Nucletron, indem das Unternehmen für die Wettbewerber Seeds produziert. Dadurch ist bei gleicher Fixkostenbelastung eine bessere Anlagenauslastung möglich. In 2003 gab man ferner den Abschluss eines Kooperationsvertrages mit dem US- Unternehmen Theragenics bekannt. Theragenics ist in der Produktion und dem Vertrieb von vorwiegend Palladium-Implantaten für die Brachytherapie tätig. Der Vertrag umfasst den Bau einer Produktionslinie für Jod-Seeds. Eckert & Ziegler übertrug Theragenics das US-Geschäft in diesem Segment und erhielt im Gegenzug die Vertriebsrechte an Theragenicsprodukten für Europa. Die Palladium-Implantate erweitern somit das Produktportfolio von Eckert & Ziegler in Europa.

Vertriebspower

- **Stärkung des Vertriebs:** Mit dem verstärkten Fokus auf die Behandlung onkologischer Erkrankungen mit radioaktiven Permanentimplantaten ist die Bedeutung des Vertriebs nochmals deutlich angezogen.

Neue Indikationen

- **Erweiterung der Indikationen:** Mit den Afterloadergeräten konnte Eckert & Ziegler eine Therapiemöglichkeit für weitere Indikationen anbieten. Dabei unterscheidet man zwischen Low Dose Rate (LDR) und der High Dose Rate (HDR) Brachytherapie.

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

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Akquisitionen

- **Akquisitionsstrategie Vorwärtsintegration:** Bei der Akquisition der Afterloader von Schering und HEK stand die Zentralisierung der Produktion, Verwaltung und Vertrieb im Fokus, um das Therapiegeschäft auf Profitabilität zu trimmen. Durch den Einsatz von Strahlenquellen mit einer längeren Halbwertszeit (Kobaltstrahler) werden Geräte in den Ländern interessant, wo man schlechtere logistische Rahmenbedingungen vorfindet. Ferner wird eine Vorwärtsintegration ermöglicht, da neue Abnehmer in den Konzern integriert werden. So können durch den Erwerb der Afterloader nicht nur die Geräte, sondern auch die dazugehörigen Verbrauchsmaterialien, die radioaktiven Strahlenquellen, am Markt angeboten werden.

Bisherige Strategie erfolgreich

Zwischenfazit

Die bisherige Strategie im europäischen Markt werten wir als erfolgreich. Allerdings hat Eckert & Ziegler bis jetzt auch noch keine massive US-Konkurrenz zu spüren bekommen. Die Amerikaner haben in ihrer Heimat deutlich höhere Produktionsvolumina und vermutlich niedrigere Produktionsstückkosten. Bis jetzt haben genehmigungstechnische Hürden, hohe Transportkosten und eine

komplizierte Logistik sie davon abgehalten ihre Größenvorteile in Europa richtig auszuspielen. Sollte allerdings der europäische Seed-Markt an Fahrt gewinnen, könnte sich die Einstellung leicht ändern und verstärkter Wettbewerb eintreten.

Chance 1: Bewertung auf Stand alone Basis

Dieses Segment wird von Eckert & Ziegler als wichtiger Baustein für die zukünftige Entwicklung ihres Portfolios angesehen. Man traut der Therapie zweistellige Zuwachsraten zu. In der folgenden Szenario-Analyse beleuchten wir dieses Geschäftsfeld unter verschiedenen Blickwinkeln.

■ LBBW-Szenario: Therapie

LBBW Szenario Therapie				
in Tsd. €	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	20.000	20.200	20.600	21.000
Δ in %	1%	1%	2%	2%
EBIT	2.500	2.626	2.678	2.732
EBIT-Marge in %	13%	13%	13%	13%

Quelle: LBBW

Wir legen wieder im Rahmen der Cash Flow Analyse für die Jahre 2007 bis 2011 konkrete Planungen zu Grunde:

- In 2007 und 2008 gehen wir nur von einem moderaten Umsatzwachstum von 1% aus, weil nicht wie in den letzten zwei Jahren Großprojekte für die Tumorbestrahlungsgeräte akquiriert werden konnten. Ferner beeinträchtigt der Anstieg des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Yen nicht nur den Absatz der therapeutischen Produkte, sondern verringert rein rechnerisch auch das Volumen der in Dollar fakturierten Verkäufe.
- Allgemein ist die Entwicklung in diesem Bereich von den allgemeinen Erstattungsregelungen in den einzelnen europäischen Ländern abhängig. In unserem Basisszenario unterstellen wir ab 2009 ein jährliches Umsatzwachstum von 2% und bleiben damit deutlich unterhalb der Prognose des Unternehmens mit zweistelligen Zuwächsen und einem organischen Marktwachstum von 9% (siehe Seite 19). Unsere konservativen Wachstumsraten spiegeln auch ein mögliches Eintreten der Amerikaner in den europäischen Markt wider. Wir setzen die aktuelle Situation bei den Erstattungsregeln als Status Quo fest und unterstellen damit keine weitere Margenverbesserung.
- Die EBIT-Marge taxieren wir auf konstant 13% und die Steuerquote auf 37%.
- Die Nettoverschuldung prognostizieren wir auf 0,5 Mio. €. Dabei gehen wir weiterhin von der Prämisse aus, dass die Nettoverschuldung (LBBWe: 7,5 Mio. €) zu 80% auf die Holding entfällt. Der Rest wird linear auf die einzelnen Segmente verteilt.

**Moderates Umsatzwachstum
in 2007 und 2008**

**Konservatives
Umsatzwachstum ab 2009**

EBIT-Marge LBBWe: 13%

EBT-Marge LBBWe: 8%

Steuerquote: 37%

Nettoverschuldung:

0,5 Mio. €

Keine Minderheiten

- Da die ergebnisrelevanten Minderheiten nur im Segment Nuklearmedizin & Industrie anfallen, nehmen wir hier Minderheiten von 0 Mio. € an.

In Phase zwei, welche die Jahre zwischen 2012 bis 2016 umfasst, wurden die freien Cashflows auf Basis von Werttreibern ermittelt. Für die Zuflüsse ab 2017 unterstellen wir eine Terminal Growth Rate von 0,5%.

Werttreiber

Werttreiber	
Umsatzwachstum	2%
EBIT-Marge	13%
Steuerquote	37%
Abschreibungsquote	10 %
Rückstellungsquote	8%
Investitionsquote	10%
Net Working Capital-Quote	25%
Wachstumsrate der ewigen Rente	0,5%

Dies führt zu folgender Free Cash Flow Entwicklung:

Cash Flow Entwicklung

Free Cashflow (Mio. €)	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	20,0	20,2	20,6	21,0	21,4	21,9	22,3	22,7	23,2	23,7
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>
EBIT	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1
<i>EBIT-Marge</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>	<i>13 %</i>
Steuern	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
<i>Steuerquote</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>	<i>37 %</i>
Abschreibungen	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3
<i>vom Umsatz</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>
Rückstellungen	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
<i>vom Umsatz</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>
Operativer Cashflow	3,4	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	4,1	4,1	4,4	4,2
Investitionen in SA	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3
<i>vom Umsatz</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>
Working Capital	5,0	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9
<i>vom Umsatz</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>
Delta Working Capital	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Free Cashflow	1,4	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	1,7	1,9	1,7

Quelle: LBBW

**LBBW-Szenario Therapie:
Fairer Wert 6,30 €**

Die DCF-Bewertung ergibt einen fairen Wert von 6,30 €.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	11,4
Barwert der ewigen Rente	9,0
Enterprise Value	20,4
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>44,1 %</i>
Nettofinanzverschuldung	0,5
Anteile Dritter	0,0
Pensionsrückstellungen	0,045
Fairer Wert	19,8
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	6,31

Quelle: LBBW

Zwischenfazit**LBBW-Szenario Therapie****Zwischenfazit**

Im LBBW-Szenario Therapie sind wir von konservativen Annahmen mit einem moderaten Umsatzwachstum ausgegangen und damit deutlich unterhalb der Unternehmensprognose geblieben. Selbst in diesem Szenario resultiert ein fairer Wert von 6,30 €.

■ **Worst Case Szenario Therapie****Worst Case Szenario Therapie**

in Tsd. €	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	20.000	19.600	19.200	18.800
Δ in %	1%	-2%	-2%	-2%
EBIT	2.500	1.900	1.700	1.400
EBIT-Marge in %	13%	10%	9%	7%

Quelle:LBBW

Worst Case Szenario Therapie:**Fairer Wert 3,30 €**

Beim Umsatz unterstellen wir sowohl in der Detailplanungsphase als auch langfristig einen Rückgang von -2% (Ausnahme 2007). Auch die EBIT-Marge nimmt von 12% auf 7% ab. In diesem Worst Case Szenario ergibt sich ein fairer Wert von 3,30 €. Wir unterstellen dabei ein Wachstum der ewigen Rente von 0%.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	7,0
Barwert der ewigen Rente	4,1
Enterprise Value	11,1
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>36,8 %</i>
Nettofinanzverschuldung	0,5
Anteile Dritter	0,0
Pensionsrückstellungen	0,045
Fairer Wert	10,5
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	3,34

Quelle: LBBW

■ Best Case Szenario: Therapie

Best Case Szenario Therapie

in Tsd. €	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	20.000	20.200	21.200	22.300
Δ in %	1%	1%	5%	5%
EBIT	2.500	2.800	3.200	3.300
EBIT-Marge in %	13%	14%	15%	15%

Quelle: LBBW

In diesem Szenario unterstellen wir eine Verbesserung der Erstattungsregeln wie z. B. in Deutschland. Ferner dürfte es Eckert & Ziegler nach und nach gelingen seinen Marktanteil noch auszubauen. Dies sollte dann zu einer Umsatzsteigerung von 5% in Phase 1 und Phase 2 führen. Die EBIT-Marge sollte sich in der Detailplanungsperiode auf 15% erhöhen und später bei 16% liegen. Im Best Case Szenario ergibt sich ein fairer Wert von 9,80 €.

Fairer Wert Therapie

Best Case: 9,80 €

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	15,6
Barwert der ewigen Rente	15,7
Enterprise Value	31,3
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>50,2 %</i>
Nettofinanzverschuldung	0,5
Anteile Dritter	0,0
Pensionsrückstellungen	0,045
Fairer Wert	30,8
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	9,79

Quelle: LBBW

Damit entspricht der faire Wert in diesem Szenario annähernd dem des Segments Nuklearmedizin & Industrie auf Stand alone Basis. Die beiden Segmente hätten sich nun zu gleichwertigen Geschäftsteilen entwickelt.

Zwischenfazit:

Zusammenfassung Therapie (gerundet)

in €	Worst Case Fairer Wert	LBBW-Szenario Fairer Wert	Best Case Fairer Wert
Therapie	3,30 €	6,30 €	9,80 €

Quelle: LBBW

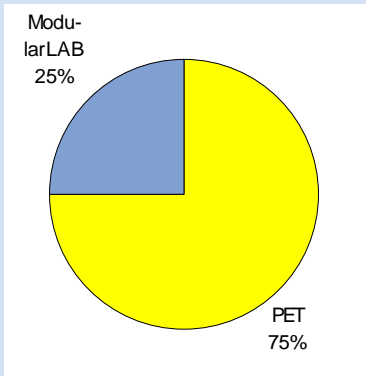
Belastungsfaktoren behindern weiterhin

LBBW Szenario geht nur von moderaten Fortschritten aus

Die Entwicklung der Brachytherapie (Seed-Implementation) in Europa und besonders in Deutschland ist ein Hoffnungsträger für Eckert & Ziegler. Allerdings bestehen noch Hürden, die methodenabhängig, persönlich motiviert und politisch bedingt sind. Die Seed-Implementation kann nur im Krebsstadium T1/T2 Stadium eingesetzt werden und ist damit auf ein frühes Krankheitsstadium limitiert. Da die Vorsorge in Europa im Vergleich zu den Amerikanern auch weiterhin zu wünschen übrig lässt, sind dem Ausbau der Brachytherapie Grenzen gesetzt. Dies mag u. a. darin begründet sein, dass der PSA Bluttest in vielen europäischen Ländern nicht erstattet wird. Ferner müssen noch viele Ärzte und die Entscheidungsträger in den Krankenkassen von den Vorteilen der Therapie im Vergleich zur klassischen Prostatektomie überzeugt werden. In unserem Basisszenario unterstellen wir nur ein moderates Umsatzwachstum von 2% p. a. und keine Margenverbesserung. Damit sind wir deutlich konservativer als das Management.

Radiopharmazie:

Umsatz 07e: (7,8 Mio. €)



Quelle: LBBW

Radiopharmazie neues Segment ab 2006

Möglichkeiten von PET

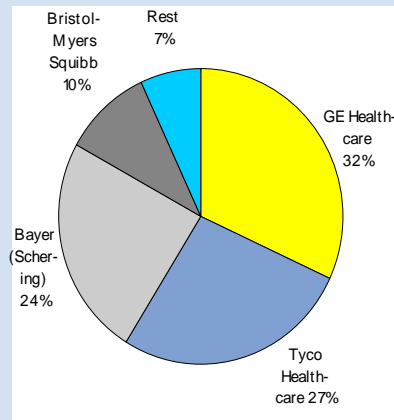
PET kleiner Teilmarkt der Diagnostischen Radiopharmazeutika

Chance 2: Radiopharmazie

Im Geschäftsjahr 2006 wurde aus dem Segment Nuklearmedizin und Industrie das neue Segment Radiopharmazie ausgegliedert, das sich mit seinen Produkten und Dienstleistungen auf radiopharmazeutische Anwendungen für die Nuklearmedizin konzentriert. Es bietet aus Produktionsstätten in Deutschland und Italien radioaktive Kontrastmittel für die Positronen-Emissionstomographie (PET), radiopharmazeutische Generika und Anlagen zu ihrer Herstellung an, sogenannte Systemmodule (ModularLab). Die Radiopharmazie trägt mit annähernd 15% zum Konzernumsatz bei.

Einsatzfeld Radiopharmazie

Zu den bedeutendsten bildgebenden Verfahren zählen Ultraschall, Röntgentechnologien, Magnetresonanz- bzw. Kernspintomographie und Positronen-Emissionstomographie (PET). PET ist ein radiologisches Schnittbildverfahren, mit dem Krankheiten von Organen und Geweben diagnostiziert werden können. Allerdings verwendet PET keine Gammastrahlen emittierende Radionuklide, sondern Positronenstrahler. Dazu ist es notwendig, dass der Patient vor der Untersuchung Radiopharmaka zu sich nimmt. PET eignet sich besonders gut zur Darstellung von Stoffwechselvorgängen. Das ist deshalb von Interesse, weil Tumore einen erhöhten Zuckerverbrauch aufweisen. Positiv zu werten ist, dass Tumore auf diese Weise im ganzen Körper nachgewiesen werden können. Ein Nachteil des Verfahrens hingegen ist die begrenzte Auflösung, die bei ca. 2,5 mm liegt. Dadurch ist es schwierig, kleine Metastasen im Körper exakt zu lokalisieren. Ein Computertomograph (CT) hingegen kann die Örtlichkeit eines Tumors genau feststellen, die Metabolisierung (z.B. veränderte Enzymaktivitäten) können jedoch nur unzureichend diagnostiziert werden. Die Lösung liegt in so genannten

Marktteilnehmer Radiopharmazeutika

Quelle: LBBW

**Hohe Wachstumsraten
Gemäß Eckert & Ziegler
Marktpotenzial von 250 Mio.
US\$**

Aufbau von Know How

Hybridgeräten, die die Vorteile von PET und CT vereinen. Vor dem Hintergrund der Nachteile, die Einzelgeräte haben, wird den Hybridgeräten in den kommenden Jahren ein deutliches Wachstumspotenzial zugeordnet. Eckert & Ziegler bietet die radioaktiven Kontrastmittel für die PET oder Hybrid Diagnose an.

Marktanalyse Radiopharmazie

Diagnostische Radiopharmazeutika beinhalten Radionuklide, die entweder in Gammakameras oder in PET Scannern eingesetzt werden. Gemäß einer Studie von Frost und Sullivan dürfte ihr Markt in 2007 weltweit ein Volumen von 466 Mio. US\$ erreichen und bis 2010 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 6,8% auf 567 Mio. US\$ zulegen. Die konventionellen Radiopharmazeutika (Gammakameras) weisen nur geringe Zuwachsraten auf, da der Markt gesättigt ist. PET Radiopharmazeutika hingegen erreichen nur einen geringen Prozentsatz des Gesamtmarktes, weisen allerdings hohes Wachstum auf. Eine Studie des Bio-Tech Systems Inc. bescheinigt PET in 2005 ein Wachstum von 13%. Gemäß einer EAMN Untersuchung sollen in 2006 in der EU 163 PET und 166 PET/CT Scanner in Betrieb sein.

Laut Eckert & Ziegler dürfte der US-Markt für PET ein Volumen von 250 Mio. US\$ aufweisen. Europa trauen die Berliner zukünftig eine ähnliche Größenordnung zu. Dieses Niveau dürfte allerdings erst mit einem zeitlichen Time-Lag von 10 Jahren erreicht werden.

GE Healthcare dominiert den Markt für Radiopharmazeutika in Europa mit 32%. Tyco Healthcare (27%) und Schering (Bayer, 24%) sind die Nummer zwei und drei. Bristol-Myers Squibb ist mit 10% weit abgeschlagen und die restlichen 7% verteilen sich auf die übrigen Unternehmen. Bei der vollautomatischen Arzneimittelproduktion (ModularLab) ist GE Healthcare der stärkste Konkurrent von Eckert & Ziegler.

Strategie Radiopharmazie

In diesem erst jungen eigenständigen Geschäftsfeld muss Eckert & Ziegler Akzente setzen. Dazu dienen u. a. die folgenden strategischen Bausteine:

- **Know-How zu Genehmigungsverfahren und gesetzliche Regelungen:** In vielen europäischen Ländern wird PET nur von privaten Krankenkassen bzw. nach Einzelfallentscheidung erstattet. Auch in Deutschland wird die Behandlung bei den meisten Indikationen noch von den gesetzlichen Krankenkassen abgelehnt. Ein positives Beispiel ist die Anwendung von PET zur Bestimmung des nichtkleinzelligen Lungenkarzinoms. Diese Indikation wurde in Deutschland bereits 2005 als Krankenhausleistung anerkannt. Im April diesen Jahres folgte dann die Anerkennung als GKV Leistung in der ambulanten vertragsärztlichen Versorgung. Allerdings dürften nur sehr

Anwenderfreundlichkeit

wenige niedergelassene Ärzte über ein PET verfügen. In den USA ist PET bereits eine Erfolgsstory. Nachdem seit langem eine Kostenerstattung für die Metastasendiagnose bei Krebserkrankungen gewährt wird, wurde die Kostenerstattung auf Alzheimer ausgeweitet. Eckert & Ziegler versucht sich für eine Ausweitung der Erstattung einzusetzen.

Risiko bei neuen Indikationen

- **Stärkung der Anwenderfreundlichkeit:** Durch die Entwicklung von Synthesemodulen für die vollautomatische Arzneimittelproduktion (ModularLab) wird dem Fachpersonal der Arbeitsalltag erleichtert. Eckert & Ziegler ist erst seit Q4/06 damit am Markt und muss noch Anlaufverluste verzeichnen. Es liegt nun am Vertrieb, ModularLab zum Erfolg zu führen.

Rückschläge

- **Neue Indikationen:** Neben neuen Produktgruppen wie ModularLab suchen die Berliner immer wieder eine Erweiterung der Indikationen zu erreichen. Dies kann sich jedoch leicht auch einmal als Fehlgriff erweisen. So hatte Eckert & Ziegler im Dezember 2006 beschlossen, die klinische Entwicklung des Rheumamedikaments SpondylAT nicht weiter zu verfolgen und den kompletten Ausstieg aus dem Vorhaben vorzunehmen. Eckert & Ziegler hatte erst im Dezember 2005 die Übernahme der Radiochloridtherapie gegen Morbus Bechterew („SpondylAT“) bekanntgegeben. Das Verfahren hatte seit 2000 eine bedingte Zulassung des BfArM (Bundesamt für Arzneimittelzulassung). Auflage war dabei die Erstellung einer systematischen Wirksamkeitsstudie, die bisher trotz vielfacher Anwendung der Therapieform fehlte.

Ausbau

- **Ausbau des Geschäftsbereichs:** Im September diesen Jahres wurde der Radiopharmaziekonzern MC Pharma GmbH erworben. Dazu gehört auch ein Zyklotron für die Herstellung von radioaktiven Kontrastmitteln. Eckert & Ziegler betreibt schon eigene Zyklotrone in Berlin und Mailand.

Reorganisation

- **Reorganisation:** Ende September wurde ein neues Managementteam für die Radiopharmazie vorgestellt. Der bisherige Vorstand, Dr. Hey, verlässt den Konzern.

Die Strategie in der Radiopharmazie muss sich erst noch bewähren. Nach dem Misserfolg bei SpondylAT sind wir vorerst skeptisch. Bis jetzt sehen wir diesen Bereich noch als Risikoinvestment.

Chance 2: Bewertung auf Stand alone Basis

Eckert & Ziegler sieht auch in diesem Bereich ein zukünftiges Wachstumsfeld mit zweistelligen Zuwachsraten. Die folgende Szenario-Analyse beleuchtet dieses Geschäftsfeld unter unterschiedlichen Blickwinkeln.

■ LBBW Szenario: Radiopharmazie

LBBW Szenario Radiopharmazie				
in Tsd. €	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	7.800	11.700	11.900	12.200
Δ in %	45%	50%	2%	2%
EBIT	-100	300	500	600
EBIT-Marge in %	-1%	3%	4%	5%

Quelle: LBBW

**Konsolidierungseffekt:
Umsatz 08e: 11,7 Mio. €
(+50%)**

EBIT -Marge 2007: -1%

**Abschreibungen auf
ModularLab belasten in
Zukunft**

- Durch die Konsolidierung der neuen Tochter Eckert & Ziegler EURO PET Köln/Bonn GmbH taxiert das Management den Umsatz 2008 auf über 12 Mio. €. Wir liegen mit unserer Prognose von 11,7 Mio. € moderat darunter.
- Im bisherigen Jahresverlauf 2007 hatte die Entwicklung im Radiopharmaziesegment enttäuscht. Da nur der Umsatz und der Jahresüberschuss vor Minderheiten in den Segmenten publiziert werden, fehlen Angaben zur Margenentwicklung. Wir prognostizieren die EBIT-Marge auf - 1% in 2007 und erwarten eine Verbesserung auf 3% in 2008.
- In den folgenden 5 - 8 Jahren dürften Abschreibungen auf den Entwicklungsaufwand von ModularLab zu Belastungen von 300.000 - 400.000 € führen.

In Phase zwei, welche die Jahre 2012 bis 2016 umfasst, haben wir wieder die Prognose der freien Cashflows auf Basis von Werttreibern ermittelt. Die EBIT-Marge taxieren wir auf 7% und die Steuerquote auf 30% (ab 2008).

Werttreiber	
Umsatzwachstum	2%
EBIT-Marge	7%
Steuerquote	30%
Abschreibungsquote	10%
Rückstellungsquote	8%
Investitionsquote	10%
Net Working Capital-Quote	25%
Wachstumsrate der ewigen Rente	0,5%

Quelle: LBBW

Die Planungen der freien Cash Flows zeigen folgendes Bild:

Free Cashflow (Mio. €)	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	7,8	11,7	11,9	12,2	12,4	12,7	12,9	13,2	13,5	13,7
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>45 %</i>	<i>50 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>
EBIT	-0,1	0,3	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-1 %</i>	<i>3 %</i>	<i>4 %</i>	<i>5 %</i>	<i>6 %</i>	<i>6 %</i>	<i>7 %</i>	<i>7 %</i>	<i>7 %</i>	<i>7 %</i>
Steuern	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<i>Steuerquote</i>	<i>< 0%</i>	<i>< 0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>
Abschreibungen	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
<i>vom Umsatz</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>
Rückstellungen	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
<i>vom Umsatz</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>	<i>8 %</i>
Operativer Cashflow	1,3	2,0	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Investitionen in SA	0,8	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
<i>vom Umsatz</i>	<i>10 %</i>	<i>9 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>
Working Capital	2,1	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4	3,4
<i>vom Umsatz</i>	<i>27 %</i>	<i>24 %</i>	<i>24 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>	<i>25 %</i>
Delta Working Capital	0,5	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Free Cashflow	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6

Quelle: LBBW

LBBW-Szenario:**Fairer Wert 1,70 €****Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)**

Barwert der Free Cashflows Planjahre	2,65
Barwert der ewigen Rente	3,26
Enterprise Value	5,90
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>55,2 %</i>
Nettofinanzverschuldung	0,5
Anteile Dritter	0,0
Pensionsrückstellungen	0,045
Fairer Wert	5,3
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	1,70

Quelle: LBBW

Zwischenfazit: Im LBBW-Szenario ergibt sich ein fairer Wert von 1,70 €.**■ Worst Case Szenario Radiopharmazie****Worst Case Radiopharmazie****Fairer Wert: -2,80 €**

In diesem Fall unterstellen wir, dass Eckert & Ziegler den Turn around nicht schafft und sich in 2009 von diesem Geschäftsfeld verabschiedet. Bei 31 Mitarbeitern und durchschnittlichen Abfindungen von 40.000 € pro Mitarbeiter würde ein Restrukturierungsaufwand von 1,24 Mio. € resultieren (-0,40 € pro Aktie). Ferner prognostizieren wir in diesem Szenario eine Abschreibung auf Sachanlagen von 4 Mio. € und immateriellen Vermögensgegenständen von 3,5 Mio. €. Dies entspricht -2,40 € pro Aktie. Gemäß dieser groben Überschlagsrechnung resultiert im Worst Case ein fairer Wert von -2,80 €.

■ Best Case Szenario: Radiopharmazie

Best Case Szenario Radiopharmazie				
in Tsd. €	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	7.800	11.700	12.300	12.900
Δ in %	45%	50%	5%	5%
EBIT	-100	300	700	1.200
EBIT-Marge in %	-1%	3%	6%	9%

Quelle: LBBW

In 2007 tritt wegen des Konsolidierungseffekts der Tochter Eckert & Ziegler Euro PET Köln/Bonn GmbH ein Umsatzsprung von 50% auf 11,7 Mio. € ein. Wir prognostizieren in der Detailplanungsperiode (ab 2009) ein jährliches Umsatzwachstum von 5%. Die EBIT-Marge dürfte sich kontinuierlich steigern und schließlich in der Phase von 2012 bis 2017 12% erreichen.

Best Case

Fairer Wert: 4,30 €

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)	
Barwert der Free Cashflows Planjahre	5,36
Barwert der ewigen Rente	8,62
Enterprise Value	13,98
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>61,7 %</i>
Nettofinanzverschuldung	0,5
Anteile Dritter	0,0
Pensionsrückstellungen	0,045
Fairer Wert	13,4
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	4,27

Quelle: LBBW

Radiopharmazie

■ Zwischenfazit Radiopharmazie

Zusammenfassung Radiopharmazie

in €	Worst Case Fairer Wert	LBBW-Szenario Fairer Wert	Best Case Fairer Wert
Radiopharmazie	- 2,80 €	1,70 €	4,30 €

Quelle: LBBW

Die Entwicklung im Segment Radiopharmazie ist noch mit Hürden behaftet. Wir stellen uns in unserem Basisszenario auf die konservative Seite und

prognostizieren nur eine langsame Erholung. Sollte dieser Bereich an Fahrt gewinnen, ist dies als positive Überraschung zu werten.

Holding

Es handelt sich bei den dort ausgewiesenen Umsätzen u. a. um Management Fees, Reise- und I+R Kosten. Das EBIT taxieren wir auf -1,3 Mio. € in 2007 und gehen in den folgenden Jahren von einer Stabilisierung auf -1 Mio. € aus. Auf Basis unserer Prognosen für 2008 ergibt sich bei einem angenommenen Multiple von 7 und Nettofinanzverbindlichkeiten von -6 Mio. € ein fairer Wert für die Holding von -13 Mio. €, dies entspricht gut - 4 € pro Aktie.

**Angenommene
Holdingkosten:
- 4 € pro Aktie**

Bewertung

Multiplikatorbewertung

In vielen Märkten, in denen Eckert & Ziegler tätig ist, existieren international nur sehr wenige Wettbewerber. Meist besetzen die Konkurrenten nur einzelne Nischen, so dass dem Konzern in der Vergangenheit in der Breite seiner Produktpalette kein direkter Wettbewerber gegenüberstand und auch nicht steht. So ist beispielsweise das kleine börsennotierte belgische Unternehmen IBT (International Brachytherapy) nur auf Prostataimplantate fokussiert (10 Mio. € Umsatz). North American Scientific (NAS) ist in der Industrie und der Nuklearen Bildgebung tätig, weist allerdings keine Implantate im Produktportfolio auf. IBA ist ein belgisches Unternehmen aus der Radiopharmazie.

**International nur wenige
Wettbewerber**

Vergleichbare Daten fehlen

Mangels geeigneter Peer-Group und unvollständiger Datenbasis führen wir deshalb zusätzlich zur Validierung der DCF-Ergebnisse einen Multiple Vergleich auf Branchenebene durch. Dazu haben wir eine Kombination aus den internationalen Medizintechnikunternehmen zusammengestellt.

Unternehmen	KGV		EV/EBITDA		EV/Sales	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
IBA	20,9	15,8	25,8	18,5	1,5	1,2
Variant	20,9	21,1	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
Eckert & Ziegler	10,2	9,7	3,8	3,7	0,7	0,7

Internationale Medizintechnik	19,6	17,1	15,3	12,8	2,9	2,6
----------------------------------	------	------	------	------	-----	-----

Quelle: JCF, LBBW

Auch dieser eingeschränkte Vergleich untermauert die Unterbewertung von Eckert & Ziegler.

Financials

Rückblick Q3/07

Das dritte Quartal 2007 zeigte ein gemischtes Bild. Während der Umsatz mit 12,8 Mio. € unterhalb unserer Erwartungen von 13,2 Mio. € ausfiel, hat sich das Betriebsergebnis mit 15,55 Mio. € moderat besser als prognostiziert entwickelt. Stärker als von uns antizipiert belasteten das Finanzergebnis Währungsverluste von -0,247 Mio. €. Wie erwartet sank der Jahresüberschuss aufgrund der Neubewertung aktiver und passiver latenter Steuerpositionen. Insgesamt belief sich der in Q3 gebuchte nicht zahlungswirksame steuerliche Einmalaufwand auf 0,8 Mio. € (0,27 € pro Aktie).

Eckert & Ziegler Q3 2007

in Mio. €	Q3/07	Q3/06	Δ in %	LBBWe	Konsensus
Umsatz	12,8	12,7	+1,0	13,2	k. A.
EBIT	1,6	1,7	-8,0	1,5	k. A.
JÜ	-0,18	0,7		-0,1	k. A.
EPS	-0,06	0,22		-0,03	k. A.

Quellen: LBBW Research, Eckert & Ziegler, EBIT nach Def. Eckert & Ziegler Betriebsergebnis

Entwicklung Radiopharmazie in Q3/07

Der Umsatz in diesem Bereich konnte in den ersten 9 Monaten um 48 % auf 5,4 Mio. € und in Q3/07 um 83% auf 2,264 Mio. € gesteigert werden. Dennoch musste im abgelaufenen Quartal immer noch ein Verlust beim Jahresüberschuss vor Minderheiten von -187.000 € ausgewiesen werden. Negativ auf das EBIT hat sich wieder der Entwicklungsaufwand von ModularLAB ausgewirkt. Wir schätzen die EBIT-Marge in Radiopharmazie in Q3/07 auf -3%, gemäß der Telefonkonferenz sollte dies eine deutliche Verbesserung gegenüber einem schwachen Q2/07 bedeuten haben.

Nuklearmedizin & Industrie

Innerhalb der ersten 9 Monate konnte der Umsatz um knapp 1% auf 19,1 Mio. € zulegen (auf bereinigter Basis +10%). Umgerechnet auf Q3 ergibt sich ein moderater Rückgang y-o-y. Hier hat sich die ungünstige Entwicklung des Wechselkurses des US-Dollars zum Euro negativ niedergeschlagen. Auch das Konzernergebnis vor Minderheiten lag moderat unterhalb des Vorjahresniveaus. Wir prognostizieren die EBIT-Marge in Q3/07 auf 18%.

Therapie

In den ersten 9 Monaten konnte der Umsatz um 8% auf 14,8 Mio. € gesteigert werden. Zuwächse verzeichnete dabei der Verkauf von Implantaten zur Behandlung von Prostatakrebs. Hier haben sich die verstärkten Vertriebsaktivitäten in Osteuropa ausgezahlt. Wir taxieren die EBIT-Marge in Q3 auf 10%, sie dürfte damit etwas schwächer als in den vorangegangenen beiden Quartalen ausgefallen sein.

Q3/07:
Umsatz etwas schwächer
Operativ in-line

Radiopharmazie Q3/07:
Erfreulicher Umsatz: +83%
Noch kein Break Even
LBBWe: EBIT-Marge: - 3 %

Nuklearmedizin & Industrie :
Umsatzrückgang
Entwicklung des US\$ belastet
LBBWe: EBIT-Marge: 18%

Therapie Q3/07:
LBBWe: EBIT-Marge: 10%

**Erfreuliche
Umsatzentwicklung**

EPS-Steigerung um 10%

LBBW-Szenario: 14 €

Best Case Szenario: 20 €

Worst Case Szenario: 7 €

Ausblick 2008

- Im Segment Radiopharmazie soll sich die Konsolidierung der Tochter Eckert & Ziegler EURO PET Köln/Bonn GmbH positiv auswirken und zu einem Umsatzzuwachs auf über 12 Mio. € (LBBWe: 11,7 Mio. €) führen. Bei einem Dollarkurs von 1,40 US\$/€ prognostiziert Eckert & Ziegler im Bereich Nuklearmedizin & Industrie ein stärkeres Umsatzplus. Im Therapiebereich wird nur mit einem verhaltenen Umsatzwachstum gerechnet, da in den letzten beiden Jahren Großprojekte für die Tumorbestrahlungsgeräte akquiriert werden konnten und Anschlussprojekte unklar sind.
- Bei einem unterstellten Dollarkurs von 1,40 US\$ soll der Gewinn pro Aktie um mindestens 10% auf 1 € zulegen. Dies deckt sich mit unserer Schätzung von 1,01 €.

Empfehlung

Wie geht es nun weiter mit Eckert & Ziegler? Diese Analyse hat verschiedene Blickwinkel eines LBBW-, Best- und Worst- Case Szenarios präsentiert, um den Unsicherheitsfaktoren der gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Kostenerstattung und der dünnen Datenlage Rechnung zu tragen.

Unser Basisszenario fokussiert sich vor allem auf das Stammgeschäft Nuklearmedizin & Industrie und unterstellt nur moderate Zuwächse bei der Therapie. Der Turn around bei der Radiopharmazie gelingt in 2008. Im LBBW-Szenario resultiert ein fairer Wert von 14 €.

Die Wachstumsperspektiven werden im Best Case Szenario hervorgehoben. Potenzial könnte in der Onkologie und hier bei der Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs im frühen Stadium liegen. Den fairen Wert taxieren wir im Therapie-Bereich auf 10 € und bei der Radiopharmazie auf 4 €. Insgesamt resultiert im Best Case Szenario ein fairer Wert von 20 €.

Im Worst Case Szenario wird Eckert & Ziegler der Turn around in der Radiopharmazie nicht gelingen und schließlich das Geschäftsfeld aufgegeben. Daraus würde sich ein möglicher Abschreibungs- und Restrukturierungsaufwand von knapp - 3 € ergeben. Auch im Therapie-Segment unterstellen wir in diesem Szenario einen Umsatzrückgang und fallende Margen.

Zusammenfassung der Szenarioanalyse

Basis Nuklearmedizin & Industrie: fairer Wert 10,30 €			
	Worst Case fairer Wert	LBBW-Szenario fairer Wert	Best Case fairer Wert
+	Therapie 3,30 €	6,30 €	9,80 €
+	Radiopharmazie - 2,80 €	1,70 €	4,30 €
+	 Holding - 4,00 €	- 4,00 €	- 4,00 €
=	Konzern 6,80 €	14,30 €	20,40 €

Quelle: LBBW Research

Kursziel 14 €

Unsere Prognosen im LBBW-Szenario basieren auf moderaten Wachstumsannahmen. Wir taxieren das Kursziel auf dem Niveau des fairen Wertes von 14 €. Da es sich um ähnliche Geschäftsfelder handelt, nehmen wir keinen Konglomerateabschlag vor. Wir halten unsere Kaufempfehlung für Eckert & Ziegler für den risikobewussten Investor aufrecht.

Anhang

G+V

Gewinn- und Verlustrechnung	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Mio. €						
Umsatz	50,4	52,8	57,4	58,5	59,7	60,9
Herstellungskosten	-26,5	-26,5	-28,8	-29,4	-29,9	-30,6
Bruttoergebnis	23,9	26,3	28,6	29,2	29,8	30,3
<i>Marge</i>	<i>47,5%</i>	<i>49,8%</i>	<i>49,8%</i>	<i>49,8%</i>	<i>49,9%</i>	<i>49,8%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Allgemeine Verwaltungskosten	-19,0	-20,2	-22,0	-22,0	-22,4	-22,8
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,4	10,0	10,8	11,0	11,4	11,6
<i>Marge</i>	<i>20,7%</i>	<i>20,7%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,7%</i>
Abschreibungen	-4,5	-4,1	-4,5	-4,6	-4,8	-4,9
EBIT (Eckert & Ziegler: Betriebsergebnis)*	5,9	5,9	6,3	6,4	6,6	6,7
<i>Marge</i>	<i>11,7%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,0%</i>
Finanzergebnis	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5
Ergebnis vor Steuern	4,7	4,9	5,5	5,7	6,0	6,2
<i>Marge</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,2%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3
Ergebnis nach Steuern	3,1	3,1	3,4	3,6	3,8	3,9
<i>Marge</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,4%</i>
Sondereinflüsse	-0,6	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheiten	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Nettoergebnis	2,2	2,1	3,2	3,4	3,5	3,7
<i>Marge</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,0%</i>
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)	0,90	0,91	1,01	1,07	1,12	1,16
Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€)	0,81	0,74	1,09	1,15	1,20	1,24
Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€)	1,00	0,99	1,09	1,15	1,20	1,24
Gewinn je Aktie (€)	0,71	0,66	1,01	1,07	1,12	1,16

EBIT gemäß Eckert & Ziegler = EBT + Zinsen

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Bilanz

Bilanz	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Mio. €					
Aktiva	64,2	64,5	67,1	69,1	69,7
Geschäfts- oder Firmenwert	10,8	10,2	10,2	10,2	10,2
Übrige Immaterielle Vermögenswerte	7,2	8,0	7,7	7,0	7,0
Sachanlagen	15,9	17,2	17,6	17,8	17,8
Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Anlagevermögen	6,2	5,0	6,4	6,9	6,8
Anlagevermögen	40,2	40,4	42,0	42,0	41,9
Vorräte	5,9	7,4	6,4	6,5	6,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,1	10,2	11,5	12,3	12,5
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	2,3	2,8	3,2	3,2	3,2
Liquide Mittel	4,7	3,6	4,0	5,1	5,3
Umlaufvermögen	24,0	24,1	25,1	27,1	27,8
Passiva	64,2	64,5	67,1	69,1	69,7
Eigenkapital	35,9	35,5	38,8	41,5	42,2
Anteile anderer Gesellschafter	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Pensionsrückstellungen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Sonstige Rückstellungen	4,0	4,0	4,5	4,6	4,8
Finanzverbindlichkeiten	10,7	12,2	11,0	9,8	9,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,9	3,2	3,5	3,9	4,0
Sonstige Verbindlichkeiten	9,2	9,2	8,7	8,9	8,9

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Segmentübersicht	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	52,8	57,4	58,5	59,7	60,9	62,1	63,4	64,6	65,9	67,2
Wachstum (yoy)	5 %	9 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Industrie	25	25,5	26,0	26,5	27,1	27,6	28,2	28,7	29,3	29,9
Wachstum (yoy)	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Therapie	20	20,2	20,6	21,0	21,4	21,9	22,3	22,7	23,2	23,7
Wachstum (yoy)	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Radiopharmazie	7,8	11,7	11,9	12,2	12,4	12,7	12,9	13,2	13,4	13,7
Wachstum (yoy)	45,0	50%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Holding	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	5,9	6,3	6,4	6,6	6,7	6,7	6,7	6,9	7,1	7,3
EBIT-Marge	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Industrie	4,8	4,3	4,2	4,3	4,1	4,1	3,9	4,0	4,1	4,2
EBIT Marge	19%	17%	16%	16%	15%	15%	14%	14%	14%	14%
Therapie	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1
EBIT Marge	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Radiopharmazie	-0,1	0,3	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
EBIT Marge	-1%	3%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%
Steuer	1,8	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6	2,9	3,0	3,0
Steuerquote	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
Industrie	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
Steuerquote	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Therapie	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
Steuerquote	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
Radiopharmazie	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Steuerquote	< 0	< 0	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Abschreibungen	4,1	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,2	5,2	5,5	5,5
vom Umsatz	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Industrie	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
vom Umsatz	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Therapie	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3
vom Umsatz	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Radiopharmazie	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
vom Umsatz	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Rückstellungen	4,0	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
vom Umsatz	7,5 %	7,8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Industrie	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4
vom Umsatz	7,5%	7,8%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Therapie	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
vom Umsatz	7,5%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Radiopharmazie	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
vom Umsatz	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Investitionen in SA	4,1	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
vom Umsatz	7,7 %	7,8 %	8,0 %	8,1 %	8,0 %	8,1 %	8,0 %	8,1 %	8,1 %	8,1 %
Industrie	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
vom Umsatz	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Therapie	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3
vom Umsatz	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	10%	10%	10%
Radiopharmazie	0,8	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
vom Umsatz	10%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Working Capital	14,4	14,4	14,6	14,9	15,3	15,6	15,8	16,2	16,5	16,8
vom Umsatz	27,3 %	25,1 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,1 %	24,9 %	25,1 %	25,0 %	25,0 %
Industrie	7,3	6,6	6,5	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5
vom Umsatz	29%	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Therapie	5,0	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9
vom Umsatz	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Radiopharmazie	2,1	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4
vom Umsatz	27%	24%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

Quelle: LBBW

DCF-Modell Eckert & Ziegler

Free Cashflow (Mio. €)	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	52,8	57,4	58,5	59,7	60,9	62,1	63,4	64,6	65,9	67,2
<i>Wachstum (yoy)</i>	5 %	9 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
EBIT	5,9	6,3	6,4	6,6	6,7	6,7	6,7	6,9	7,1	7,3
<i>EBIT-Marge</i>	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Steuern	1,8	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6	2,9	3,0	3,0
<i>Steuerquote</i>	37 %	37 %	37 %	37 %	37 %	37 %	37 %	37 %	37 %	37 %
Abschreibungen	4,1	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,2	5,2	5,5	5,5
<i>vom Umsatz</i>	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Rückstellungen	4,0	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
<i>vom Umsatz</i>	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Delta Rückstellungen	0,0	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Operativer Cashflow	8,2	9,2	9,0	9,4	9,4	9,3	9,4	9,3	9,7	9,8
Investitionen in SA	4,1	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
<i>vom Umsatz</i>	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Working Capital	14,4	14,4	14,6	14,9	15,3	15,6	15,8	16,2	16,5	16,8
<i>vom Umsatz</i>	27 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Delta Working Capital	-0,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Free Cashflow	4,5	4,7	4,1	4,3	4,1	4,0	4,1	3,8	4,1	4,1

Quelle: LBBW

Werttreiber

Umsatzwachstum	2 %
EBIT-Marge	11 %
Steuerquote	37 %
Abschreibungsquote	8 %
Rückstellungsquote	8 %
Investitionsquote	8 %
Net Working Capital-Quote	25 %
Wachstumsrate der ewigen Rente	1 %

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	29,3
Barwert der ewigen Rente	23,8
Enterprise Value	53,0
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>44,8 %</i>
Nettofinanzverschuldung	7,5
Anteile Dritter	0,3
Pensionsrückstellungen	0,1
Fairer Wert	45,1
Aktienanzahl (Mio.)	3,1
Fairer Wert je Aktie (€)	14,30

Quelle: LBBW

Finanzkalender

Datum	Finanzkalender
28.03.2008	Geschäftsbericht 2007
28.03.2008	Bilanzpressekonferenz in Berlin
15.04.2008	Medtech Day in Frankfurt
06.05.2008	Quartalsberichte I/2008
11.06.2008	Hauptversammlung in Berlin
05.08.2008	Quartalsbericht II/2008
04.11.2008	Quartalsbericht III/2008
13.11.2008	Eigenkapitalforum in Frankfurt

Quelle: Eckert & Ziegler AG

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

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
45,9 %	40,4 %	13,7 %

Rating-Chronik

Datum	Rating
31.03.2004	Kaufen
11.11.2003	Halten

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.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

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