

VALUE RESEARCH

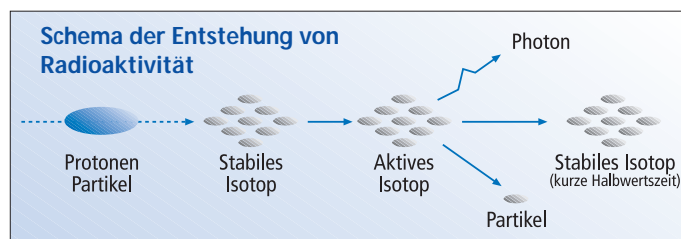
Die Eckert & Ziegler AG entwickelt, produziert und vertreibt schwach radioaktive Komponenten, die in der Meßtechnik und insbesondere in der Medizintechnik eingesetzt werden. In der Medizintechnik kooperiert der größte unabhängige Isotopenspezialist mit weltweit führenden Medical Device- und Life-Science-Unternehmen. Diese Unternehmen erteilen Eckert & Ziegler den Auftrag zur Entwicklung von Strahlenquellen, die den Hauptbestandteil medizinischer Geräte in den stark wachsenden Märkten Kardiologie und Onkologie darstellen. In diesen Gebieten ist das Unternehmen Markt- und Technologieführer. Zu den Stärken des Unternehmens gehört das große technische Know-How in der Isotopentechnik, das auf der langjährigen Erfahrung der Mitarbeiter des Zentralinstitutes für Isotopenforschung der Akademie der Wissenschaften basiert. Die marktbeherrschende Position des Unternehmens sollte durch den Börsengang weiter ausgebaut werden können.



Ausgewählte Finanzdaten	1998	1999e	2000e	2001e	2002e
Gesamtleistung (Tsd. €)	4.106	13.757	18.210	22.367	28.639
EBITDA (Tsd. €)	806	4.348	7.044	8.857	11.775
EBIT (Tsd. €)	161	3.037	5.215	6.760	9.552
Ergebnis gemäß DVFA/SG (Tsd. €)	273	2.229	2.783	3.902	4.931
Ergebnis gemäß DVFA/SG je Aktie (€)	0,09	0,74	0,93	1,30	1,64
KGV*	261,1	31,8	25,3	18,1	14,3
Cash Flow gemäß DVFA/SG (Tsd. €)	1.509	4.688	5.431	5.620	7.815
Cash Flow gemäß DVFA/SG je Aktie (€)	0,50	1,56	1,81	1,87	2,61
Kurs* / Cash Flow	47,0	15,1	13,0	12,6	9,0
EV/EBITDA	n.a.	13,4	8,3	6,6	5,0
F&E / Gesamtleistung	18,7%	7,9%	8,5%	9,8%	10,9%

* Angenommener Emissionspreis von € 23,50

- Wir favorisieren eine Preisspanne von € 19,50 bis 23,50. Dies entspricht einer KGV-Spanne von 21 bis 25. Wir erwarten einen Emissionskurs am oberen Ende dieser Spanne.
- Der Trend geht in der Medizin zu minimal-invasiven Verfahren. Diese Verfahren erhöhen die Lebensqualität der Betroffenen und reduzieren die Kosten. Daher ist mit einer zunehmenden Anwendung strahlentherapeutischer Verfahren zu rechnen.
- Das Unternehmen verfügt über ein ausgesprochen großes technisches Know-How. In der Zukunft sollen die Aktivitäten auch auf den Bereich der Radiobiologie ausgebaut werden.
- Der Erfolg des Unternehmens hängt in besonderem Maß vom Scaling-Up der Produktionslinien vom Labormaßstab in die kommerzielle Nutzung ab. Dies ist bisher immer gelungen. Sollte dies einmal nicht gelingen, ist mit einem Ausfall bzw. einer zeitlichen Verlagerung von Umsätzen zu rechnen.
- Unsere Bewertung mit Hilfe der Discounted Cash Flow Methode ergibt unter Berücksichtigung konservativer Annahmen einen Marktwert des Eigenkapitals von rund € 73,1 Mio. Dies entspricht einem Net Present Value je Aktie von € 24,38.



Quelle: Value Research

Eckdaten der Emission

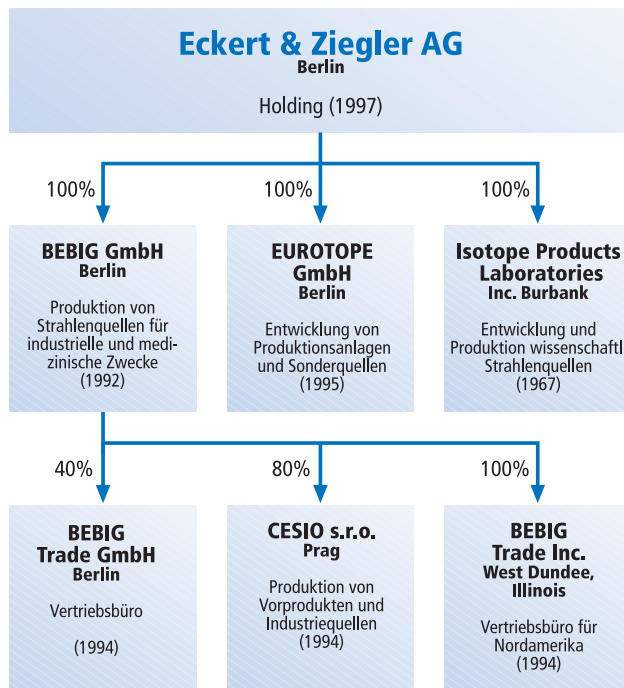
Firma:	Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG
Sitz:	Robert-Rössle-Straße 10, 13125 Berlin
Grundkapital nach Kapitalerhöhung:	€ 3.000.000
Plazierung:	ca. 665.000 Inhaber-Stammaktien
Davon aus Kapitalerhöhung:	445.000 Inhaber-Stammaktien
Aktionärsstruktur nach Plazierung:	Eckert Consult GmbH 42,97% Dipl.-Ing. Jürgen Ziegler 28,53% Concord Effekten AG 4,98% Andere 1,35% Streubesitz 22,17%
Konsortium:	Concord Effekten AG Gontard & MetallBank AG Deutsche Apotheker & Ärztebank e.G.
Gewinnberechtigung:	Ab 1.1.1999
Bookbuildingphase:	19.05. – 20.05.1999
Erwartete Preisspanne:	€ 19,50 - € 23,50
Erster Handelstag:	25.05.1999
Börseneinführung:	Neuer Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
Wertpapierkennnummer:	565970
Tickersymbol:	EUZ GR
ISIN Code:	DE 0005659700

Eckdaten der Emission	2
Unternehmensprofil der Eckert & Ziegler AG	4
Unternehmensbeschreibung	4
Historischer Überblick	5
Die Unternehmensgründer	5
Die Geschäftsbereiche der Eckert & Ziegler AG	7
Medizintechnik	7
Kardiologie	7
Onkologie	8
Ophtalmologie	9
Prostatakarzinom	9
Science & Industrie	10
Der Markt	11
Entwicklung des Marktes für Stents	11
Entwicklung des Marktes für Seeds	12
Wettbewerber und Partner	14
Chancen/Risiken	16
Finanzanalyse und Bewertung	18
Systematik	18
KGV- und PEG-Vergleich	19
Momentum-Bewertung	20
Discounted Cash Flow Bewertung	21
Anmerkungen zur Gewinn- und Verlust-Rechnung	22
Fazit	23
Appendix	24
Planbilanz	24
Plan-Gewinn- und Verlust-Rechnung	25
Plan-Kapitalflußrechnung	26
Quellen	26
Glossar	27

Unternehmensprofil

Die Eckert & Ziegler AG entwickelt, produziert und vertreibt schwach radioaktive Komponenten, die in der Meßtechnik und insbesondere in der Medizintechnik eingesetzt werden. Die Holding hat drei Tochterunternehmen und hält über eine dieser Töchter – die BEBIG GmbH, die Keimzelle des gesamten Unternehmens – drei weitere Beteiligungen.

Unternehmensbeschreibung



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Das Unternehmen, das 1998 mit dem Förderpreis des Landes Berlin-Brandenburg für beispielhafte Produkt- und Marktinnovationen ausgezeichnet wurde, verfügt über eine umfangreiche Wertschöpfungskette, die sich auch z.T. in der Organisation des Unternehmens widerspiegelt.

Die Entwicklung von Produkten wird in Deutschland von der Eurotope GmbH durchgeführt. Hier werden Prototypen gebaut und getestet. Der Herstellungsprozeß wird validiert und kleine Serien für klinische Tests hergestellt. Finanziert wird dieser Prozeß u.a. durch Entwicklungskostenzuschüsse von Auftraggebern und Partnern. Diese Zuschüsse werden bei Inbetriebnahme in ergebniswirksame Erträge umgewandelt. Zudem werden von öffentlichen Stellen Investitions- und Entwicklungszuschüsse geleistet. Diese Zuschüsse sind steuerfrei. Auf diese Art werden die Entwicklungskosten zumindest zum Teil gegenfinanziert. Der Anteil der Entwicklungskosten in Form der Betriebskosten der Eurotope beträgt durchschnittlich neun Prozent an der Gesamtleistung der Holding.

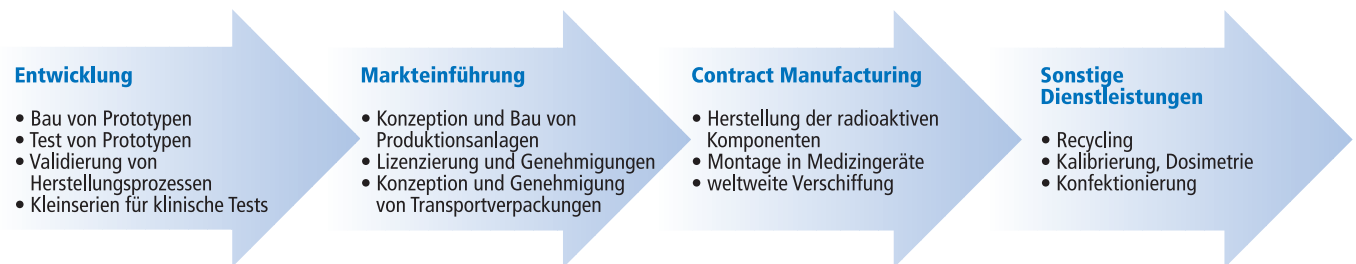
Entwicklung

Markteinführung Das zweite Glied der Wertschöpfungskette ist die Markteinführung der Produkte. In Zusammenarbeit mit den Auftraggebern wird hier das Scaling-Up, d.h. die Umsetzung des Labormaßstabs in eine kommerziell nutzbare Größenordnung der Produktlinien durchgeführt. Dies beinhaltet den Bau von Produktionsanlagen, die Einholung von Lizenzierungen und Genehmigungen sowie die Konzeption und Genehmigung von Transportverpackungen. Auf diesem Gebiet erzielt die Eckert & Ziegler AG einen Added Value durch die Übernahme von Transporten von strahlendem Material für Firmen, die nicht über ein gleichwertiges Know-How verfügen.

Contract Manufacturing Das Contract Manufacturing umfaßt den eigentlichen Herstellungs- und Vertriebsprozeß marktreifer Produkte. Neben der Herstellung der Strahlensquellen beinhaltet dies sowohl den Einbau der Quellen in Medizingeräte, als auch die weltweite Verschiffung der Geräte.

Dienstleistungen Abgerundet wird die Palette des Unternehmens durch Dienstleistungen rund um die Strahlentechnik. Diese sind insbesondere das Recycling, aber auch die Herstellung von Kalibrierungsquellen zur Qualitätssicherung in Krankenhäusern sowie die Herstellung von Quellen für Meßzwecke.

Wertschöpfungskette



Quelle: Value Research, Eckert & Ziegler AG

- Historischer Überblick**
- 1992 Gründung der BEBIG Isotopentechnik und Umweltdiagnostik GmbH, Berlin
 - 1996 Gründung der EUROTOPE Entwicklungsgesellschaft für Isotopentechnologie mbH, Berlin
 - 1997 Gründung der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG, Berlin
 - 1998 Marktzulassung des BetaCath™-Systems für die Europäische Union
 - 1999 Erwerb der Isotope Products Laboratory, Burbank, Kalifornien

Die Unternehmensgründer Herr Jürgen Ziegler war während seiner Studien der Physik, des Ingenieurwesens für elektronischen Gerätebau und der Informatik an der Akademie der Wissenschaften tätig, bevor er 1977 seinen Abschluß als Dipl. Ing. Informatik machte. Anfangs (1964-1976) arbeitete er bei der Akademie für Wissenschaften als Ingenieur für radioaktive Meßtechnik und Verfahrenstechnik, bis er 1976 zum Leiter der Abteilung Elektronik (Automatisierung) und 1986 zum Leiter der Forschungs- und Entwicklungsabteilung berufen wurde. 1992 gründete er mit Dr. Eckert die BEBIG GmbH und ist seitdem ihr Geschäftsführer. Hier ist er insbesondere für Forschung & Entwicklung und Projektmanagement verantwortlich. Als Vorstand der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG ist er seit deren Gründung 1997 tätig.

Herr Dr. Andreas Eckert studierte nach seiner Lehre als Industriekaufmann an der Universität in Heidelberg VWL und Soziologie und absolvierte 1983 an der New School for Social Research in New York den Master of Economics. Von 1984 bis 1985 setzte er an der Universität in Berlin sein Studium der VWL und der Soziologie fort und absolvierte den Magister Artium. 1991 promovierte er in Heidelberg.

Neben beruflichen Auslandsaufenthalten in Lateinamerika, China, Indien, Namibia und Westeuropa sammelte er bei der Deutschen Presse-Agentur (1984/85), beim Generalsekretariat der Vereinten Nationen (1985-1990) und als Lehrbeauftragter für Marketing und KMU-Finanzierung an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin (1991-1993) Berufserfahrung.

Seit 1990 ist Dr. Eckert als Unternehmensberater und Technologieunternehmer selbständig. 1992 gründete er die BEBIG GmbH und ist seitdem ihr Geschäftsführer. 1995 gründete er mit Herrn Ziegler die Eurotope Entwicklungsgesellschaft für Isotopentechnologien mbH und hat mit ihm die Geschäftsführung inne. Seit 1997 ist er als Vorstand in der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG tätig.

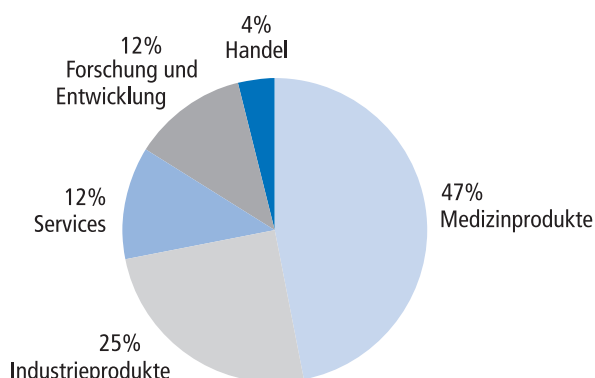
Die beiden Vorstände Dr. Andreas Eckert und Dipl.-Ing. Jürgen Ziegler sind mittlerweile defacto in der Position der Senior Consultants der Eckert & Ziegler AG. Im letzten Jahr wurde eine mittlere Managementebene eingeführt, die eine dezentralere Führung des Unternehmens erlaubt.

Die Geschäftsbereiche der Eckert & Ziegler AG

Medizintechnik

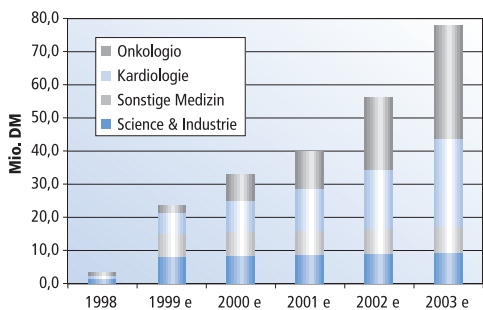
Die Eckert & Ziegler AG hat bei ihren Geschäftsfeldern den Fokus auf der Entwicklung von Verfahren zur Produktion sowie den Vertrieb von Strahlenquellen für die Medizintechnik. Einer der beiden Hauptbereiche in der Medizintechnik ist die Kardiologie und hier insbesondere technologische Verfahren zur Behandlung von Stenosen als Folge von Gefäßerkrankungen. Das zweite Betätigungsfeld ist im Bereich der Onkologie die Entwicklung von Methoden zur lokalen Strahlentherapie von Karzinomen, insbesondere dem Prostatakarzinom. Im Bereich Medizintechnik hat das Unternehmen 1998 ca. die Hälfte seiner Umsätze erzielt.

Umsatz nach Segmenten 1998



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Erwartete Umsätze aufgeteilt nach Segmenten



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Der strategische Fokus des Unternehmens ist auch in der Zukunft auf die Medizintechnik gerichtet. Insbesondere in den Bereichen Kardiologie und Onkologie soll das zukünftige Wachstum erzielt werden. Der starke Anstieg der Umsätze im Plan-Jahr 1999 gegenüber 1998 resultiert aus der Erstkonsolidierung der akquirierten Isotope Products Laboratories Inc. (IPL Inc.) in Burbank.

Da die Umsatz-Planung in großem Maß vom Einsatz der Strahlentherapie in der Kardiologie und der Onkologie abhängt, muß an dieser Stelle auf medizinische Aspekte näher eingegangen werden.

Kardiologie

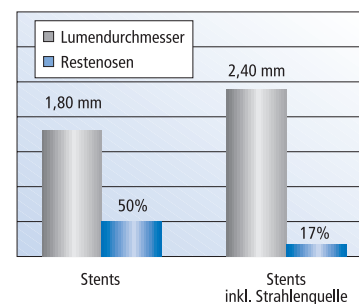
Herz-Kreislauf-Erkrankungen gelten als *die* Erkrankungen des 20. Jahrhunderts in den westlichen Industrienationen. Diese Erkrankungen sind noch immer für 40 bis 50 Prozent der Gesamtmortalität bei Erwachsenen bereits im mittleren Alter verantwortlich. Aus diesem Grund werden große Anstrengungen auf dem Gebiet der Bekämpfung kardiologischer Erkrankungen unternommen. Ein Teilgebiet ist die Behandlung von Gefäßerkrankungen und deren Folgen, insbesondere sogenannte Stenosen. Unter einer Stenose versteht man die Verengung von Blutgefäßen um mehr als fünfzig Prozent gegenüber der ursprünglichen Größe. Zur Behandlung dieses Krankheitsbildes finden verschiedene Methoden Anwendung. Das invasivste Verfahren ist die 1968 entwickelte Bypassoperation, bei der die stenosierte Region mittels einer neu einzusetzenden Blutbahn umgangen wird. 1977 wurde mit der perkutanen transluminären koronaren Angioplastie (PTCA), die auch unter dem Namen Ballondilatation bekannt ist, ein alternatives Verfahren entwickelt, mit dessen Hilfe das betroffene Blutgefäß wieder erweitert wird.

Hierzu wird das verengte Blutgefäß mit Hilfe eines Ballonkatheters, der in die Blutbahn eingeführt wird, an der betroffenen Stelle geweitet. Die PTCA bietet den Vorteil der geringeren Invasivität und somit der schnelleren Heilung, so daß PTCA-Patienten durchschnittlich fünf Wochen früher wieder arbeitsfähig sind als solche mit einer Bypassoperation. Der Vorteil der schneller erreichten Verbesserung der Lebensqualität dieser Patienten und der geringeren Pflegekosten – die initialen Kosten liegen bei 65% der Bypassoperation - wurde aber bisher zum Teil wieder aufgezehrt durch die abermalige Behandlung aufgrund von Restenosen (Wiederverengung). Restenosen haben drei Ursachen:

- Aufgrund der Elastizität des Gewebes kommt es innerhalb der ersten Stunden zu einer Kontraktion. Dieses Phänomen ist normal und hier nicht Gegenstand der Betrachtung.
- Aufgrund von Mikroverletzungen kommt es zu einer verstärkten Zellbildung, der sogenannten Hyperplasie. Dieser Vorgang ist mit der Narbenbildung bei äußeren Wunden vergleichbar.
- Die Remodellierung von Zellen insbesondere der äußeren Gefäßschicht erhöht den Druck auf die Zellwand, so daß sich der Durchmesser der Blutbahn reduziert.

Studien haben ergeben, daß bei 40 Prozent der PTCA-Patienten Restenosen innerhalb eines Jahres auftreten. Um diesen Prozentsatz zu senken, hat man damit begonnen, im Rahmen der PTCA sogenannte Stents in die Blutbahn einzuführen, die der Optimierung der Geometrie des Lumens der Koronargefäße dienen und somit eine Restenose verhindern sollen. Der Einsatz von Stents nach einer weiteren Ballondilatation von Restenosen reduziert sechs Monate nach einem Eingriff die Häufigkeit weiterer Restenosen um fünfzig Prozent. Stents, die intrakoronar, d.h. in der Blutbahn, als Strahlenquellen eingesetzt werden, reduzieren die Zahl der Restenosen auf 17 Prozent. Zudem ist bei der Verwendung von Strahlenquellen der Durchmesser des dilatierten Areals um ein Drittel größer als bei der strahlenfreien Behandlung. Die Eckert & Ziegler AG ist hier Marktführer für Verfahren zur Herstellung der Strahlenquellen.

Lumendurchmesser und Restenosen sechs Monate nach wiederholter PCTA



Quelle: Deutsches Ärzteblatt

Im Bereich der Onkologie wird die Strahlentherapie bereits seit ca. 100 Jahren eingesetzt. Grundsätzlich konkurriert dieses Verfahren mit der Chirurgie und chemischen Verfahren. Bei der Wahl des Verfahrens spielen drei Kriterien eine Rolle:

- Die Spezifität, mit der ein Verfahren bei der Tumorbehandlung wirkt. Aufgrund der Vielzahl der Tumorarten sind verschiedene Wirkungsweisen und Verfahren nötig.
- Die Reichweite des Verfahrens, also die Frage, ob der Einsatz lokal zu begrenzen ist oder ob eine systemische Wirkung vorliegt.
- Die Lokalisation des Tumors. Nicht alle Regionen lassen das ganze Spektrum der Behandlungsmethoden zu.

Die Eckert & Ziegler AG entwickelt und vertreibt insbesondere Verfahren für die Strahlentherapie auf dem Gebiet der Augenheilkunde (Ophtalmologie) und zur Bekämpfung von Prostatakarzinomen.

Onkologie

Ophtalmologie

Ruthenium-106 Augenapplikatoren wurden bereits in den sechziger Jahren von der Akademie der Wissenschaften der DDR entwickelt. Dieses ausgefeilte Produkt wird von Ophtalmologen auf der ganzen Welt bei der Behandlung von Augentumoren wie dem Retinoblastom eingesetzt. Dabei werden die Applikatoren auf das Auge aufgenäht und wirken auf diese Weise über einen begrenzten Zeitraum unmittelbar auf den Tumor ein. Die Applikatoren werden von der Eckert & Ziegler AG als eines der wenigen Produkte direkt an Hospitäler vertrieben. Auf diesem Markt ist das Unternehmen fast konkurrenzlos.

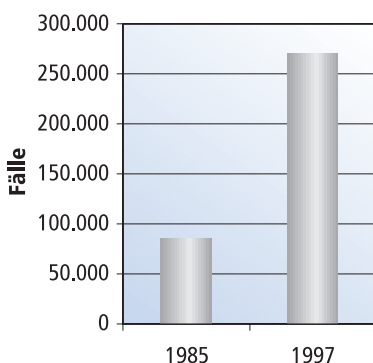
Prostatakarzinom

Das Prostatakarzinom ist der am häufigsten diagnostizierte maligne Tumor des Mannes und die zweithäufigste Krebstodesursache nach dem Lungenkrebs. Allein in Deutschland wurden 1996 mehr als 58.000 Männer wegen eines Prostatakarzinoms stationär behandelt. Rund 40 Prozent aller Männer im Alter zwischen 60 und 70 Jahren sind von malignen, invasiv wachsenden Prostatatumoren betroffen. Aufgrund von Fortschritten in der Diagnostik zur Identifizierung von Prostatakarzinomen ist die Fallzahl in den letzten Jahren drastisch angestiegen. In den USA stieg die Inzidenz des Prostatakarzinoms von 1985 bis 1997 von 85.000 auf 270.000 Fälle. Diese Zahlen ergeben sich aufgrund der verbesserten Qualität der Untersuchungsmethoden sowie der größeren Anzahl von Personen im relevanten Alter und nicht aufgrund eines tatsächlichen Anstiegs der Erkrankungen. Zu den sensibleren Methoden ist anzumerken, daß der alleinige Befund zunächst noch keine Aussage darüber zuläßt, ob der Tumor tatsächlich behandlungswürdig ist. Rund 80% der diagnostizierten Tumore sind kleiner als 0,5 cm³ und somit nicht klinisch relevant, d.h. sie verursachen keine Symptome. Da diese Tumorart sehr langsam wächst und die Patienten in der Regel in einem fortgeschrittenen Alter sind, ist aus therapeutischer Sicht immer die Notwendigkeit eines Eingriffs gegenüber der tatsächlichen Verbesserung der Lebenssituation des Patienten und gegenüber den Kosten abzuwägen. Auf der anderen Seite ist die demographische Entwicklung in die Überlegung mit einzubeziehen. Daher werden aufgrund des Anstiegs der Lebenserwartung in Zukunft immer mehr Eingriffe zur Behandlung von Prostatakarzinomen notwendig sein.

Grundsätzlich stehen für die Therapie mehrere Verfahren zur Verfügung. In Deutschland herrscht zur Zeit noch die vollständige Entfernung der Prostata (radikale Prostatektomie) vor. Andere Verfahren sind verschiedene Varianten der Strahlentherapie. Neben der Bestrahlung von außen (Teletherapie) war in Deutschland bei der Strahlentherapie bisher das sogenannte Afterloading-Verfahren üblich. Bei diesem Verfahren werden hochenergetische Strahler (Iridium 192) mit Hilfe von Kathetern für Sekunden bis zu wenigen Minuten in die Prostata eingeführt. Diese Methode hat den Vorteil, daß die Strahlung sich lokal besser begrenzen läßt. Allerdings ist die Intensität der Strahlung sehr hoch.

Ein Verfahren, das in den USA in bestimmten Fällen bereits Standard ist, ist die Brachytherapie. Bei diesem Verfahren werden reiskorngroße titanummantelte Jod-125 Strahler (sogenannte Seeds), wie sie die Eckert & Ziegler AG herstellt, in verschiedenen Regionen der Prostata permanent eingelagert. Die Strahlendosis ist hierbei dreimal größer als bei der externen Strahlentherapie, allerdings werden aufgrund der geringen Reichweite der Strahlung umliegende Körperregionen stärker geschont. Die Halbwertszeit der Strahlung beträgt zwei Monate. Die Indikation für dieses Verfahren sind organbegrenzte Tumore mit einem niedrigen Entartungsgrad. Die vorliegenden Tumor-spezifischen 10-Jahres-Überlebensraten von über 97% haben dieses Verfahren auch in Deutschland in den Mittelpunkt der Fachdiskussion gerückt. Neben der hohen Überlebensrate weist dieses strahlungsarme und minimal-invasive Verfahren weitere Vorteile auf. In bezug auf die möglichen Komplikationen, wie z.B. Inkontinenz, Impotenz, Blutungen und Entzündungen weist dieses Verfahren gute Werte im Vergleich zu anderen Verfahren auf.

Inzidenz des Prostatakarzinoms in den USA



Quelle: Deutsches Ärzteblatt

Komplikationsraten verschiedener Therapieverfahren

	Radikale Prostatektomie	Perkutane Strahlentherapie	Jod-125-Seed- Implantation
Inkontinenz	5 - 33%	1 - 3%	0,1%*
Impotenz	29 - 100%	4 - 40%	15%**
Stärkere Blutungen	1 - 12%	3 - 13%	-
Lungenembolie	2 - 8%	-	-
Zystitis/Urethritis	-	1 - 80%	7%
Proktitits	-	2 - 45%	1%

*Patienten ohne vorherige transurethrale Prostataresektion

**Patienten < 70 Jahre; keine Impotenz vor der Therapie

Quelle: Journal of Urology, Seminars in Radiation Oncology

Eine Weiterentwicklung des Verfahrens wurde vor einem Monat das erste Mal auch in Europa durchgeführt. In München wurden Jod-125-Seeds ambulant implantiert. Angesichts der eingesparten Tagessätze eines stationären Aufenthalts ist zu vermuten, daß dieses Verfahren auch bei den Krankenversicherern auf Zustimmung stoßen wird.

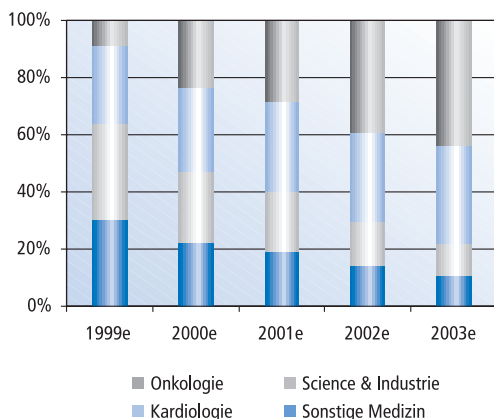
Neben der Medizintechnik werden von der Eckert & Ziegler AG Verfahren für industrielle Zwecke im Bereich der Meßtechnik entwickelt, worauf 1998 ein Viertel der Umsätze entfiel. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Verfahren zur Dichte- sowie der Füllstandsmessung mit schwach strahlender Radioaktivität. Daneben erzielt die Eckert & Ziegler AG Umsätze aus Dienstleistungen rund um die Strahlentechnik. Diese umfassen Serviceleistungen wie z.B. Recycling, Kalibrierung, und Dosimetrie aber auch Forschung & Entwicklung sowie den Handel.

Science & Industrie

Die Bereiche Science & Industrie sowie die restliche Medizintechnik außerhalb der Kardiologie und der Onkologie sollen zukünftig stetige Zuflüsse generieren, was aufgrund des Wachstums des Unternehmens eine Senkung der relativen Anteile im Jahr 2003 zur Folge hat.

Der Bereich Kardiologie soll proportional zum Gesamtwachstum des Unternehmens wachsen. Der Bereich Onkologie ist der dynamischste Wachstumsbereich der Eckert & Ziegler AG. Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht die Verschiebung der Anteile der verschiedenen Geschäftsfelder am Gesamtumsatz.

Geplante Umsatzverteilung

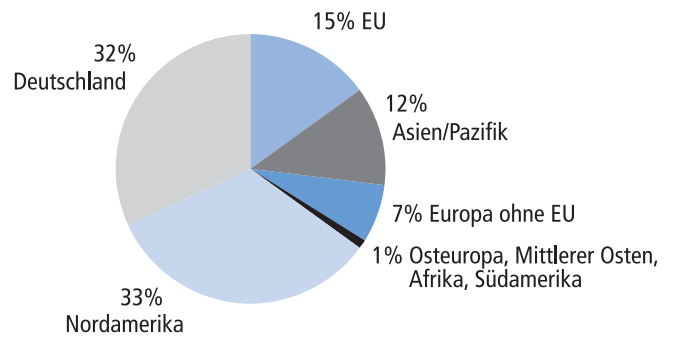


Quelle: Eckert & Ziegler AG

Der Markt

Der Markt für Strahlenquellen und radioaktive Komponenten in der Medizintechnik ist nicht regional begrenzt. So hat die Eckert & Ziegler AG bereits 1998 über zwei Drittel ihres Umsatzes im Ausland erzielt.

Umsatz nach Regionen



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Wie bereits erwähnt, ist für die zukünftige Entwicklung der Eckert & Ziegler AG die Entwicklung im Kardiologiebereich und der urologischen Onkologie von zentraler Bedeutung. Daher soll an dieser Stelle auf mögliche Entwicklungen in diesen Märkten eingegangen werden.

Entwicklung des Marktes für Stents

Die Novoste Corporation, Norcross USA, ist derzeit das einzige Unternehmen, das bereits eine Zulassung zum Vertrieb eines hydraulischen Kathetersystems im europäischen Raum hat, mit dem man Stents zur Bestrahlung von Gefäßinnenwänden implantieren kann. Wichtige Teile dieses Systems stammen von der Eckert & Ziegler AG. Dadurch hat das Unternehmen auf dem sich gerade erst bildenden europäischen Markt die Position des Technologie- und Marktführers inne. Eine Zulassung des Kathetersystems auf dem amerikanischen Markt wird im nächsten Jahr erwartet.

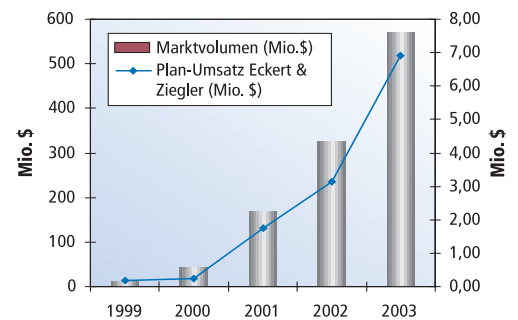
In den USA ist Johnson & Johnson mit seinem Produkt PALMAZ-SCHATZ® Marktführer auf dem Markt für Stentsimplantationen bei Ballondilatationen. Dieses Produkt ist z.Zt. das einzige, das von der U.S. Food & Drug Administration (FDA) für den amerikanischen Markt zugelassen worden ist.

Jährlich werden ca. eine Million Ballondilatationen mit einem Gesamtaufwand von ca. \$ 15 Mrd. durchgeführt. Der Anteil, der auf Stents entfällt, beträgt rund \$ 2 Mrd.

Da die Diskussion über die Wahl der geeigneten Therapie von Gefäßkrankungen noch im Fluß ist, sind Annahmen über die zukünftige Entwicklung des Marktes in diesem Bereich der Medizin schwer zu treffen. Ein entscheidender Faktor ist die Akzeptanz gegenüber der strahlen-basierten Stent-Therapie bei den behandelnden Ärzten. Ein anderer Faktor ist die Marktdurchdringung mit Hilfe der nötigen Vertriebskraft. Hier ist allerdings als Vorteil für Eckert & Ziegler zu nennen, daß diese Aufgabe insbesondere von verschiedenen marktbeherrschenden Unternehmen übernommen wird, die die Eckert & Ziegler-Technik in ihren medizintechnischen Geräten verwenden.

Wir gehen von einem Wachstum des Anteils der brachytherapeutischen Behandlung von Stenosen von weltweit derzeit zwei Prozent auf ca. 50 % im Jahr 2003 aus. Daraus ergibt sich ein Marktvolumen für Stents im Jahr 2003 von rund einer Milliarde Dollar. Der Markt für radioaktive Komponenten, die zur Herstellung der Stents benötigt werden, wird im gleichen Zeitraum proportional auf \$ 570 Mio. ansteigen. Das zugrunde gelegte Wachstum in der Umsatzplanung der Eckert & Ziegler AG liegt leicht unter der durchschnittlichen Markt-Wachstumsrate und erscheint uns unter der Voraussetzung der steigenden Akzeptanz in der Ärzteschaft und der reibungslosen Ingangsetzung der Produktionslinien, erreichbar.

Marktentwicklung des relevanten Kardiologiemarktes



Quelle: SG Cowen, Value Research, E&Z

In den USA wurden im vergangenen Jahr von ca. 300.000 Prostatakarzinomen rund 32.000 brachytherapeutisch behandelt. Bei einer Zahl von 70 – 120 Seeds pro Brachytherapie betrug der Bedarf allein in den USA – bei durchschnittlich 95 Seeds pro Therapie - rund drei Millionen Seeds. Bei einem Preis pro Seed von \$ 35 betrug das Marktvolumen 1998 allein in den USA mehr als \$ 100 Mio. Bis zum Jahr 2000 werden in den USA von 327.000 Neuerkrankungen ca. 40.000 brachytherapeutisch behandelt werden. Unter der Annahme eines Preises von \$ 30 pro Seed wächst das Marktvolumen allein hier auf \$ 114 Mio. an. Im Jahr 2005 wird der Markt in den USA ein Volumen von mindestens \$ 230 Mio. erreichen.

Entwicklung des Marktes für Seeds

Aufgrund der analogen technologischen und demographischen Entwicklung in den westlichen Industrienationen und eines geringeren Bewußtseins für die Problematik in Europa haben wir bei unseren Schätzungen für den europäischen Markt ein time-lag von fünf Jahren gegenüber den USA angenommen. Wir rechnen daher in Europa mit ca. 5.000 Brachytherapien im Jahr 2000 und mit knapp 40.000 Therapien im Jahr 2005, sofern sich das Verfahren auch in Europa durchsetzt. Daraus ergibt sich ein Marktvolumen von fast \$ 130 Mio. in den westlichen Industrienationen im Jahr 2000 und über \$ 320 Mio. im Jahr 2005.

Schätzung des Marktvolumens für Jod-125-Seeds

	USA	Europa	Deutsch-land	westliche Industri-ationen
1995				
männl. Bevölkerung > 60 Jahre	20.924.631	27.606.742	6.472.393	48.531.373
Erstdiagnosen	244.000	201.529	52.000	445.529
Brachytherapie	6.000			6.000
Durchschnittl. Anzahl Seeds	95	95	95	95
Anzahl Seeds gesamt	570.000			570.000
Preis pro Seed	\$35,00	\$35,00	\$35,00	\$35,00
Marktvolumen	\$19.950.000	\$0	\$0	\$19.950.000
2000				
männl. Bevölkerung > 60 Jahre	23.249.590	30.674.157	7.191.547	53.923.747
Erstdiagnosen	327.000	260.730	64.500	587.730
Brachytherapie	40.000	5.215	1.500	45.215
Durchschnittl. Anzahl Seeds	95	95	95	95
Anzahl Seeds gesamt	3.800.000	495.388	142.500	4.295.388
Preis pro Seed	\$30,00	\$30,00	\$30,00	\$30,00
Marktvolumen	\$114.000.000	\$14.861.629	\$4.275.000	\$128.861.629
2005				
männl. Bevölkerung > 60 Jahre	25.574.549	33.741.573	7.910.702	59.316.122
Erstdiagnosen	438.000	340.790	83.850	778.790
Brachytherapie	100.000	37.487	10.000	137.487
Durchschnittl. Anzahl Seeds	95	95	95	95
Anzahl Seeds gesamt	9.500.000	3.561.254	950.000	13.061.254
Preis pro Seed	\$25,00	\$25,00	\$25,00	\$25,00
Marktvolumen	\$237.500.000	\$89.031.358	\$23.750.000	\$326.531.358

Quelle: BBI

Zur Zeit besitzt das Unternehmen die Genehmigung zur Fertigung von 8 Mio. Seeds pro Jahr. Diese Zahl wird durch die Aktivität bestimmt, die von den Seeds abgestrahlt wird. Daraus wird klar, daß es selbst bei einem außerplanmäßigen Anstieg des Absatzes zu keinem Kapazitätsengpaß bei der Produktion von Seeds kommen wird. Ein zusätzliches Potential ergibt sich für Seeds in all jenen Bereichen, in denen operative Verfahren nicht zur Anwendung kommen können. Dies ist z.B. bei Therapien zur Reduktion des Volumens von Hirntumoren der Fall. Derartige Einsatzgebiete haben aber in unserem Modell keinen Eingang gefunden. Trotzdem sind die Annahmen, die sich in der Plan-Gewinn-und-Verlust-Rechnung niederschlagen konservativ kalkuliert und ein Erreichen der geplanten Umsätze erscheint uns realistisch.

International Isotopes Inc.

International Isotopes produziert Radiopharmazeutika, Radioisotope, pharmazeutische Radiochemikalien sowie medizinische Geräte zur Diagnostik und für therapeutische Zwecke. Das Unternehmen ging in den letzten Jahren eine Vielzahl an Joint Ventures mit Universitäten, Medizin- und Biotechnologie-Unternehmen zur Entwicklung von Prototypen und neuer Produkte in der medizinischen Strahlentechnik ein.

In den Produktions-, Entwicklungs- und Testphasen stehen unter anderem Produkte für die Diagnose von Herzkrankheiten auf der Basis von Thallium-201 sowie Strontium-89-basierte Präparate zur Schmerzlinderung bei Knochenkrebs. Das Unternehmen ist der bedeutendste Konkurrent der Eckert & Ziegler AG auf dem Markt für Jod-125-Seeds zur Behandlung von Prostatakarzinomen. Allerdings hat die International Isotopes Inc. noch nicht den Break-Even-Punkt erreicht. Daher ist ein Vergleich auf der Basis des KGV's und somit auch auf Basis des PEG-Verhältnisses nicht möglich.

Novoste Corp.

Die Novoste Corp. ist Weltmarktführer in der Herstellung von Geräten zur Durchführung der intracoronaren Radio Therapie (ICRT). Das vom Unternehmen entwickelte Beta-Cath™ System ist ein kathederbasiertes Leitungssystem, welches Beta-Strahlung mit Hilfe von Stents zur Gefäßinnenseite einer Blutbahn leitet. Beta-Cath™ ist bisher das einzige System, das in der Europäischen Union zugelassen ist. Integraler Bestandteil sind Systeme von Eckert & Ziegler. Novoste war das erste Unternehmen, welches in den USA einen FDA-genehmigten klinischen Test eines ICRT-Gerätes initiierte. Hier wurde das Beta-Cath™ System in verschiedenen klinischen Versuchen getestet. Positive Daten dieser Tests wurden auf der 46. wissenschaftlichen Sitzung des amerikanischen College der Kardiologie in März 1997 veröffentlicht.

Guidant Corp.

Guidant, gegründet 1994, ist ein Weltmarktführer im Design und der Entwicklung von Kardiovaskulär-Lösungen. Das Unternehmen entwickelt Systeme zur Behandlung von Herzrhythmusstörungen und ist in diesem Bereich Weltmarktführer. Das Unternehmen ist dabei, ein Katheter-System zu entwickeln, das sowohl für Herzkranz- aber auch periferen Venensysteme geeignet sein soll. Dieses System basiert wie das von Novoste auf Beta-Strahlung. Der Markteintritt in den USA ist erst für die Mitte des Jahres 2001 geplant.

Boston Scientific

Boston Scientific ist der größte medizinische Gerätehersteller weltweit mit einer Unternehmenspalette von mehr als 10.000 Produkten in über 50 Kategorien. Das Unternehmen ist Kunde der Eckert & Ziegler AG und ist über ein akquiriertes Unternehmen dabei, ein Beta-Strahler basiertes System zu entwickeln. Dieses Produkt ist in einer frühen Entwicklungsphase. Mit einem Markteintritt in den amerikanischen Markt ist nicht vor dem Ende des Jahres 2001 zu rechnen.

EndoSonics Corp.

EndoSonics entwickelt, produziert und vermarktet Ultraschall-Darstellungssysteme und Katheter zur Unterstützung in der Diagnose und Behandlung von Herzkranzgefäß- und periferen Gefäßerkrankungen. Mit Hilfe der EndoSonics-Produkte lassen sich Informationen über Position, Menge, und die Zusammensetzung atherosklerotischer Beläge gewinnen. Dies ermöglicht es Ärzten charakteristische Verletzungen zu identifizieren. Da das Unternehmen im Bereich der Diagnostik-Technik spezialisiert ist, ist die vertikale Erweiterung der Palette auf Therapieverfahren ein logischer Schritt. Allerdings ist ein Markteintritt nicht vor dem Jahr 2002 geplant.

Medtronic Corp.

Medtronic ist in fünf Geschäftsfelder gegliedert: Herz-Rhythmus-Produkte (Schrittmacher, Therapien für Herzfehler, implantierbare Monitore), Neurologische Chirurgie, Herzchirurgie (Herzklappen, Kathedern, Kanülen), vaskuläre und externe Defibrillation (weltgrößter Anbieter für die anfängliche Behandlung von plötzlichem Herzstillstand). Insbesondere in der Entwicklung von Technologien zur Behandlung von Gefäßen weist das 1949 gegründete Unternehmen eine große Erfahrung auf.

Mallinckrodt Inc.

Mallinckrodt vertreibt Darstellungsargenzen und radiopharmazeutische Produkte für die Diagnose und Behandlung von Krankheiten. Die Praxis der nuklearen Medizin beinhaltet Injektionen oder die orale Verabreichung radioaktiver Pharmazeutika. Diese werden genutzt für die Diagnose oder Behandlung von Krankheiten wie beispielsweise Krebsgeschwüre, Gefäßkrankungen, Blutgerinsel und Gelenkrheumatismus. Mit mehr als zwei Dutzend nuklearen medizinischen Produkten ist Mallinckrodt Weltmarktführer auf diesem Gebiet. Der Ansatz von Mallinckrodt bei der Bekämpfung von Restenierung ist untypisch. Das Unternehmen ist dabei, einen Ballon zu entwickeln, der mit einem flüssigen Beta-Strahler gefüllt ist. Ein Markteintritt ist in den USA für das Jahr 2002 geplant. Das Unternehmen ist aus zweierlei Gründen für einen Vergleich interessant. Zum einen ist der Ansatz bei der Bekämpfung der gleichen Krankheit untypisch zum anderen ist das Unternehmen in einem Feld tätig, das sich die Eckert & Ziegler AG nach dem Börsengang erschließen möchte.

Johnson & Johnson

Dieser Konzern ist das weltgrößte und meist diversifizierte Unternehmen der Medizintechnik-Branche. Johnson & Johnson nimmt die führende Position im amerikanischen Markt auf dem Gebiet der Ballon-Katheder ein. Das Produkt PALMAZ-SCHATZ® ist der einzige Artikel, der von der FDA als Mittel zur Reduktion von Restenierungen nach einer Angioplastie ist. Aufgrund der Position im Markt ist das Unternehmen in die Vergleichsgruppe aufzunehmen. Allerdings ist die Größe des Unternehmens und auch der Umfang der Produktpalette mit der Eckert & Ziegler AG nur bedingt vergleichbar.

Chancen

- Die Bereiche der Kardiologie und der Onkologie, in denen das Unternehmen tätig ist, sind ausgesprochene Wachstumsmärkte. In den USA ist die Seed-Implantation bei Prostatakarzinomen das Mittel der Wahl. Dieses kann sich auch in Europa durchsetzen.
- Die Positionierung der Eckert & Ziegler AG im Markt ist sehr gut. Das Unternehmen ist Technologieführer. Die Markteintrittsbarrieren sind sehr hoch, da die Entwicklung und die Produktion technisch sehr anspruchsvoll und kapitalintensiv sind und der Lizenzierungs- und Genehmigungsaufwand sehr hoch ist.
- Das Unternehmen besitzt eine klare Strategie. Eine vertikale Diversifizierung ist nicht geplant. Es ist Anbieter einer integrierten Leistungspalette und auf diesem Gebiet einzig. Die Eckert & Ziegler AG hat von Anfang an die Notwendigkeit einer internationalen Ausrichtung erkannt und dies auch in seiner Geschäftspolitik durch Labore und Produktionsstätten in Europa und den USA sowie einem weltweiten Distributoren- und Kontaktnetz umgesetzt.
- Das Unternehmen verfügt als einziges Unternehmen der Branche über eine automatisierte Produktionsanlage, dies spart Zeit und Kosten und erhöht die Sicherheit der Mitarbeiter.
- Die Eckert & Ziegler AG verfügt über einen großen Stamm von Mitarbeitern mit einem ausgezeichneten Know-How.
- Das Geschäft ist, aus den verschiedenen zuvor genannten Gründen, sehr margenstark.
- Sämtliche Marktführer der auf Isotopentechnik basierenden Medizintechnik sind Kunden der Eckert & Ziegler AG. Somit verfügt das Unternehmen über eine gute Referenzliste und eine ausgezeichnete Reputation.
- Das Unternehmen ist ISO9001 zertifiziert. Das reduziert den Genehmigungsaufwand und vermindert Lizenzierungsverzögerungen.
- In der aktuellen Phase können durch einen starken US Dollar zusätzliche Währungsgewinne erzielt werden, da das Unternehmen mit einem Wechselkurs von 1,70 DM je \$ kalkuliert.

Risiken

- Der Erfolg der Produkte ist in großem Maß von der Akzeptanz der Ärzte abhängig. Ein Erfolg bei klinischen Tests, die aufgrund des Bewußtseins für die Testsituation nie unter realitätsnahen Bedingungen ablaufen können, ist noch keine Garantie für einen Erfolg am Markt.
- Eine gute Kommunikation der schwierigen Materie gegenüber den Anlegern muß gewährleistet sein. Auf dem Gebiet der Investor Relations-Arbeit kann es für den Börsenneuling zu Schwierigkeiten kommen. Der Eindruck einer allzu großen Technikverliebtheit könnte irritierend wirken.
- Die Marktpreise auf dem intransparenten Rohstoffmarkt sind schwer zu kalkulieren. Das Joint Venture mit den russischen V.G. Khlopien Radium Institute, St. Petersburg, erleichtert dies nur so lange, so lange die politische Lage in Rußland stabil bleibt.
- Aufgrund der Attraktivität der Märkte Kardiologie und Onkologie und der Wichtigkeit aufgrund der nach wie vor hohen Mortalität, sind diese Gebiete ein intensives Forschungsfeld. Es kann zu einer Substitution der Strahlentechnik durch ein anderes Verfahren kommen.
- Zudem könnten große Unternehmen mit einer starken Kapitalbasis versuchen in den attraktiven Markt der Strahlentechnik einzudringen.
- Die angestrebte Ausweitung des Produktportfolios auf die Radiobiologie erfordert einen hohen Aufwand für Forschung & Entwicklung. Zudem sind radiobiologische Produkte nicht so universell einsetzbar, wie physikalische Entwicklungen.
- Bleibt die termingerechte Ingangsetzung von Produktionslinien aus, kommt es sofort zu einem Ausfall des Umsatzes.
- Das Geschäft mit Radioaktivität unterliegt einer strengen Gesetzgebung. In Zukunft könnte es zu einer Verschärfung der Richtlinien kommen. Auch der politische Druck außerhalb der Gesetzgebung konnte ansteigen.
- Es besteht immer das Risiko eines Strahlenunfalls. Dies kann zu Schadensersatzforderungen von Mitarbeitern führen. Im Fall eines Unfalls kann der entstehende Imageverlust die weitere Entwicklung des Unternehmens nachhaltig negativ beeinflussen.
- Da das Unternehmen über die Hälfte seines Umsatzes im außereuropäischen Raum erzielt, können Wechselkurschwankungen das Ergebnis belasten.

Finanzanalyse und Bewertung

Um eine differenzierte Bewertung der Eckert & Ziegler AG vornehmen zu können, haben wir neben den Planzahlen, die die zukünftige Entwicklung des Unternehmens abbilden sollen, auch verschiedene Unternehmen zum Vergleich herangezogen. Zu diesen Unternehmen gehören u.a. auch die bereits vorgestellten Wettbewerber und Partner.

Da der relevante Markt der Eckert & Ziegler AG der Weltmarkt ist, ist es für den Vergleich durchaus legitim, daß alle bisher einbezogenen Unternehmen US-amerikanischer Herkunft sind. Dennoch haben wir, um besser darstellen zu können, wie Medizintechnik-Unternehmen in Deutschland bewertet werden, das wohl bekannteste deutsche Unternehmen der Branche – die Fresenius Medical Care – hinzugezogen. Wir sind uns der Unterschiede zwischen der Dialysetechnik und der Kardiologie bzw. der Onkologie bewußt, dennoch halten wir den Vergleich zur Erweiterung des Spektrums für sinnvoll. Hierzu gehört insbesondere auch ein Blick auf Unternehmen, die am Neuen Markt gelistet sind.

Am Neuen Markt sind keine direkten Konkurrenten der Eckert & Ziegler AG gelistet. Allerdings gibt es doch eine Verbindung. Einige der Unternehmen, die die BB Medtech AG in ihrem Portfolio hat sind Kunden oder Wettbewerber der Eckert & Ziegler AG. Es wäre aber ein Fehler die Aktie der BB Medtech mit der von Eckert & Ziegler unreflektiert zu vergleichen. BB Medtech ist eine Beteiligungsgesellschaft, die ihrem Wesen nach einem geschlossenen Branchen-Aktienfond gleicht. Daher gelten hier andere Bewertungsmaßstäbe gegenüber einer einzelnen Aktie wie der von Eckert & Ziegler. Aus dem Bereich der Medizintechnik ist die aap AG zu nennen, die erst seit wenigen Tagen am Neuen Markt notiert wird. Das Geschäft mit orthopädischen Prothesen ist allerdings nicht mit der Strahlentechnik vergleichbar. Dennoch bekommt man eine Vorstellung darüber, wie Medizintechnik-Unternehmen am Neuen Markt bewertet werden. Aus diesem Grund haben wir die aap AG in die Peer-Group der Eckert & Ziegler AG aufgenommen.

Schließlich haben wir zusätzlich den Standard & Poor's Diversified Healthcare Index zum Vergleich herangezogen. Dieser Index besteht aus sieben Unternehmen, die im Bereich der Medizintechnik verschiedene Felder abdecken. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, hat sich der S&P Diversified Index im letzten Jahr besser entwickelt, als Unternehmen mit einem Fokus in einem bestimmten Teilbereich. Mit Hilfe dieses Ansatzes soll es gelingen, das Mehr-Produkt-Unternehmen Eckert & Ziegler einzuordnen.

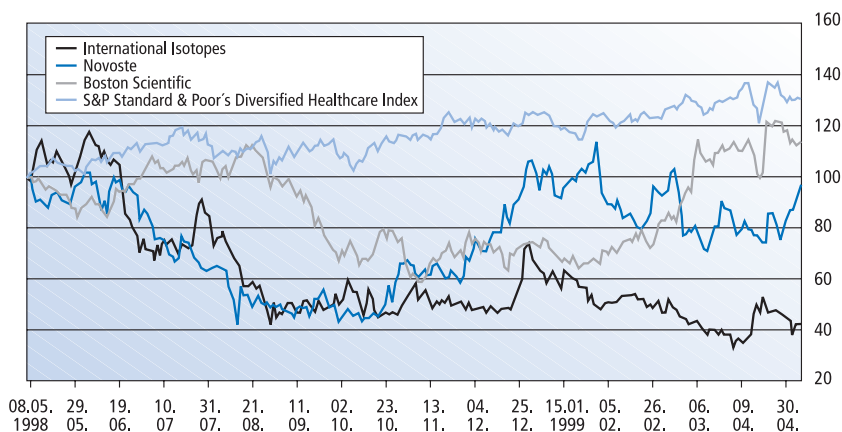
Systematik

S&P Diversified Healthcare Index

Unternehmen	Gewichtung
Abbot Laboratories	15,3%
American Home Products	17,2%
Bristol-Myers Squibb Corp.	28,1%
Allergan Inc.	1,2%
Mallinckrodt Inc.	0,5%
Warner-Lambert	11,4%
Johnson&Johnson	26,3%

Quelle: Bloomberg

Entwicklung ausgewählter Medizintechnik-Titel



Quelle: Bloomberg

In unserem KGV- und PEG-Vergleich sowie bei den Enterprise-Value-Multiples ist diese Gruppe von Unternehmen in der untersten Zeile aufgeführt. Dabei fällt auf, daß die ausgewählte Peer-Group im Durchschnitt in der Bewertung nur wenig von der Bewertung des Index abweicht. Für die Bewertung von Eckert & Ziegler bedeutet dies eine sehr breite informatorische Basis.

KGV- und PEG-Vergleich

Da es nicht in allen Geschäftsbereichen der Eckert & Ziegler AG vergleichbare börsennotierte Unternehmen gibt, ist eine Bewertung mit Hilfe der Sum-of-Parts-Methode, bei der KGV's von Segment-Konkurrenten gewichtet werden, nicht möglich. Allerdings ist u.E. unsere Peer-Group aussagekräftig genug, um einen herkömmlichen KGV-Vergleich durchführen zu können. Aufgrund der Größe und des Alters des Unternehmens halten wir im Vergleich zu unserer Peer-Group bei der Ermittlung der KGV 2000 einen Abschlag von zehn bis zwanzig Prozent für gerechtfertigt. Daraus ergibt sich eine KGV-Spanne, bei der sich ein Unternehmenswert innerhalb einer Bandbreite von € 58,5 Mio. bis € 70,5 Mio. ergibt. Bei Eintreten der Prognosen in bezug auf die Gewinn-Wachstumsrate des Unternehmens ist ein Upside möglich. Dies wird durch das PEG-Verhältnis von 0,78 deutlich.

KGV- und PEG-Vergleich mit internationaler Vergleichsgruppe

	Kurs 05.05.99	Gewinn pro Aktie						CAGR*	KGV 1999e	KGV 2000e	KGV 2001e	PEG 2000e
		1999e		2000e		2001e						
		DM	\$/€	DM	\$/€	DM	\$/€					
Eckert & Ziegler AG	€ 23,50	1,45	0,74	1,81	0,93	2,54	1,30	32%	32	25	18	0,78
Novoste Corp.	\$23,75	-4,34	-2,39	-3,48	-1,92	0,59	0,32	n.a.	n.m.	n.m.	74	n.m.
Guidant Corp.	\$56,50	2,48	1,37	2,96	1,63	3,51	1,93	19%	41	35	29	1,83
Boston Scientific Corp.	\$40,44	1,99	1,09	2,45	1,35	2,96	1,63	22%	37	30	25	1,36
Endosonics Corp.	\$5,00	0,65	0,36	0,97	0,54	1,36	0,75	44%	14	9	7	0,21
Medtronic Inc.	\$68,19	2,80	1,54	3,39	1,87	3,97	2,18	19%	44	37	31	1,92
Mallinckrodt Inc.	\$34,13	4,28	2,36	4,69	2,58	5,16	2,84	10%	14	13	12	1,35
Johnson & Johnson	\$93,19	5,42	2,99	6,11	3,36	6,85	3,77	12%	31	28	25	2,23
Fresenius Medical Care AG	€ 53,60	3,24	1,66	3,84	1,96	3,50	1,79	4%	32	27	30	6,84
aap AG	€ 10,00	0,43	0,22	1,02	0,52	1,78	0,91	103%	45	19	11	0,19
<i>S&P Div. Healthcare Index</i>								14%	32	28	25	2,07
Durchschnitt der Peer-Group								28%	32	25	27	2,00
Durchschnitt der Peer-Group exklusive Novoste								28%	32	25	22	2,00

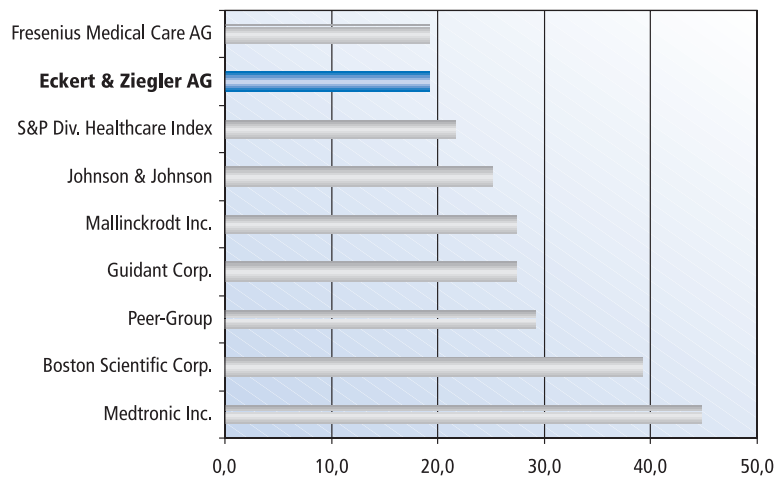
Der Enterprise Value ist der Wert der Geschäftsaktivitäten vor Abzug der Ansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber. Er wird dargestellt durch die Summe der Marktwerte (bzw. der geschätzten Marktwerte) der verschiedenen Rechtsansprüche auf Gewinne bzw. Cash Flows des Unternehmens. Für die Ansprüche der Eigenkapitalgeber wird hierzu die Marktkapitalisierung herangezogen. Des weiteren fließt der Marktwert eigenkapitalverwandter Ansprüche - Optionsscheine und andere Optionsrechte - in den EV ein. Abgezogen werden Anteile von Minderheitsaktionären an Tochtergesellschaften. Auf der Seite der Fremdkapitalgeber werden die Netto-Finanzschulden (Finanzschulden minus liquide Mittel) hinzugezählt. Falls die Finanzschulden die liquiden Mittel überwiegen, wird gemäß der am weitesten verbreiteten (und z.B. von Bloomberg genutzten) Berechnungsmethode der Saldo aus liquiden Mitteln minus Finanzschulden vom EV abgezogen, wenn auch dieses Netto-Cash sachgerechter als Investition betrachtet werden könnte. Um eine Bewertung mit anderen Unternehmen vornehmen zu können, werden Multiples miteinander verglichen, bei denen der Enterprise Value mit endogenen Größen, wie z.B. Umsatz, EBIT und EBITDA, in Beziehung gesetzt werden.

Aktueller Enterprise Value (EV) und damit verbundene Multiples

	In Mio. € / \$	EV	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Eckert & Ziegler AG		58,47	4,90	13,45	19,25
Novoste Corp.	282,43		14864,96	n.m.	n.m.
Guidant Corp.	17.559,51		9,26	24,62	27,42
Boston Scientific Corp.	18.061,45		8,09	30,71	39,31
Endosonics Corp.	69,71		2,05	n.m.	n.m.
Medtronic Inc.	39.376,31		15,12	38,71	44,76
Mallinckrodt Inc.	3.737,59		1,58	11,54	27,34
Johnson & Johnson	126.746,06		5,36	20,15	25,12
Fresenius Medical Care AG	6.216,17		2,15	11,00	19,24
S&P Div. Healthcare Index	n.m.		6,13	25,86	21,58
Durchschnittliche Multiples der Peer-Group			1657,19	23,23	29,25
Peer-Group <u>exklusive</u> Novoste			6,22	23,23	29,25

Die Momentum-Bewertung läßt das Unternehmen im Vergleich zur Peer-Group unterbewertet erscheinen. Dies liegt an der Margenstärke des Unternehmens. Hier ist zu bedenken, daß ein Teil des EBIT und des EBITDA auf Forschungs- und Entwicklungszuschüssen beruht. Daher halten wir das Unternehmen insbesondere im Vergleich zum stark zu gewichtenden und gut performenden S&P-Index nicht für unterbewertet. Das EV/Sales-Multiple der Novoste Corp. ist durch den gerade erst durchgeführten Markteintritt mit (noch) geringen Umsätzen zu erklären.

EV/EBIT



Quelle: Value Research / Bloomberg

Discounted Cash Flow Bewertung

Bei der Discounted Cash Flow Bewertung haben wir alle zukünftigen Cash Flows, die nach Investitions- und Finanzierungsmaßnahmen zur Verfügung stehen auf den gegenwärtigen Zeitpunkt abdiskontiert. Als Diskotierungssatz verwendeten wir den - nach Eigenkapital- und Fremdkapitalanteil - gewichteten Kapitalkostensatz (**w**eighted **a**verage **c**osts of **c**apital = wacc). Eine Bewertung mit Hilfe dieses Verfahrens ergibt einen Unternehmenswert von € 73,1 Mio.

	01.06.99	31.12.99	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03	31.12.03ff.
zu diskontierender Cash Flow (in Tsd. €)		12.126	692	2.720	5.009	6.475	6.475
	11.649						
	615						
	2.233						
	3.801						
	4.542						
	55.524						

Gesamtunternehmenswert	78.364 Tsd. €
- Marktwert des FK	5.227 Tsd. €
= Marktwert des EK	73.137 Tsd. €

Rendite 10-jähriger Anleihen	3,85%
Risikoaufschlag	4,00%
Fremdkapitalzinsen	8,70%
wacc =	8,18%

Diese Verfahren zeigt, das auch in der Betrachtung über einen längeren Zeitraum der Unternehmenswert sehr nah an dem Resultat aus anderen Verfahren liegt.

Die Eckert & Ziegler AG hat 1998 die IPL. Inc. akquiriert. Dieses Unternehmen wird das erste Mal im laufenden Geschäftsjahr 1999 konsolidiert. Aus diesem Grund ist der Umsatzanstieg von über 600 Prozent nicht repräsentativ für zukünftige Umsatzsteigerungen. Dennoch ist der geplante Umsatzanstieg ohne die Konsolidierung der IPL Inc. mit rund 180 Prozent sehr groß. Zurückzuführen ist dies auf die Inbetriebnahme weiterer Produktionslinien zur Herstellung von Strahlenquellen, die die Kapazität des Unternehmens abrupt ansteigen lassen.

Die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen des Unternehmens sind nicht explizit in der Gewinn und Verlust-Rechnung ausgewiesen. Sie sind aber zum großen Teil in den Aufwendungen der Eurotope GmbH enthalten. Die F&E-Ausgaben sollen in den nächsten Jahren um durchschnittlich 45 % steigen.

Der große Anteil der sonstigen betrieblichen Erträge resultiert aus F&E-Zulagen und Investitionszulagen, die einerseits – falls von staatlicher Seite gezahlt – steuerfrei sind, andererseits aber – sofern Bestandteil vertraglicher Vereinbarungen mit Partnern - erst erfolgswirksam werden, wenn sie bei Inangasetzung von erstellten Anlagen aus dem Sonderposten mit Rücklagenanteil herausgebucht werden können. In diesem Zusammenhang sind die folgenden zwei Sachverhalte zu sehen.

- 1998 fielen keine Steuerzahlungen an, da der Gewinn auf steuerfreien Investitionszulagen öffentlicher Stellen beruhte.
- Der Anstieg der EBIT-Marge auf über 30% ab dem Jahr 2000 rührt von der Auflösung des Sonderpostens mit Rücklagenanteil. In diesem Jahr sollen die Kapazitätserweiterungen erfolgreich abgeschlossen sein, so daß die Entwicklungskostenzuschüsse erfolgswirksam werden.

Die Mittelzuflüsse wurden gemäß unserer konservativen Annahmen zur Gänze in die Kapitalrücklage eingestellt und mit drei Prozent pro Jahr verzinst. Somit sind Effekte aus Akquisitionen oder weiteren Investitionen, die einen größeren Return on Investment erzielen, nicht berücksichtigt. Das Unternehmen möchte die Zuflüsse einerseits für das organische Wachstum und andererseits zum Abbau eines Teils seiner Verbindlichkeiten, die aus der Akquisition der IPL Inc. entstanden sind, nutzen.

Die Eckert & Ziegler AG ist in einem Markt tätig, der für den Anleger nicht leicht zu verstehen ist. Obgleich die strategische Ausrichtung auf Teilmärkte der Medizin, in denen eine große Nachfrage nach effizienteren Therapieverfahren herrscht, vernünftig ist, ist nicht sicher, ob der Erfolg am Aktienmarkt sich sofort einstellen wird. Der Erfolg der Aktie des Unternehmens ist von mehreren Faktoren abhängig, die nicht nur rationalen Kriterien unterworfen sind. Die Akzeptanz gegenüber minimal-invasiven strahlentechnischen Verfahren ist insbesondere in der Onkologie bei den Ärzten, aber auch bei den Patienten in Europa noch nicht sehr groß. Bei den Patienten muß zudem noch Aufklärungsarbeit für die Notwendigkeit der Früherkennung geleistet werden, die noch nicht auf breiter Front durchgeführt wird. Bei dem Stichwort Radioaktivität kehren viele potentielle Anleger der Aktie schon den Rücken, bevor sie sich näher mit dem Unternehmen beschäftigt haben, weil sie ein beträchtliches Risikopotential vermuten, das in diesem Maß nicht gegeben ist.

Wir halten die Aktie aufgrund der Größe des Unternehmens und der genannten Für und Wieder mit einem KGV 2000 von 25 für fair bewertet und erwarten daher einen Emissionspreis am oberen Ende der von uns vorgeschlagenen Spanne in Höhe von € 23,50. Sollte dem Unternehmen neben der Erreichung seiner Planzahlen auch eine umfassende und aufklärende Informationspolitik gelingen, so sehen wir ein erhebliches Potential für den Kurs der Aktie der Eckert & Ziegler AG.

Appendix

Planbilanz der Eckert & Ziegler AG

	31. Dez 98		31. Dez 99e		31. Dez 00e		31. Dez 01e		31. Dez 02e		31. Dez 03e	
	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €
AKTIVA												
Firmenwert			4.839	2.474	4.301	2.199	3.763	1.924	3.226	1.649	2.688	1.374
A. Anlagevermögen												
Immaterielle Vermögensgegenstände	93	48	92	47	92	47	92	47	92	47	92	47
Sachanlagen	10.126	5.178	15.182	7.762	16.712	8.544	17.907	9.155	17.923	9.164	18.913	9.670
Finanzanlagen	242	124	191	98	135	69	74	38	74	38	74	38
Summe Anlagevermögen	10.462	5.349	15.464	7.907	16.938	8.660	18.072	9.240	18.088	9.248	19.078	9.755
B. Umlaufvermögen												
Vorräte	2.314	1.183	2.880	1.473	3.010	1.539	3.337	1.706	3.757	1.921	4.085	2.089
Anzahlungen	155	79	15	8	-	-	-	-	-	-	-	-
Forderungen LuL	2.567	1.313	3.902	1.995	4.920	2.516	6.005	3.070	8.034	4.108	10.854	5.550
Sonstige Forderungen	609	311	609	311	609	311	609	311	609	311	609	311
Gewährte Darlehen												
Liquide Mittel, Bankguthaben	9.671	4.945	33.757	17.260	35.830	18.320	41.960	21.454	52.104	26.640	64.615	33.037
Summe Umlaufvermögen	15.317	7.831	41.163	21.046	44.369	22.686	51.912	26.542	64.503	32.980	80.163	40.987
C. Rechnungsabgrenzungsposten	21	11	21	11	21	11	21	11	21	11	21	11
SUMME AKTIVA	25.799	13.191	61.487	31.438	65.629	33.556	73.768	37.717	85.838	43.888	101.950	52.126
PASSIVA												
D. Eigenkapital												
Grundkapital	5.009	2.561	5.867	3.000	5.867	3.000	5.867	3.000	5.867	3.000	5.867	3.000
Kapitalrücklage			29.267	14.964	29.267	14.964	29.267	14.964	29.267	14.964	29.267	14.964
Gewinnvortrag	2.684	1.372	535	273	2.453	1.254	7.597	3.884	14.358	7.341	24.198	12.372
Jahresüberschuß	-		1.918	981	5.144	2.630	6.761	3.457	9.840	5.031	14.398	7.362
Summe Eigenkapital	7.693	3.933	37.587	19.218	42.731	21.848	49.493	25.305	59.332	30.336	73.730	37.698
E. Sonderposten mit Rücklageanteil	4.676	2.391	8.407	4.298	9.026	4.615	10.812	5.528	10.422	5.329	9.989	5.107
F. Rückstellungen												
Steuerrückstellungen	1.078	551	3.305	1.690	5.356	2.738	4.472	2.287	6.264	3.203	7.625	3.898
Pensionsrückstellungen	240	123	279	143	320	164	361	185	404	207	446	228
Sonstige Rückstellungen	1.755	897	1.685	862	1.685	862	1.685	862	1.685	862	1.685	862
Summe Rückstellungen	3.073	1.571	5.270	2.694	7.361	3.763	6.519	3.333	8.353	4.271	9.756	4.988
G. Verbindlichkeiten												
Darlehen	8.573	4.383	7.173	3.667	4.292	2.194	4.292	2.194	4.292	2.194	3.782	1.934
Sonstige	1.784	912	3.050	1.559	2.218	1.134	2.653	1.357	3.438	1.758	4.693	2.399
Summe Verbindlichkeiten	10.357	5.296	10.223	5.227	6.510	3.329	6.945	3.551	7.730	3.952	8.475	4.333
H. Pas. Rechnungsabgrenzungsposten												
SUMME PASSIVA	25.799	13.191	61.487	31.438	65.629	33.555	73.768	37.717	85.838	43.888	101.950	52.126

Plan-Gewinn- und Verlust-Rechnung der Eckert & Ziegler AG

	1998		1999e		2000e		2001e		2002e		2003e	
	TDM	T€ %	TDM	T€ %	TDM	T€ %	TDM	T€ %	TDM	T€ %	TDM	T€ %
Umsatzerlöse	3.279	1.677 40,8%	23.353	11.940 86,8%	32.170	16.448 90,3%	40.243	20.576 92,0%	56.013	28.639 100,0%	77.904	39.832 100,0%
Bestandsveränderungen	- 61	- 31 0,8%	3.554	1.817 13,2%	3.445	1.761 9,7%	3.502	1.791 8,0%				
Aktivierete Eigenleistungen	4.813	2.461 59,9%	26.907	13.757 100,0%	35.615	18.210 100,0%	43.745	22.367 100,0%	56.013	28.639 100,0%	77.904	39.832 100,0%
Gesamtleistung	8.031	4.106 100,0%	26.907	13.757 100,0%	35.615	18.210 100,0%	43.745	22.367 100,0%	56.013	28.639 100,0%	77.904	39.832 100,0%
Materialaufwand	3.261	1.667 40,6%	7.826	4.001 29,1%	10.413	5.324 29,2%	13.517	6.911 30,9%	17.637	9.018 31,5%	26.687	13.645 34,3%
Rohrertrag	4.771	2.439 59,4%	19.081	9.756 70,9%	25.202	12.885 70,8%	30.229	15.456 69,1%	38.375	19.621 68,5%	51.217	26.187 65,7%
Personalaufwand	3.077	1.573 38,3%	9.562	4.889 35,5%	10.197	5.214 28,6%	11.502	5.881 26,3%	13.482	6.893 24,1%	17.795	9.098 22,8%
Sonstige betriebliche Erträge	4.456	2.278 55,5%	6.226	3.184 23,1%	3.293	1.684 9,2%	4.590	2.347 10,5%	2.399	1.227 4,3%	2.543	1.300 3,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.573	2.338 56,9%	3.510	1.795 13,0%	3.901	1.994 11,0%	4.210	2.153 9,6%	4.652	2.378 8,3%	4.971	2.542 6,4%
Einstellung in den SoPoRt			5.025	2.569 18,7%	2.600	1.329 7,3%	4.290	2.194 9,8%	2.099	1.073 3,7%	2.243	1.147 2,9%
Auflösung SoPoRt			1.294	662 4,8%	1.980	1.013 5,6%	2.505	1.281 5,7%	2.488	1.272 4,4%	2.676	1.368 3,4%
EBITDA	1.577	806 19,6%	8.505	4.348 31,6%	13.778	7.044 38,7%	17.322	8.857 39,6%	23.029	11.775 41,1%	31.427	16.068 40,3%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1.263	646 15,7%	2.028	1.037 7,5%	3.040	1.554 8,5%	3.562	1.821 8,1%	3.809	1.947 6,8%	3.935	2.012 5,1%
Abschreibung Firmenwert IPL			538	275 2,0%	538	275 1,5%	538	275 1,2%	538	275 1,0%	538	275 0,7%
Betriebsergebnis (EBIT)	314	161 3,9%	5.939	3.037 22,1%	10.200	5.215 28,6%	13.222	6.760 30,2%	18.683	9.552 33,4%	26.954	13.782 34,6%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	344	176 4,3%	995	509 3,7%	570	291 1,6%	431	220 1,0%	431	220 0,8%	426	218 0,5%
Zinsen und ähnliche Erträge	102	52 1,3%	161	82 0,6%	151	77 0,4%	187	96 0,4%	366	187 0,7%	688	352 0,9%
Zinseffekt aus IPO			439	224 1,6%	891	456 2,5%	905	463 2,1%	905	463 1,6%	905	463 1,2%
Ergebnis d. gewöhnl. Geschäftstätigkeit	72	37 0,9%	5.544	2.834 20,6%	10.673	5.457 30,0%	13.884	7.099 31,7%	19.523	9.982 34,9%	28.121	14.378 36,1%
Außerordentliche Aufwendungen (IPO-Kosten)			1.463	748 5,4%								
Ergebnis vor EE-Steuern (EBET)	72	37 0,9%	4.080	2.086 15,2%	10.673	5.457 30,0%	13.884	7.099 31,7%	19.523	9.982 34,9%	28.121	14.378 36,1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-	-	2.163	1.106 8,0%	5.528	2.827 15,5%	7.122	3.642 16,3%	9.683	4.951 17,3%	13.723	7.016 17,6%
Steuerquote			53,0%		51,8%		51,3%		49,6%		48,8%	
Gewinn- / Verlustvorträge aus dem Vorjahr	463	237 5,8%										
Jahresüberschuß	535	273 6,7%	1.918	981 7,1%	5.144	2.630 14,4%	6.761	3.457 15,5%	9.840	5.031 17,6%	14.398	7.362 18,5%
Bereinigungsposten DVFA/SG			2.441	1.248	299	153	869	445	- 196	- 100	- 222	- 113
Ergebnis nach DVFA/SG	535	273 6,7%	4.359	2.229 16,2%	5.443	2.783 15,3%	7.631	3.902 17,4%	9.643	4.931 17,2%	14.176	7.248 18,2%
Anzahl der Aktien in Tsd	3.000		3.000		3.000		3.000		3.000		3.000	
Ergebnis je Aktie in DM/€ nach DVFA/SG	0,18	0,09	1,45	0,74	1,81	0,93	2,54	1,30	3,21	1,64	4,73	2,42

* in Prozent der Gesamtleistung

Plan-Kapitalflußrechnung der Eckert & Ziegler AG

	1999e		2000e		2001e		2002e		2003e	
	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €	TDM	Tsd. €
Gewinn lt. GuV	1.918	981	5.144	2.630	6.761	3.457	9.840	5.031	14.398	7.362
zuzgl. AfA	2.028	1.037	3.040	1.554	3.562	1.821	3.809	1.947	3.935	2.012
zuzgl. AfA Firmenwert	538	275	538	275	538	275	538	275	538	275
zuzgl. Erhöhung Sopo	3.731	1.908	619	317	1.785	913	- 389	- 199	- 433	- 222
zuzügl. Erhöhung Rückstellungen	954	488	1.281	655	- 1.654	- 846	1.488	761	1.557	796
zuzügl. Erhöhung passive RAP										
Cash Flow nach DVFA/SG	9.168	4.688	10.622	5.431	10.993	5.620	15.285	7.815	19.994	10.223
abzügl. Erhöhung Forderungen	- 1.335	- 682	- 1.018	- 521	- 1.084	- 554	- 2.029	- 1.037	- 2.820	- 1.442
zuzügl. Erhöhung Verbindl.	1.266	647	- 832	- 425	435	222	785	401	1.254	641
abzügl. Erhöhung Vorräte	- 566	- 289	- 130	- 66	- 328	- 168	- 419	- 214	- 329	- 168
abzügl. Erhöhung gel. Anzahlungen	140	72	15	8						
abzügl. Erhöhung sonst. Ford.										
CF aus betrieblicher Tätigkeit	8.674	4.435	8.657	4.426	10.016	5.121	13.622	6.965	18.099	9.254
Sachinvestitionen	- 3.528	- 1.804	- 1.125	- 575	- 1.255	- 642	- 3.825	- 1.956	- 4.925	- 2.518
Eigenleistung	- 3.554	- 1.817	- 3.445	- 1.761	- 3.502	- 1.791				
Finanzinvestitionen	- 6.613	- 3.381	56	29	61	31				
CF aus Investitionstätigkeit	-13.695	- 7.002	- 4.514	- 2.308	- 4.696	- 2.401	- 3.825	- 1.956	- 4.925	- 2.518
CF aus Finanzierung	28.737	14.693	- 2.789	- 1.426					- 510	- 261
Gesamt CF	23.716	12.126	1.354	692	5.319	2.720	9.797	5.009	12.664	6.475

Quellen:

- Eckert & Ziegler AG
- Value Research Data
- Bloomberg
- I.B.E.S.
- Nelson
- BBI Biomedical Business International
- SG Cowen
- Deutsches Ärzteblatt

Glossar

Angioplastie	klinisch gebräuchliche Bezeichnung für Verfahren der Gefäßchirurgie zur Beseitigung kurzstreckiger Gefäßverengungen
Dosimetrie	Strahlendosismeßverfahren
Hyperplasie	Vergrößerung eines Gewebes oder Organs durch Zunahme der Zellzahl bei unveränderter Zellgröße. Eine Hyperplasie wird zum Beispiel durch vermehrte funktionelle Belastung oder hormonelle Stimulation verursacht
Invasiv	eindringend
Isotope	Isotope sind unterschiedliche Atomarten des gleichen chemischen Elements. Sie unterscheiden sich in ihrer Neutronenzahl, haben aber in der Regel gleiche chemische Eigenschaften. Da sie unterschiedliche Arten der radioaktiven Wirkung zeigen können, und in den unterschiedlichsten Geweben bzw. biochemischen Wirkungszyklen einen Strahlenwirkung entfalten, werden sie in der Strahlentherapie und der Diagnostik eingesetzt
Kardiologie	Lehre vom Herzen und seinen Erkrankungen als Teilgebiet der inneren Medizin
Karzinom	maligner Tumor, siehe auch Malign
Malign	Wortteil mit der Bedeutung böse, zu maligne=bösartig
Mortalität	Sterbehäufigkeit
Onkologie	Lehre von den Tumoren und tumorbedingten Krankheiten
Ophtalmologie	Augenheilkunde
Proktitis	Mastdarmentzündung, oft eine Folge oder ein Symptom anderer Erkrankungen
Retinoblastom	Im Kindes- und Jugendalter vorkommender maligner Netzhauttumor
Restenosen	Wiederholtes Auftreten von Stenosen
Seeds	von engl. Samenkörner, kleine radioisotopenhaltige Nadeln oder Körper zur Strahlentherapie (s.a. Isotop)
Stenosen	Angeborene oder erworbene Verengung, Enge oder Einengung von Blutgefäßen
Stents	Medizinisches Gerät, das in ein Gefäß eingebracht wird, um Stenosen und Restenosen vorzubeugen
Scaling-Up	Umsetzung vom Labormaßstab in die Praxis
Uretheritis	Entzündung der Harnröhrenschleimhaut
Zystitis	Blasenkatarrh, Blasenentzündung. Entzündung der Blaseschleimhaut, in schweren Fällen auch der Blasenwand

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, die Value Research für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können alle unvollständig oder zusammengefaßt sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Dieses Dokument wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person weiterverteilt werden.

Eine Investitionsentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG muß auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der von der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG und der zuständigen Wertpapieraufsicht genehmigt ist und darf nicht auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die in diesem Dokument besprochenen Investments können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage unpassend sein. Privatanleger sollten vor der Erteilung einer Order in jedem Fall den Ratschlag Ihrer Bank, Ihres Brokers oder Ihres Investment- oder Vermögensberaters einholen.

Value Research und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Repräsentanten, Aktionäre, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Value Research kann diese Wertpapiere am offenen Markt, für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Weiterhin kann Value Research und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften die in diesem Bericht genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und können, soweit im Rahmen gesetzlicher Möglichkeiten erlaubt, die beinhaltenen Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Value Research ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüsse resultieren oder resultieren werden.

Der Preis oder Wert des Investments, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Investition in einer Währung oder von einer Währungsbasis aus eingegangen wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und das Einkommen aus der Investition haben. Zurückliegende Wert-, Preis- oder Kursentwicklungen geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung des Investments. Value Research übernimmt keine Garantie dafür, daß der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluß auf die angestrebten Erträge haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen.

Dieser Bericht ist vertraulich und wird nur einem ausgewählten Empfängerkreis zugänglich gemacht.

Dieses Dokument ist im Vereinigten Königreich nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die die berechtigten Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Order 1996 (in derzeit geltender Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, daß es direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet wird.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht oder übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Es kann nicht ausgeschlossen werden, daß dieses Dokument im Auftrag des untersuchten Unternehmens erstellt worden ist.



Value Research GmbH & Co. KG

Am Kronberger Hang 5 • 65824 Schwalbach/Ts.

Telefon +49 / 6196 / 88 00-200 • Telefax +49 / 6196 / 88 00-299

<http://www.value-research.de> • Bloomberg: VMR <Go>

E-Mail: info@value-research.de