

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 3,65 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
31. März 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:
3,3 Mio.

Marktkapitalisierung:
11,9 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,035 %

Beta: 0,8

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: Q2 2003
am 12. August 2003

DPS 2002e: -

ISIN DE0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
www.LBBW.de

Eckert & Ziegler

13. Mai 2003

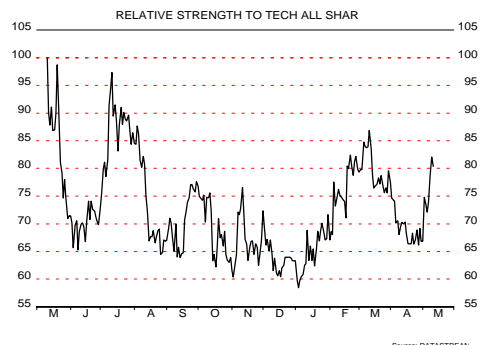
USD belastet den Umsatz

Eckert & Ziegler musste im ersten Quartal 2003 einen Umsatzrückgang um fast 16 % hinnehmen. Selbst währungsbereinigt war ein Rückgang von rund 4 % zu verzeichnen. Die Ergebnisse waren darüber hinaus durch Rechnungslegungsänderungen nach US-GAAP belastet. Das Unternehmen behält seine Prognosen „vor Bilanzierungsänderung“ aber unverändert bei.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€				
2002	0,11	0,11	0,4	1,5	34,3
2003e*	0,30	0,31	0,4	1,9	12,0
2004e	0,44	0,48	0,4	1,5	8,4

Unternehmenszahlen	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBIT-Marge	Nettoergebnis
	Mio. €	Mio. €	Mio. €		Mio. €
2002	31,2	6,3	2,0	6,4%	0,3
2003e*	29,7	5,0	1,4	4,7%	1,0
2004e	31,9	6,6	2,6	8,1%	1,4

* ohne Einmalaufwendungen aus SFAS 143



Stenogramm

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + First Mover im Bereich Brachytherapie in Europa
- + Erste Kooperation im Biotech-Bereich
- + Kooperation mit Theragenics
- + Unseres Erachtens günstige Einstiegschance

- Umsatzrückgang auch währungsbereinigt
- SFAS 143 belastet das Ergebnis
- Geringe Erfahrung in der Medikamentenentwicklung
- Hohe Entwicklungsrisiken

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie

Isotopenspezialist**Geschäftstätigkeit**

- Eckert & Ziegler (EZAG) ist ein Isotopenhersteller mit Sitz in Berlin. Die Produkte des Unternehmens finden im industriellen und im medizinischen Bereich Anwendung, beispielsweise als Strahlenquellen für Detektionsgeräte, aber auch als therapeutische Produkte in der Krebsbehandlung (sogenannte Seeds).
- Zum Ende des ersten Geschäftsquartals 2003 waren 190 Personen bei dem Berliner Unternehmen beschäftigt. 27 weitere Personen, die bei der NEMOD AG, dem Biotech-Unternehmen, in dem EZAG seine Immunologie-Projekte bündelt, zählen nicht zum Personalstamm der EZAG, da die NEMOD nicht bei der EZAG konsolidiert wird.

Deutlicher Umsatzrückgang**Entwicklung im ersten Geschäftsquartal 2003 (y-o-y)**

- Umsatz ging um 15,8 % auf 6,8 Mio. € zurück
- EBITDA sinkt um 23,3 % auf 0,9 Mio. €
- EBIT sinkt um 98,1 % auf 4 000 €
- Nettoergebnis steigt - u. a. durch Gewinne aus Währungssicherungsgeschäften - um 75 % auf 0,2 Mio. €
- EPS stieg von 0,03 € auf 0,05 €

Bereits ohne Rechnungslegungsumstellung negativ berührt**nach SFAS 143**

- Nettoergebnis sinkt von 0,1 Mio. € auf minus 0,5 Mio. €
- EPS sinkt von 0,03 € auf minus 0,16 €
- Bei der Umstellung nach SFAS 143 geht es im Wesentlichen darum, dass EZAG Entsorgungsrückstellungen bilden muss, mit denen sämtliche Verpflichtungen zur Dekontaminierung radioaktiv kontaminierter Anlagegegenstände abgedeckt werden können. Neu daran ist die Verpflichtung, die Entsorgungskosten so zu berechnen, als ob man die Arbeiten bei einem Dritten in Auftrag gäbe. Die knapp 0,7 Mio. € hohe Belastung aus der erstmaligen Berücksichtigung sind nach Angaben des Managements einmalig. Sie sollen sich ohne weitere Erhöhung durch das Geschäftsjahr ziehen.
- EZAG wurde zwar auch von den konjunkturellen Rahmenbedingungen negativ berührt, allerdings geht ein großer Teil der Umsatzeinbußen auf das Konto von Währungseffekten bei der Konsolidierung, da EZAG mehr als zwei Drittel seiner Umsätze in den USA generiert.
- Die Ergebnisgrößen litten unter den gleichen Einflüssen, wurden aber auch von anderen Faktoren tangiert. So konnten die Investitionen in das neue Geschäftsfeld Biotechnologie durch eine Konzentration auf wenige, erfolgversprechende Projekte deutlich zurückgefahren werden.
- Schließlich ist zu beachten, dass die Ergebnisgrößen der EZAG oft durch Sondereinflüsse verzerrt werden. So profitierte das Unternehmen 2001 von Zahlungen nach einem für EZAG positiv entschiedenen Rechtsstreit. Das laufende und das folgende Geschäftsjahr dürften von der Kooperation mit dem US-amerikanischen Unternehmen Theragenics ebenfalls wieder positiv beeinflusst werden.

Änderungen in US-GAAP belasten zusätzlich**SFAS 143: Änderung der Rechnungslegungsvorschriften für Entsorgungsrückstellungen****Konjunkturelle und währungsbedingte Einflüsse****Geringere Biotechinvestitionen****EZAG weist „regelmäßig Sondereinflüsse“ auf**

Kooperation mit Theragenics**Abschlags- und Meilensteinzahlungen in Höhe von insgesamt rund 6 Mio. €****Nachfrage nach Neugeräten mit Strahlenquellen steigt****Ersatzbedarf****Konkurrenz durch medikamentenbeschichtete Stents****Noch geringe Verbreitung der Brachytherapie in Europa****Fehlende Kostenerstattung in fast ganz Europa****Ausblick**

- EZAG gab im Februar den Abschluss eines Kooperationsvertrags mit dem US-amerikanischen Unternehmen Theragenics bekannt. Der Vertrag umfasst den Bau einer Produktionslinie für Prostataimplantate, die Übertragung des US-Geschäfts in diesem Segment an Theragenics sowie die Belieferung mit Permanentimplantaten zur Behandlung von Prostatakrebs bis zur Inbetriebnahme der Produktionslinie. Darüber hinaus erhält die EZAG-Tochter BEBIG Vertriebsrechte an Theragenics-Produkten für Europa.
- Der Kooperationsvertrag ist kurzfristig mit Abschlags- und Meilensteinzahlungen an EZAG verbunden, von denen im laufenden Geschäftsjahr 4 Mio. USD und im kommenden nochmals 2 Mio. USD wirksam werden sollen. Dazu kommen noch Erträge für die Lieferung der Permanentimplantate während des Aufbaus der Produktionslinie.
- Für ein moderates Wachstum der Bereiche Nuclear Imaging und Industrie spricht eine jeweils wachsende Nachfrage nach Neugeräten, die mit Strahlenquellen der EZAG ausgerüstet werden. Innerhalb des Bereichs Nuclear Imaging sind darunter vor allem Positronen-Emissions-Tomographen (PET) zu nennen, und im Bereich Industrie geht es vor allem um sicherheitstechnische Einrichtungen, beispielsweise Detektionsgeräte an Flughäfen. Zu der Nachfrage über die Neugerätstellung kommt noch die Ersatznachfrage nach Strahlenquellen, die je nach Halbwertszeit bereits nach mehreren Monaten ausgetauscht werden müssen.
- Für den Bereich Kardiologie sind wir pessimistisch. Das Geschäft mit radioaktiv beschichteten Koronarstents dürfte mit einer zunehmenden Verbreitung medikamentös beschichteter Stents, für die nach Johnson & Johnson nun auch Boston Scientific eine Zulassung erhalten hat, tendenziell auf Null zurückgehen, nachdem im ersten Quartal nur noch ein Viertel des Vorjahreswertes erreicht wurde. Wir rechnen nicht damit, dass EZAG nach dem Ablauf der Mindestabnahmevereinbarungen mit Novoste noch Umsätze in diesem Bereich erwirtschaften kann. Zwar arbeiten EZAG und Novoste an der Therapie von peripheren Gefäßen mit radioaktiv beschichteten Stents; allerdings sehen wir das Risiko, dass die Hersteller medikamentös beschichteter Koronarstents auch in diesen Bereich vorstoßen.
- Im Bereich Onkologie sehen wir mittelfristig überdurchschnittliche Wachstumspotenziale. Im Vergleich zu den USA ist die Methode der Behandlung von Prostatakrebs mit Permanentimplantaten noch wenig verbreitet. Die Vorteile der Therapie, die vor allem für Prostatakrebs im Frühstadium in Frage kommt, sprechen jedoch unseres Erachtens für zukünftig höhere Behandlungszahlen:
 - Geringeres Inkontinenzrisiko,
 - Geringeres Impotenzrisiko,
 - Schnellere, ambulante Behandlung
- Dem steht aber im Moment noch die Problematik einer fehlenden generellen Kostenerstattung durch die Krankenkassen entgegen. Diese konnte bislang nur in Belgien, also einem eher kleinen Markt, erreicht werden. In den größten europäischen Märkten Deutschland und Frankreich existieren aber der-

DRGs eher eine mittelfristige Chance

EBM 2000plus und HTA: Kostenerstattung im ambulanten Bereich?

Peer-Group-Betrachtung kaum möglich

Biotech-Bereich noch zu jung für einen Vergleich mit Spezialisten

Unseres Erachtens überzogene Reaktion auf die Quartalszahlen

zeit nur die drei Alternativen einer Kostenerstattung über das Budget des behandelnden Krankenhauses, die Erstattung durch die Krankenkassen auf Einzelantrag (die aber bei den Gesetzlichen Krankenkassen nur schwer durchsetzbar ist) sowie die Möglichkeit für die Patienten, die Behandlung selbst zu bezahlen.

- Eine Kostenübernahme in Deutschland im Rahmen der Diagnosis Related Groups (DRGs) ist prinzipiell denkbar, da die Therapie in den DRGs abgebildet ist; diese spiegelt die Kosten der Therapie nach Ansicht der EZAG nicht adäquat wider, so dass hier noch Verhandlungen über Anpassungen des Abrechnungsbetrages laufen. Hinzu kommt, dass für die Einführung von DRGs im Krankenhausbereich Übergangsfristen bis 2007 vorgesehen sind.
- Parallel dazu laufen momentan auch Verhandlungen über eine generelle Kostenerstattung der Brachytherapie im ambulanten Bereich (EBM 2000plus Katalog und Health Technology Assessment HTA). Definitive Entscheidungen hierzu erwarten wir aber frühestens 2004. Für Frankreich gehen wir von einem vergleichbaren Zeitraum für eine Kostenerstattung aus.
- Ab 01. Juli 2003 muss EZAG die NEMOD AG konsolidieren. Umsatzseitig rechnen wir dabei mit keinen Änderungen. Auf der Ergebnisseite zeigt EZAG auch bisher schon das Ergebnis der NEMOD in voller Höhe als F&E-Aufwand, so dass sich aus der Konsolidierung lediglich eine Umgruppierung der Aufwandspositionen in der GuV ergeben sollte.
- Vor dem Hintergrund der schlechter als erwarteten Umsatzentwicklung passen wir unsere Prognosen leicht an. Wir berücksichtigen die Einmalaufwendungen aus SFAS 143 bei der Berechnung des EPS nicht.

Empfehlung

- Eine Peer-Group-Bewertung ist für EZAG fast nicht möglich. Medizintechnikunternehmen des Prime Standard der Deutschen Börse sind unseres Erachtens auf Grund unterschiedlicher Geschäftsmodelle nicht mit der EZAG vergleichbar. Bei Unternehmen hingegen, die wir für vergleichbar halten, ist die verfügbare Datenbasis zu dünn, als dass wir darauf eine verlässliche Bewertung basieren ließen.
- Der in der Vergangenheit vom Unternehmen erfolgte Hinweis, man könne durch den Einstieg in die Biotechnologie auch mit entsprechenden Spezialisten verglichen werden, halten wir auf Grund des Stadiums, in dem sich die Biotechnologieprojekte der EZAG befinden, für verfrüht.
- Die Aktie konnte seit unserer letzten Kaufempfehlung Kursgewinne in Höhe von zeitweise fast 25 % erzielen. Charttechnisch befindet sich die Aktie in einem kurzfristigen Aufwärtstrend und hatte die wichtige Widerstandsmarke von 4 € überwunden. Nach den Quartalszahlen, die auf den ersten Blick enttäuschten, waren heute wieder Rückgänge um rund 10 % zu verzeichnen. Wir halten diese Reaktion für überzogen, da in den Folgequartalen mit deutlichen Umsatz- und Ergebnisbeiträgen aus der Theragenics-Kooperation zu rechnen ist. Wir sehen in dem Kursrückgang Chancen für einen neuerlich günstigen Einstieg und empfehlen weiterhin, die Aktie der EZAG zu kaufen.

Gewinn- und Verlustrechnung	2002	2003e*	2004e
Mio. €			
Umsatz	31,2	29,7	31,9
Herstellungskosten	-16,0	-16,3	-16,9
Bruttoergebnis	15,3	13,3	15,0
<i>Marge</i>	<i>48,9%</i>	<i>45,0%</i>	<i>47,0%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-3,4	-1,2	-1,1
Allgemeine Verwaltungskosten	-11,3	-10,7	-11,3
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,4	0,0	0,0
EBITDA	6,3	5,0	6,6
<i>Marge</i>	<i>20,0%</i>	<i>16,9%</i>	<i>20,5%</i>
Abschreibungen und Firmenwertabschreibungen	-4,3	-3,6	-4,0
EBIT	2,0	1,4	2,6
<i>Marge</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,7%</i>	<i>8,1%</i>
Finanzergebnis	-1,1	0,2	-0,2
Ergebnis vor Steuern	0,9	1,6	2,4
<i>Marge</i>	<i>2,9%</i>	<i>5,5%</i>	<i>7,4%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,6	-0,7	-0,9
Ergebnis nach Steuern	0,3	1,0	1,4
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,4%</i>
Minderheiten	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	0,3	1,0	1,4
<i>Marge</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,4%</i>
Gewinn je Aktie (€)	0,11	0,30	0,44

* ohne Einmalaufwendungen aus SFAS 143

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.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen die Gesellschaft am Markt betreuen, und Aktien der Gesellschaft im Handelsbestand haben.

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.