

Basisstudie

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe
 +49 69 71 91 838-46
 roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals NEUTRAL)

Fairer Wert

€ 27,44

(vormals € 24,00)

Geschäftsbericht 2009 - Operative Bestmarken

- Rekordumsatz und bestes operatives Ergebnis in der Firmengeschichte
- Auch 2009 stark geprägt durch Sondereffekte
- Zwei erfolgreiche Kapitalerhöhungen
 - Finanzierung der Akquisition der Nuclitec GmbH
 - Ausbau des Segments Umweltdienste
 - Erhöhung der strategischen Flexibilität
 - Verbesserung der Bilanzqualität: EK-Quote nunmehr 54%
- Bereits deutlicher Umsatz- und Ergebnisbeitrag seitens der Nuclitec
- Segment Therapie durch Turnaround der IBt trägt wesentlich zum Konzernerfolg bei
 - Gewinnschwelle nachhaltig erreicht
 - Sondereffekt durch Auflösung der Rückstellung
 - Wiedereintritt in den US-Therapiemarkt
 - 2010: Übernahmeangebot an IBt-Aktionäre führt zu deutlichem Ausbau der Beteiligung und erhöht die Partizipation am wirtschaftlichen Erfolg des Tochterunternehmens auf nunmehr 72%
- Dividendenvorschlag für 2009: €0,45 (Vorjahr: €0,30)

Die Eckert und Ziegler AG (EZAG) ist ein Spezialist für die Handhabung und Verarbeitung von radioaktiven Stoffen. Sie produziert radioaktive Komponenten und Stoffe für die Messtechnik, die nuklearmedizinische Bildgebung sowie die Diagnose und Behandlung von Krebs. In vielen Nischen des Isotopenmarktes ist der Konzern dabei global oder zumindest europaweit führend. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen einen Gesamtumsatz von €101,4 Mio. generiert (+41,6% i. Vgl. z. Vorjahr) und dabei einen Ertrag i.H.v. €7,5 Mio. nach Minderheiten und ohne Sondereffekte erwirtschaftet. Dies entspricht einer Steigerung der Profitabilität aus der fortlaufenden Geschäftstätigkeit um 116% im Vergleich zum Vorjahr. Das EBIT beträgt ohne Sondereffekte €14,6 Mio. und hat sich damit im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls mehr als verdoppelt (+116%, c.p.); die EBIT-Marge verbesserte sich dabei um knapp 5%-Punkte. Der operative Liquiditätszufluss erreichte mit €22,1 Mio. einen neuen Rekord (+157%); der Barmittelbestand zum Ende der Berichtsperiode beträgt €43,7 Mio.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2009	101,4	27,9	16,4	15,2	7,5	1,97	0,30	16,2%	7,4%
2010e	109,8	21,7	15,6	13,8	8,4	1,60	0,45	14,2%	7,7%
2011e	118,7	25,2	18,7	16,8	10,4	1,98	0,51	15,7%	8,8%
2012e	128,1	29,1	22,1	20,1	12,6	2,40	0,59	17,2%	9,9%
2013e	137,1	33,2	25,7	23,7	15,0	2,85	0,72	18,7%	10,9%

Quelle: BankM-Research

Branche	Medizintechnik
WKN	565970
ISIN	DE0005659700
Bloomberg/Reuters	E UZ GY Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzbericht Q1/2010	4. Mai 2010
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	Prime Standard

Finanzkennzahlen	2010e	2011e	2012e
EV/Umsatz	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,0	6,0	5,2
EV/EBIT	9,7	8,1	6,9
P/E bereinigt	13,5	11,0	9,0
Preis/Buchwert	1,4	1,3	1,1
Preis/FCF	-1,2	4,0	2,5
ROE	11,2	12,8	14,2
Dividendenrendite	2,1	2,4	2,7

Anzahl Aktien (Mio. Stück)	5.260
Markt.kap. / EV (Mio. €)	114,2/ 152,1
Free float	62,1%
Ø tägl. Handelsvol. (3M in T€)	471,6
12 Monate hoch/tief (XETRA-Schluss)	€ 24.887.55
Kurs 09.04.2010 (XETRA-Schluss)	21,71
Performance	1M 6M 12M
absolut	-8,4 11,8 174,8
relativ	-7,7 -17,6 110,0
Vergleichsindex	MEDTECH PERFORM.



Eckert & Ziegler AG (blau/schwarz), Performance 1 Jahr vs. DAX Subsector MedTech (rot/grau)
 Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko.

Inhalt

INVESTITIONSKRITERIEN	3
UNTERNEHMENSPROFIL	3
Geschäftsmodell	3
Aktuelle Entwicklungen im GJ 2009 bis heute	5
Unternehmensgeschichte	8
Management	10
Aktionärsstruktur	11
Produkte	11
MÄRKTE UND STRATEGIEN	16
Segment 1 - Therapie	16
Segment 2 - Industrie	18
Segment 3 - Radiopharmazie	20
ERTRAGS-, VERMÖGENS- UND FINANZLAGE	20
Gewinn- und Verlustrechnung / Segmentbetrachtung	21
Kapitalflussrechnung	22
Bilanz	24
BEWERTUNG	26
DCF-Analyse	26
Peer Group-Vergleich	29
Bewertungsfazit	30
ENTWICKLUNG DER AKTIE	31
SWOT-ANALYSE	32
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	33

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Investitionskriterien

- Führende Stellung in zahlreichen Nischen des Radioisotopen-Marktes, in vielen Produktgruppen dabei europaweiter oder globaler Marktführer
- Breite Diversifizierung des Portfolios reduziert das Risiko gegenüber negativen produktspezifischen und makroökonomischen Einflüssen
- Ein seit Jahren eingespieltes, erfahrenes Management-Team, das wiederholt gezeigt hat, dass es sich anbietende Opportunitäten erkennen und durch strategische Maßnahmen (ausgeprägte Akquisitionsaktivität) ausnutzen kann
- Neues Geschäftsfeld „Umweltdienste“ (Aufbereitung von radioaktiven Abfällen) vergrößert die Wertschöpfungstiefe
- Seit fünf Jahren zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz
- Seit fünf Jahren durchgängig profitabel
- Das Management hat die angekündigten Unternehmensziele immer umgesetzt. So wurden in 2009 die €100 Mio.-Umsatzschwelle überschritten sowie die Ertragskraft und Selbstfinanzierung deutlich gestärkt.

Unternehmensprofil

Geschäftsmodell

Die Eckert & Ziegler AG (EZAG) ist eine Holding mit mehreren weltweit operativ tätigen Tochterunternehmen, die in drei Segmenten mit jeweils homogenen Kundengruppen zusammengefasst sind. Im Segment „Therapie“ finden sich dabei Produkte für Strahlentherapeuten, insbesondere schwach radioaktive Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs, das Segment Radiopharmazie bündelt Artikel für Nuklearmediziner, und im Segment Industrie sind messtechnische Komponenten und radioaktive Rohmaterialien zusammengefasst.

Insgesamt umfasst das Produktspektrum des Konzerns 16 Hauptproduktgruppen:

Segment Therapie

1. Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs
2. Tumorbestrahlungsgeräte
3. Therapiezubehör
4. Ophthalmologische Produkte
5. Sonstige Therapieprodukte

Segment Industrie

6. Radioaktive Komponenten für die industrielle Messtechnik
7. Strahlenquellen für die nuklearmedizinische Bildgebung
8. Kalibrier- und Messquellen
9. Rohisotope und sonstige Produkte
10. Umweltdienste
11. Quellenentsorgung

**Breites, diversifiziertes
Produktportfolio**

Segment Radiopharmazie

12. Radioaktive Kontrastmittel (FDG)
13. Synthesemodule (Modular Lab)
14. Generatoren für Radioisotope (Zyklotrone)
15. Radiopharmazeutika (Yttrium-90)
16. Auftragsfertigung

Stärke: Erkennen und Realisieren von Opportunitäten

In seiner Geschichte hat das Unternehmen mehrfach strukturelle Maßnahmen ergriffen, um sich strategisch in den oben genannten Märkten zu positionieren und somit flexibel auf Marktveränderungen und Opportunitäten zu reagieren. Dies äußert sich u.a. in Unternehmens- und Produktzukaufen aber auch in Desinvestitionen einzelner Geschäftsfelder, die in den Augen des Managements nicht oder nicht mehr ausreichend rentabel im Sinne der Eigenkapitalrendite sind.

Darüber setzt der Konzern auf eigene Entwicklungsaktivitäten. Beispielhaft seien an dieser Stelle die Synthesemodulefamilie „Modular Lab“ sowie verbesserte Implantate zur Behandlung von Prostatakarzinomen genannt.

Risikostreuung durch Diversifikation des Produktportfolios

Obwohl die gemeinsame Basis der unternehmerischen Wertschöpfung ausschließlich in der Verarbeitung und Vermarktung von Radioisotopen liegt, ist das Unternehmen durch die klar abgegrenzten Anwendungsgebiete - und damit einhergehend die unterschiedlichen Adressaten der einzelnen Segmente - durchaus breit diversifiziert. Dies führt zu unterschiedlichen Sensitivitäten gegenüber marktspezifischen und makroökonomischen Einflüssen und reduziert in Summe die Anfälligkeit des Konzerns gegenüber nachteiligen Veränderungen in einzelnen Marktsegmenten. Die Integration eines derart diversifizierten Produktportfolios innerhalb einer Unternehmensgruppe zeichnet die EZAG gegenüber ihren Wettbewerbern im Radioisotopen-Markt aus. Es gibt unseres Wissens keinen Wettbewerber, der diese breite Palette anbietet; vielmehr finden sich Unternehmen mit jeweiligen Spezialisierungen auf einzelne Segmente.

Internationale Geschäftstätigkeit

Eckert & Ziegler positioniert sich weltweit. Mit einigen Hauptproduktgruppen ist der Konzern - aus Gründen des Wettbewerbsumfelds - nur in ausgesuchten geographischen Märkten tätig, etwa bei den Prostatakrebsimplantaten (derzeit nur in Europa und den angrenzenden Gebieten vertrieben; aktuell bereitet die IBt über eine strategische Allianz mit dem kalifornischen Implantatehersteller Core Oncology, Inc. den Wiedereintritt in den amerikanischen Markt vor) oder bei den Rohisotopen (nur in Nordamerika). Die Vertriebsstrategie besteht aus einer Mischung aus Eigenvertrieb und indirektem Absatz über Distributoren und richtet sich im Wesentlichen nach regionalen Gegebenheiten.

Die durchschnittliche Anzahl der im Unternehmen beschäftigten Mitarbeiter stieg im GJ 2009 auf 500. Hauptursache für diesen Anstieg ist die Einbeziehung der Nuclitec-Mitarbeiter. Das Unternehmen beschäftigt Mitarbeiter, u.a. in Europa und den USA.

Aktuelle Entwicklungen im GJ 2009 bis heute

Nuclitec-Akquisition

Im Januar 2009 hat die EZAG das Braunschweiger Unternehmen nuclitec GmbH sowie deren französische und US-amerikanische Schwesterfirmen nuclitec sarl bzw. nuclitec Inc. erworben. Der alteingesessene Isotopenspezialist nuclitec firmierte früher als QSA Global GmbH und QSA Global sarl und zählt weltweit zu den etabliertesten Unternehmen der Branche. Er produziert seit über 30 Jahren radioaktive Komponenten für die Medizin und Messtechnik. Als Kaufpreis für die Unternehmen und für die bei den Gesellschaften verbleibenden Bargeldbestände betrug €6,6 Mio. und wurde zum Teil über eine Kapitalerhöhung finanziert.

Durch die Akquisition stärkte der Konzern seine Segmente „Industrie“ sowie „Radiopharmazie“. Hinzu kam das neue Geschäftsfeld „Umweltdienste“, welches im Berichtszeitraum im Segment Industrie integriert war, ab 2010 aber als viertes Segment innerhalb des Konzerns geführt wird. Das neue Geschäftsfeld wurde in eine eigene Gesellschaft ausgegründet, das „Kompetenzzentrum für sichere Entsorgung, GmbH (KSE)“. Leicht-radioaktive Abfälle aus Krankenhäusern, wissenschaftlichen Instituten und der Industrie werden hier aufbereitet, bis zum Abklingen der Radioaktivität gelagert und anschließend verbrannt. Langlebige radioaktive Isotope werden in sog. Konrad-Containern gesammelt und für die Endlagerung im Schacht Konrad bei Salzgitter vorbereitet. Das Bundesverwaltungsgericht hat im Jahr 2007 das Endlager genehmigt; der Einlagerungsbeginn ist für 2013 vorgesehen. Etwa 25% des Umsatzes werden durch Aufträge aus dem Ausland generiert. Hierbei wird der radioaktive Abfall aufbereitet, zur Endlagerung aber wieder in das Auftragsland zurück befördert.

Die Nuclitec ist nach Unternehmensangaben einer der wenigen privatrechtlichen Betriebe für die Konditionierung von Konrad-Containern. Diese Tätigkeit wird ansonsten aussch. von staatlichen Behörden, den sog. Landessammelstellen, durchgeführt. Darüber hinaus besitzt die Nuclitec eine Ausnahmegenehmigung für den innerdeutschen Transport über Landesgrenzen hinweg. Somit können auch Abfälle für andere Bundesländer, wie dies bspw. aktuell für Bayern geschieht, aufbereitet und in Niedersachsen gelagert werden. Durch ein spezielles, software-gesteuertes Lagerungsverfahren, das eine optimale Befüllungsdichte der Konrad-Container ermöglicht, resultieren marga-wirksame Kostenvorteile.

In 2009 trug die Nuclitec mit 34% (€17,8 Mio.) des Gesamtsegmentumsatzes signifikant zum Wachstum des Segments „Industrie“ bei. Dazu kommen noch Umsätze i.H.v. ca. €3,3 Mio. auf das mit der Nuclitec-Akquisition neu hinzugekommene Radiopharmazeutikum Yttrium-90 (Yttriga).

Russlandprojekt

Mit der Gründung eines Joint Venture mit dem russischen Staatsfond Rusnanotech Corp. und der Vertriebsgesellschaft Santis Ltd. baute das Eckert & Ziegler Beteiligungsunternehmen International Brachytherapy S.A. (IBt Bebig) seine Position in der Russischen Föderation deutlich aus und stärkt damit die Umsatzbasis für schwach radioaktive Kleinimplantate (Seeds) zur Behandlung des Prostatakarzinoms außerhalb der europäischen Kernregionen. Das Gemeinschaftsunternehmen „NanoBrachyTech“, an dem die IBt Bebig einen 15%-igen Minderheitsanteil hält, soll ab 2011 mit der Produktion und dem Vertrieb

**Neues Geschäftsfeld:
Umweltdienste**

**Starke Expertise und
exorbitantes Know-
how in der Auf-
bereitung schwach-
radioaktiver Abfälle**

Absatzmarkt Russland durch Joint Venture gestärkt

in Russland, der Ukraine, Weißrussland und Kasachstan beginnen. Bisher beträgt das Marktvolumen für schwach radioaktive Implantate in der Russischen Föderation pro Jahr zwar nur €3 Mio., doch die Wachstumsraten sind erheblich. IBt Bebig hat sich in den letzten Jahren über Händler in der Region eine starke Position aufgebaut. Mit einer regionalen Produktions- und Vertriebsstätte dürfte der Wettbewerbsvorsprung weiter ausgebaut werden.

Die im Rahmen des Joint Venture getroffene Vereinbarung sieht den Bau von Spezialanlagen für die Produktion sowie den Transfer des Fertigungs-Know-hows durch IBt vor. Die IBt erwartet aus der Fertigung der Produktionsanlagen und den dazugehörigen Lizenzzahlungen Umsätze von insgesamt ca. €10 Mio. Bereits im abgelaufenen GJ flossen Zahlungen i.H.v. €8 Mio., die erst in den Folgejahren ergebniswirksam verbucht werden.

Obwohl mit der Aufnahme des operativen Geschäfts der „NanoBrachyTech“ ab 2011 das bisherige Alleingeschäft der IBt Bebig in der Russischen Föderation auf den Minderheitsanteil von 15% reduziert wird, dürfte sich diese Strategie umsatz- und ergebnisseitig insgesamt auszahlen. Hierfür sind folgende Gründe anzuführen:

- In 2009 und 2010 erfolg(t)en zeitnah hohe Zahlungen im Rahmen der Liefer- und Lizenzverträge für den Bau der Produktionsanlage
- Ausweitung des Absatzvolumens in der Russ. Föderation wird begünstigt durch regionale Produktion und insbesondere durch den Vertrieb vor Ort; dies führt u.a. auch zum Wegfall von Einfuhrzöllen
- Mit der Aufnahme der Produktion ab 2011 kann IBt mit zusätzlichen Erträgen aus Rohmateriallieferungen und Lizenzzahlungen aus dem Joint Venture rechnen

Wiedereintritt in den US-Markt

Die innerhalb der Eckert & Ziegler AG vollkonsolidierte belgische Beteiligungsgesellschaft „International Brachytherapy S. A. (IBt Bebig)“ gab am 2. Dezember 2009 den Abschluss einer umfangreichen strategischen Allianz mit dem kalifornischen Implantathersteller „Core Oncology, Inc.“ bekannt. Die Vereinbarung ist der erste Schritt zum eventuellen späteren Erwerb von Core Oncology, einem Unternehmen mit ca. \$20 Mio. Umsatz und 60 Mitarbeitern. Inhaltlich sieht der Vertrag ansonsten gemeinsame Produktentwicklungen im Bereich der Strahlentherapie von Prostatakrebs sowie eine gegenseitige Vermarktung des jeweils anderen Partners vor. Die IBt Bebig unterstützt das Wachstum der Core Oncology zudem mit einem Kurzfristdarlehen über \$2 Mio. und erwartet aus der engen Zusammenarbeit mit Core Oncology schon in 2010 Impulse für weiteres Umsatz- und Ertragswachstum im Therapiesegment, die sich auch im Konzernergebnis der EZAG niederschlagen werden.

Aufgrund eines harten Verdrängungswettbewerbs und daraus resultierender sinkender Margen, hatte sich die EZAG im Jahr 2003 mit ihrem Therapiesegment („Seeds“) aus dem US-Markt zurückgezogen. Dabei wurde das Implantatgeschäft unter profitablen Vorzeichen an die Theragenics Corp. verkauft. In 2007 zog sich die IBt ebenfalls aus dem für sie defizitären US-Geschäft zurück.

Zwischenzeitlich ist der amerikanische Markt durch die Konsolidierung der Wettbewerber - mit der Folge einer Stabilisierung der Margen - wieder attraktiver geworden. Die mittlerweile aufgrund des gestiegenen Geschäftsvolumens vorhandenen Skaleneffekte hinsichtlich der Produktionskosten, erlauben es der IBt Bebig nunmehr mit kompetitiven Preisen zu operieren und diesen mit €200 Mio. weltweit größten Einzelmarkt erneut zu adressieren.

Expansion in die USA unter verbesserten Vorzeichen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Core Oncology vertreibt sowohl Jod¹²⁵- als auch Palladium¹⁰³-basierte Seeds über ein aggressiv ausgebautes nationales Distributionsnetzwerk und rangiert laut eigener Aussage unter den Top 4 hinsichtlich des Marktanteils.

Die mit der strategischen Vereinbarung getroffenen Vorbereitungen zum Wiedereintritt in den amerikanischen Markt untermauern die seitens des Vorstands angekündigte Expansionsstrategie der EZAG.

Aus unserer Sicht eröffnen sich durch die strategische Vereinbarung zusätzliche Umsatz- und Ertragspotentiale mit einem vorteilhaften Chancen-/Risikoprofil angesichts des adressierten Marktvolumens. Das Kurzfristdarlehen mit einer Fälligkeit noch vor Ende 2010 erachten wir als sinnvolle und überschaubare Investition zur Stärkung eines vor Ort operierenden Partners sowie als ersten Schritt zur Substantiierung einer langfristigen Partnerschaft.

Lohnfertigung

Im Oktober 2009 hat das Unternehmen einen auf 10 Jahre ausgelegten Vertrag mit dem amerikanischen Arzneimittelhersteller Molecular Insight Pharmaceuticals (MIPI) zur Produktion eines radiotherapeutischen Peptids (Somatostatin-Analogon) zur Behandlung neuroendokriner Tumore unterzeichnet. Wir erwarten, dass diese Auftragsproduktion eine Signalwirkung auch auf andere Hersteller von Radiotherapeutika haben wird und die EZAG mit ihrer führenden Rolle im Radiopharmaziesegment einer der ersten Ansprechpartner für deren Produktion sein wird.

Kapitalerhöhungen

In 2009 hat das Unternehmen zwei Barkapitalerhöhungen durchgeführt. Bei der ersten Kapitalerhöhung im Februar wurden 628.633 neue Aktien ausgegeben; das Emissionsvolumen betrug €3,1 Mio. Im Dezember wurden 1,35 Mio. neue Aktien ausgegeben mit einem Emissionserlös von €21,5 Mio. Beide Barkapitalerhöhungen wurden von der BankM als Sole Lead Manager durchgeführt.

2010: Übernahmeangebot IBt

Mit einer Annahmquote im Rahmen des Pflichtübernahmeangebots an die IBt-Aktionäre v. 55,1% baute die EZAG-Gruppe ihre Beteiligung an der International Brachytherapy S.A. (IBt Bebig) von 38,5% auf 71,9% weiter aus. Angesichts des Erreichens einer deutlichen Profitabilität seitens der IBt (gemäß vorläufiger Zahlen für 2009) und einer noch stärker ausgeprägten Hebung von Synergien - insbesondere bei den administrativen Funktionen (so ist z.B. mit der einvernehmlichen Trennung vom bisherigen CEO der IBt bereits eine Verschlinkung erfolgt) - betrachten wir die initiale Belastung d. Liquidität durch die zu übernehmenden IBt-Anteile als durchaus vertretbar. Zudem hat EZAG angekündigt, dass angesichts günstiger Kreditzinsen (wir schätzen für EZAG maximal 4,5%) ein Teil der Zahlungsverpflichtung durch Fremdkapital bedient werden wird. Dies würde die kurzfristige Liquiditätsbelastung abfedern und mögliche negative Einflüsse auf die operative Flexibilität verhindern helfen.

Unternehmensgeschichte

- 2010 EZAG erhöht Beteiligung an IBt von 38,5% auf 71,9% im Rahmen eines Pflichtübernahmeangebots; Annahmquote: 55%
- 2009 EZAG unterbreitet Übernahmeangebot an IBt
Erfolgreicher Abschluss einer weiteren Kapitalerhöhung; Emissionserlös: €21,5 Mio.
IBt schließt umfangreiche Allianz mit dem kalifornischen Implantathersteller Core Oncology, Inc. und bereitet damit den Wiedereintritt in den amerikanischen Markt vor
IBt und russischer Staatsfonds gründen Gemeinschaftsunternehmen zur Herstellung von Prostatakrebsimplantaten in Russland
EZAG wird Auftragsproduzent für ein neuartiges Krebsmedikament des amerikanischen Arzneimittelentwicklers Molecular Insight Pharmaceuticals zur Behandlung von neuroendokrinen Tumoren
Erwerb des Braunschweiger Isotopenspezialisten nuclitec GmbH
Kapitalerhöhung zur Teilfinanzierung des Erwerbs der nuclitec GmbH; Emissionserlös: €3,1 Mio.
- 2008 Verkauf der Tumorgerätesparte und weiterer Produkte zur Krebsbehandlung mit einem Umsatzvolumen von zusammen etwa €10 Mio. an die belgische International Brachytherapy S.A. (IBt)
Das kalifornische Tochterunternehmen Eckert & Ziegler Isotope Products, Inc. erwirbt die Industriequellensparte des Konkurrenten North American Scientific
Einbringung der Tochtergesellschaft Eckert & Ziegler Bebig GmbH in die belgische International Brachytherapy S.A. (IBt). Eckert & Ziegler hält 29,9% der Anteile an IBt.
- 2007 Erwerb des Bonner Radiopharmazieproduzenten MC Pharma GmbH
- 2006 Ausstieg aus der klinischen Entwicklung des Rheumamedikaments SpondylAT®
Verkauf der Sparte Blutbestrahlungsgeräte
Die Pharmtrace klinische Entwicklung GmbH, ein Gemeinschaftsunternehmen der Eckert & Ziegler AG und einer Gruppe spezialisierter Mediziner, nimmt ihren operativen Betrieb auf.
- 2005 Eckert & Ziegler erwirbt von der Salzgitter Altmann Therapie GmbH & Co. KG die weltweiten Rechte und das Herstellungs-Know-how für das Rheumamedikament SpondylAT®.
Das kalifornische Tochterunternehmen Isotope Products Laboratories Inc. übernimmt sämtliche Anteile an der Analytics Inc. in Atlanta, Georgia
Übernahme von 51% der Anteile an der f-con Europe GmbH und Umfirmierung in Eckert & Ziegler f-con Europe GmbH. Das Unternehmen mit Sitz in Hessen vertreibt über Tochtergesellschaften in Deutschland und Italien radioaktiven Traubenzucker (PET-Tracer) zur Krebsdiagnose mit Hilfe der Positronen-Emissions-Tomographie
Übernahme von 70% der Anteile am Berlin-Adlershofer Zyklotronbetreiber EURO-PET Berlin Zyklotron GmbH

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Eckert & Ziegler AG

12. April 2010

Unternehmensprofil - 9/35 -

- 2004 Ausscheiden der NEMOD aus dem Konsolidierungskreis des Konzerns
Übernahme der Medizintechniksparte MMI der HEK GmbH Lübeck
Erwerb des Rohmaterialmaklers CNL Scientific Resources International, USA
Mehrheitsübernahme der Vertriebstochter Isotope Products Europe Blaseg (IPE) GmbH, Waldburg
Erwerb der Bestrahlungsgerätesparte von CIS bio International, Frankreich
- 2003 Aufnahme der Eckert & Ziegler-Aktie in den Prime Standard der Frankfurter Börse
- 2001 Gründung der Bebig Italia s.r.l., Mailand, Vertriebsbüro der Bebig GmbH für Italien
Einstieg in das Geschäftsfeld Immunologie über den Krebsimpfstoffspezialisten NEMOD GmbH
- 2000 Übernahme der SurgiScope-Medizinrobotersparte von Medtronic Surgical Navigation Technologies
Übernahme des Strahlenquellengeschäfts von DuPont Pharmaceuticals, Boston (nuklearmedizinische und industrielle Strahler)
Beteiligung an der Isotope Products Europe Blaseg (IPE) GmbH, Waldburg, Vertrieb von industriellen Strahlenquellen
Barkapitalerhöhung; Emissionserlös: €17 Mio.
- 1999 Börsengang an den Neuen Markt, Frankfurt
Erwerb der Isotope Products Laboratories (IPL) Inc., Kalifornien. Entwicklung und Produktion von Strahlenquellen für industrielle, wissenschaftliche und medizinische Anwendungen
- 1997 Gründung der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG, Berlin als Holding-Gesellschaft für eine Reihe von spezialisierten Tochterunternehmen. Verarbeitung von Radioisotopen sowie Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von isotopentechnischen Komponenten, medizintechnischen Geräten oder verwandten Produkten
- 1995 Gründung der EUROTOPE Entwicklungsgesellschaft für Isotopentechnologien mbH, Berlin. Entwicklung von Produktionsanlagen, Sonderquellen, und Recyclingverfahren für radioaktive Stoffe
- 1994 Gründung der Bebig Trade Inc., Chicago. Vertriebsbüro der Bebig GmbH für Nordamerika
Beteiligung an der Cesio s.r.o., Prag. Produktion von Vorprodukten und Industriequellen
1993 Gründung der Bebig Trade GmbH als Joint Venture mit russischen Partnern. Vertriebsgesellschaft für die Bebig GmbH außerhalb der USA und Kanada
- 1992 Gründung der Bebig Isotopentechnik und Umweltdiagnostik GmbH (Bebig GmbH), Berlin durch Dr. Andreas Eckert und Jürgen Ziegler.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Management

Dem Vorstand der Gesellschaft gehören Herr Dr. Andreas Eckert, Herr Dr. Edgar Löffler und Herr Dr. André Heß an.

Die Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft sowie deren jeweilige Ressortzuständigkeit sind in der folgenden Übersicht aufgeführt.

Name (Jahrgang)	Mitglied seit	bestellt bis	Zuständigkeit
Dr. Andreas Eckert, CEO (*1960)	01.07.1997	31.12.2010	CEO, Investor Relations, Finance, Business Development, Segment "Industry"
Dr. Edgar Löffler (*1953)	07.05.2001	31.12.2012	Segment Therapy
Dr. André Heß (*1965)	01.03.2008	28.02.2011	Segment Radiopharmacy

Dr. Andreas Eckert

Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre und Soziologie in Heidelberg und New York arbeitete er mehrere Jahre für die Vereinten Nationen in New York. Danach folgten Lehraufträge für Marketing und KMU-Finanzierung an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin.

Dr. Eckert war jahrelang als selbständiger Unternehmensberater tätig und gründete 1992 zusammen mit Jürgen Ziegler die Bebig Isotopentechnik und Umweltdiagnostik GmbH, heute ein Tochterunternehmen der Eckert & Ziegler Gruppe.

Dr. Edgar Löffler

Nach der Promotion in Physik war Dr. Löffler mehrere Jahre im Bereich der klinisch-medizinischen Physik tätig. Danach leitete er das Produktmanagement von Nucletron, wechselte anschl. ins Business Development und war zuletzt Geschäftsführer der Theranostic GmbH, ein deutsches Tochterunternehmen von Nucletron. Im Mai 2001 wurde Dr. Löffler in den Vorstand der Eckert & Ziegler AG berufen. Herr Löffler war zunächst für die Restrukturierung des Segments „Industrie“ verantwortlich. Seit 2003 hat er die Verantwortung für das Segment „Therapie“.

Dr. André Heß

Nach seiner Promotion in Chemie und einem Zusatzstudium als Wirtschaftsingenieur war Dr. Heß mehrere Jahre wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Humboldt-Universität zu Berlin. 1996 kam er zur Eckert & Ziegler Gruppe, zunächst als Radiochemiker, später als Entwicklungsleiter und Geschäftsführer verschiedener Tochtergesellschaften. Im März 2008 wurde Dr. Heß in den Vorstand der Eckert & Ziegler AG berufen.

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anzahl Aktien	Anteil in %
Eckert Wagniskapital und Frühphasenfinanzierung GmbH*	1.721.986	32,7%
Jürgen Ziegler	142.717	2,7%
Eckert & Ziegler AG	129.933	2,5%
Free Float	3.265.647	62,1%
Total	5.260.283	100,0%

*formerly: Eckert Consult GmbH

Produkte

I. Segment „Therapie“

Das Segment "Therapie" besteht aus drei Produktlinien zur oberflächennahen Bestrahlung von Tumoren, der sog. Brachytherapie. Zum einen handelt es sich hierbei um mit radioaktivem Jod beladene kleine Permanentimplantate („Seeds“) zur Behandlung früher Stadien des Prostatakarzinoms, sowie um temporäre Brachytherapieprodukte. Letztere bestehen aus Therapiebestrahlungsanlagen (Afterloader), die in der strahlentherapeutischen Behandlung von Tumoren, die mit einer Sonde über Körperöffnungen von außen zugänglich sind, eingesetzt werden. Darüber hinaus werden spezielle Strahler für die Therapie von Augentumoren angeboten.

Implantate für die Behandlung von Prostatakrebs (Seeds)

Die Behandlung mit radioaktiven Seeds eignet sich bei Tumoren in einem noch frühen Stadium. Maßgeblich für die Indikation ist die Klassifikation des Tumors auf Basis einer Kombination von drei klinischen Parametern. Deren Ausprägungsgrad wird in sog. Partin-Tabellen dargestellt, Wahrscheinlichkeitstabellen, mit deren Hilfe das Risiko der Tumorausdehnung über die Prostata hinaus berechnet wird. Die klinischen Parameter für die

Anwendbarkeit der seed-basierten Brachytherapie sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Parameter	Ausprägungsgrad	Kommentar
TNM-Klassifikation	T1	nicht tastbarer Tumor, nur histologisch erkennbar
	T2	begrenzt auf Prostata, nicht infiltrierend
Gleason Score	<7	Grad der Differenzierung des Tumorgewebes
PSA-Wert	<10	Serumspiegel des Prostata-spez. Antigens

**„Seeds“ zur
Behandlung von
Prostatakrebs**



Seed zur Behandlung des frühen Prostatakarzinoms

Quelle: Eckert und Ziegler

Bei dieser minimal-invasiven Therapie werden dem Patienten 50 - 100 Seeds mit Hilfe einer Hohlnadel in das Gewebe der Prostatakapsel eingesetzt und verbleiben dort (permanente Brachytherapie). Ein Seed ist 4,5 mm lang und hat einen Durchmesser von 0,6 mm (siehe nebenstehende Grafik). Das schwach radioaktive Jod-Isotop hat eine Halbwertszeit von ca. 60 Tagen, d.h. die Strahlungsaktivität halbiert sich etwa alle 2 Monate. Die Behandlung wird ambulant durchgeführt und dauert ca. 1 Stunde; im Zusammenhang mit Kostenerstattungsregeln wird dieser Eingriff aber auch stationär vorgenommen (s. unten). Im Vergleich zu chirurgischen Eingriffen, wie der radikalen Prostataentfernung (Prostatektomie), ist das minimal-invasive Behandlungskonzept mit deutlich weniger Nebenwirkungen, wie Inkontinenz und Impotenz, verbunden.

Gute Langzeitergebnisse bei geringen Nebenwirkungen

Bei sehr guten Langzeitergebnissen (*Sahgal A., and Roach M.: Permanent Prostate Seed Brachytherapy: A Current Perspective on the Evolution of the Technique and Its Application. Nat. Clin. Pract. Urol. 4(12):658-670, 2007*) beträgt der Prozentsatz an Inkontinenz unter 1% (Prostatektomie: 5 – 30%) und bei Impotenz 15 – 25% (Prostatektomie: 50 – 100%). Bei lokal begrenztem Prostatakarzinom (T1/2) und guter Konstitution ist allerdings die radikale Operation der Prostata, zumindest in Europa, immer noch die klassische Methode. In der folgenden Abbildung sind die derzeitigen Behandlungsmethoden mit ihren Vor- und Nachteilen dargestellt:

Maßnahme	Beschreibung	Vorteile	Risiken/Nachteile
Radikale Prostatektomie	Entfernung der Prostata und ggf. benachbarter Lymphknoten	Progression des Tumors naturgemäß ausgeschlossen	Impotenz, Inkontinenz allgemein belastender operativer Eingriff mit langem Krankenhausaufenthalt Blutung, Infektion
Hormontherapie	Medikamentöse Absenkung des Testosteronspiegels	Auch bei fortgeschrittenem Stadium sinnvoll	nur anwendbar bei hormonsensitivem Prostatakarzinom
Bestrahlung von außen	Krebszellen werden durch hochenergetische Röntgenstrahlen zerstört; tägl. Bestrahlung über einen Zeitraum von 6-8 Wochen	Effizient bei frühen Tumorstadien Kombination mit operativem Eingriff oder Brachytherapie	Strahlenschäden an benachbarten Organen (Blase, Enddarm) Unnötige Bestrahlung großer Körperregionen
Brachytherapie	Einpflanzen von radioaktiven Kleinimplantaten in das Prostatagewebe	minimal-invasive, ambulante Behandlung kurze Erholungsdauer, geringe Impotenz- und Inkontinenzrate	Nur anwendbar bei frühen Stadien
Kryotherapie / Kälteanwendung	Abtöten von Krebszellen durch lokales Einfrieren	Schonung von umliegendem, gesundem Gewebe	Technisch unausgereift; Schädigung von benachbartem Gewebe möglich; erhöhte Impotenzrate Wirksamkeit noch nicht bewiesen
Hochintensiver fokussierter Ultraschall	Abtöten von Krebszellen durch hochenergetische Schallwellen, die das Gewebe erhitzen	minimal-invasiv danach Operation wegen Fibrosierung nur mit erhöhtem Risiko möglich	Noch relativ teuer Langzeitstudienresultate liegen noch nicht vor Wirksamkeit noch nicht bewiesen

Quelle: Klinik für Prostata-Therapie, Heidelberg und andere Quellen, modifiziert: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Die Bundesärztekammer und die Kassenärztliche Bundesvereinigung haben in einer gemeinsamen wissenschaftlichen Stellungnahme die Seed-Therapie als vollwertige Alternative zur herkömmlichen chirurgischen Operation bei Prostatakrebs bestätigt (*Brüggemann M. et al.: Permanente interstitielle Brachytherapie (Seed-Implantation) bei lokal begrenztem Prostatakarzinom, HTA-Bericht 2005*). Die Daten, die sich auf Langzeitstudien von bis zu zwölf Jahren Nachbeobachtungsdauer stützen, bestätigten die geringeren Nebenwirkungen hinsichtlich Potenz und Inkontinenz.

Seit Dezember 2003 wird die stationäre Seed-Implantation von den gesetzlichen Krankenkassen in Deutschland erstattet, die Erstattung der ambulanten Behandlung erfolgt per Einzelvereinbarung. Die Erstattungsmodalitäten der wichtigsten europäischen Länder sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

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 und Ziegler AG

Traditionell besonders stark vertreten ist EZAG in Frankreich durch einen langjährigen Kooperationsvertrag mit dem Institut Curie, einem der führenden Krebsforschungs- und Behandlungszentren des Landes. Mit einem Marktanteil von ca. 60% ist das Unternehmen hier eindeutiger Marktführer.

Im Geschäftsjahr 2008 hatte die EZAG ihr Therapiegeschäft mit der belgischen IBt zusammengelegt.

Afterloader

Afterloader sind Bestrahlungsgeräte zur temporären Kontakttherapie von Tumoren in indikations-spezifischen Zeitabständen. Die verkapselte radioaktive Quelle wird mittel einer Sonde durch die entsprechende Körperöffnung an den Ort des Tumors herangeführt (intrakavitäre Brachytherapie). Diese Art der Bestrahlung kommt besonders bei gynäkologischen Tumoren, aber auch bei Kopf-/Halstumoren, sowie Brust- und Prostatatumoren zum Einsatz. Je nach Indikation unterscheidet man zwischen High Dose und Low Dose-Therapie (HDR/LDR). Die LDR-Therapie erfordert einen stationären Aufenthalt von mindestens drei Tagen, während die HDR-Therapie ambulant durchgeführt wird. Die nachstehende Tabelle zeigt die Anwendungsgebiete der Afterloader-Therapie:

Erstattung in Deutschland noch eingeschränkt

DRG = Diagnosis related group; Diagnose-bezogene Fallgruppen



Multisource-Afterloader

Quelle: Eckert und Ziegler

Produkt	Typ	Indikation
Curietron	LDR	Gebärmutterhalskrebs
Multisource	HDR	Tumoren von: Blase, Brust, Gebärmutter Gebärmutterhals, Gehirn, Hals, Lunge, Prostata, Rachen, Zunge

Quelle: Eckert und Ziegler AG

EZAG setzt auf langlebige Strahlenquellen bei Afterloadern

Während andere auf dem Markt befindliche Afterloader Iridium-192 mit einer Halbwertszeit (HWZ) von 74 Tagen als Strahlenquelle benutzen, verwendet Eckert und Ziegler das radioaktive Isotop Kobalt-60 mit einer Halbwertszeit von 5,3 Jahren. Diese lange HWZ impliziert für die Abnehmer eine erhöhte Kosteneffizienz sowie Unabhängigkeit von aufwändiger logistischer Infrastruktur, die bei kurzlebigeren Isotopen erforderlich ist (*Richter J. et al.: Comparison of ⁶⁰Cobalt and ¹⁹²Iridium Sources in High Dose Rate Afterloading Brachytherapy. Strahlentherapie und Onkologie, Vol. 184 (4), 187-192, 2008*). Daher empfehlen sich Kobalt-basierte Afterloader insbesondere für die Verwendung in Entwicklungs- und Schwellenländern; für solche Länder ist sie aus besagten Gründen eine echte Alternative zur Iridium-192-basierten Therapie mit ihren kurzlebigen Radioisotopen. So konnte in 2007 erstmals ein Multisource-Gerät nach Indien geliefert sowie ein Anschluss-Großauftrag aus Venezuela realisiert werden. In 2008 erhielt das Unternehmen einen Großauftrag von deutlich über €2 Mio. aus Kasachstan, der Ukraine, Russland und Armenien für die Belieferung mit Multisource-Geräten.

Innovator in der Afterloader-Technologie

Jahrzehntlang war das bewährte Isotop Kobalt-60 aufgrund der Größe der Strahlenquelle nur begrenzten Anwendungen in der Brachytherapie vorbehalten. Den Entwicklern von Eckert und Ziegler ist es jedoch gelungen, die Strahlenquelle für dieses Isotop weiter zu miniaturisieren. Mit einer Länge von nur 3,5 mm und einem Durchmesser von 0,5 mm eignet sich die innovative Strahlenquelle nun hervorragend für den Einsatz in Afterloadern.

Die Afterloader-Therapie wurde im Jahr 2004 durch die Akquisition der entsprechenden Produktparten von Schering und HEK/MMI in den Konzern integriert. Die Synergien entstehen sowohl im Vertrieb (Brachytherapie aus einer Hand), als auch in der vertikalen Integration, indem EZAG nicht nur die Geräte, sondern gleichzeitig auch die für deren Betrieb notwendigen radioaktiven Isotope anbietet.

Zum Segment „Therapie“ gehören neben den o.a. Kernprodukten auch Zubehör, wie Applikationsvorrichtungen für Seeds, Strahlungsschutzvorrichtungen etc.

Insgesamt hat das Segment „Therapie“ im Geschäftsjahr 2009 mit einem Umsatz i.H.v. €30,3 Mio. zu 30% des Gesamtumsatzes beigetragen.

II. Segment „Industrie“

Dieses Segment umfasst die Herstellung kernphysikalischer Komponenten (Referenzstrahler) für die Produktion und Kalibrierung bildgebender Verfahren, wie Gamma-Kameras und PET (Positronen-Emissions-Tomographie); diese finden Anwendung bei Nuklearmedizinern.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Das Segment umfasst weiterhin wissenschaftliche und industrielle Anwendungen der Isotopentechnik. Radioaktive Strahlenquellen werden eingesetzt zu Zwecken der Kalibrierung und Qualitätssicherung im Rahmen der Materialprüfung zum Beispiel seitens der Eisen- und Stahlindustrie, der Energieversorgung, im Anlagenbau, und in der chemischen Industrie. Durch die Akquisition der Industriequellensparte des US-amerikanischen Wettbewerbers North American Scientific, hat EZAG über ihre US-Tochter EZIP (Eckert & Ziegler Isotope Products, Inc.) die weltweit führende Position in diesem Segment weiter ausbauen können. Eine Sonderkonjunktur erlebte in 2008 die isotope-gestützte, radiometrische Erfassung von Sedimentdichten bei der Exploration von Erdölvorkommen. Hiervon konnte EZAG deutlich profitieren. Im Januar 2009 hat EZAG die Nuclitec in Braunschweig übernommen und dadurch ihr Portfolio und ihre Marktpräsenz in diesem Segment gestärkt. Im Rahmen der Akquisition kam das neue Geschäftsfeld „Umweltdienste hinzu, welches ab 2010 in einem eigenen Segment geführt wird.

Das Segment „Industrie“ hat im Geschäftsjahr 2009 mit einem Umsatz i.H.v. €51,7 Mio. zu 51% des Gesamtumsatzes beigetragen.

III. Segment „Radiopharmazie“

Das Segment Radiopharmazie umfasst die sog. Zyklotronprodukte, sowie Synthesemodule im Labormaßstab zu ihrer bedarfsgerechten Herstellung.

Die Initialzündung für den Ausbau des Segments „Radiopharmazie“, erfolgte durch den Erwerb der Berlin-Adlershofer Zyklotronfirma Europet Berlin. Im Jahr 2005 hat die EZAG einen Kooperationsvertrag mit der Berliner Charité zur Herstellung und Entwicklung von Radiopharmazeutika geschlossen, und im Jahre 2006 schließlich die Produktion von Radiopharmazeutika für die Charité im Rahmen eines 5-Jahresvertrages übernommen.

Bei den Radiopharmazeutika handelt es sich um kurzlebige isotope-markierte Verbindungen, die als diagnostische Kontrastmittel für die PET von Nuklearmedizinern eingesetzt werden. Die PET wird meist in Verbindung mit einer Computer-Tomografie durchgeführt; diese Kombination erlaubt eine exakte Lokalisation von Tumoren und eventuell vorhandenen Metastasen. EZAG stellt in eigenen Zyklotronen (Teilchenbeschleuniger) ¹⁸Fluor-Desoxyglucose (FDG) her. Als Zucker reichert sich die Verbindung in Tumoren besonders stark an, da diese einen hohen Energieverbrauch aufweisen.

Kontrastmittel für die PET können aufgrund ihrer Kurzlebigkeit nicht gelagert werden und müssen bedarfsgerecht täglich neu angesetzt werden. Vor diesem Hintergrund hat das Unternehmen leicht zu bedienende Synthesemodule („Modular Lab“) entwickelt, mit deren Hilfe die Radiopharmazeutika in der Praxis des Nuklearmediziners direkt hergestellt werden können. Es handelt sich hierbei um flexibel konfigurierbare Synthesegeräte für die Herstellung von u.a. radioaktiv markiertem FDG, Cholin für die Prostatakrebs-Differentialdiagnostik, sowie kostengünstigen, Gallium-markierten Peptiden.

Im Vergleich zu den USA, wo die PET bereits eine breite Anwendung erfährt, hat sich dieses Verfahren in Europa noch nicht so stark durchgesetzt. Dies liegt vor allem an der derzeit noch eher restriktiv gehandhabten Kostenerstattung seitens der gesetzlichen Krankenkassen. In Deutschland, wo das Verfahren nur von privaten Kostenträgern bzw. nach Einzelfallentscheidung übernommen wird, gestalten sich die Erstattungsmodalitäten nur sehr schleppend.

Zahlreiche industrielle Anwendungsgebiete

Langfristige Kooperation mit der Charité



Modular Lab

Quelle: Eckert und Ziegler

Erstattung der PET in Deutschland noch restriktiv

Einzelne Indikationen, wie z.B. eine bestimmte Form des Lungenkarzinoms werden seit 2005 anerkannt. Im September 2008 erfolgte eine Ausweitung auf weitere Tumorarten. Insgesamt dürfte die PET in Deutschland und Europa noch ein enormes Wachstumspotential besitzen.

Mit der Akquisition der Nuclitec wurde das Portfolio dieses Segments um das von der EMEA zugelassene Radiopharmazeutikum Yttrium-90 erweitert. Dieses wird unter der Bezeichnung Yttriga als Rohstoff zur arztseitigen Herstellung von therapeutischen Peptiden und Antikörpern in der Behandlung von Tumoren verwendet. Damit nimmt die EZAG - wenn auch nur indirekt - wieder Teil am Markt der arzneimittel-basierten radioonkologischen Therapie, deren Ausbau das Unternehmen im Jahr 2004 durch Aufgabe der Weiterentwicklung des radioaktiv-markierten Antikörpers Pankomab aufgegeben hatte. Yttrium-90 wird auch als Radiochemikalie an Medizingerätehersteller für den Einsatz als Strahlenquelle in der Krebstherapie vermarktet.

Im Oktober 2009 hat das Unternehmen einen auf 10 Jahre ausgelegten Vertrag mit dem amerikanischen Arzneimittelhersteller Molecular Insight Pharmaceuticals (MIPI) zur Produktion eines radiotherapeutischen Peptids (Somatostatin-Analogen) zur Behandlung neuroendokriner Tumore unterzeichnet. Wir erwarten, dass diese Auftragsproduktion eine Signalwirkung auch auf andere Hersteller von Radiotherapeutika haben wird und die EZAG mit ihrer führenden Rolle im Radiopharmaziesegment einer der ersten Ansprechpartner für deren Produktion sein wird.

Das Segment „Radiopharmazie“ hat im Geschäftsjahr 2008 mit einem Umsatz i.H.v. €19,4 Mio. zu 19,1% des Gesamtumsatzes beigetragen.

Märkte und Strategien

Eckert und Ziegler ist mit seinen Tochterunternehmen und Beteiligungen in Nischenmärkten der medizinischen und industriellen Anwendung von Isotopen tätig und hat sich hier bei mehreren Produkten und Produktgruppen große Marktanteile erarbeitet. Die Diversifikation in unterschiedliche Segmente, wie sie im Kapitel „Produkte“ dargestellt ist, reduziert das Risiko gegenüber der Exposition negativer produktspezifischer und konjunktureller Einflüsse.

Ein besonderes Kennzeichen der Unternehmensstrategie ist die flexible Adaptation an Marktgegebenheiten, sowohl produktseitig als auch hinsichtlich der geografischen Reichweiten. So hat EZAG schon immer Opportunitäten genutzt und die Wertschöpfungstiefe durch Zukäufe und Beteiligungen, aber auch durch Desinvestitionen optimiert. Aus diesem Grunde erscheint uns eine Darstellung und Analyse der relevanten Märkte nur sinnvoll bei einer gleichzeitigen Betrachtung und kritischen Würdigung der jeweiligen Marktstrategien.

Segment 1 - Therapie

Im Bereich der Prostataimplantate ist Eckert und Ziegler bislang ausschließlich in Europa und angrenzenden Gebieten, hier insbesondere Russland, tätig. Mit der Gründung eines Joint Venture mit dem russischen Staatsfond Rusnanotech Corp. und der Vertriebsgesellschaft Santis Ltd. baute die IBt Bebig ihre Position in der Russischen Föderation deutlich aus und stärkt damit die Umsatzbasis für schwach radioaktive Kleinimplantate (Seeds) zur Behandlung des Prostatakarzinoms außerhalb der europäischen Kernregionen.

Erfolgreiches Umsetzen von Opportunitäten

Derzeit noch regionale Fokussierung bei Prostata-Implantaten

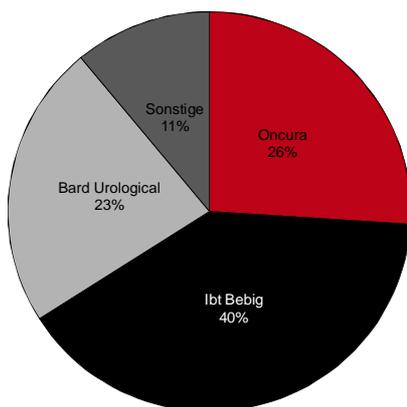
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Mit dem Abschluss einer umfangreichen strategischen Allianz mit dem kalifornischen Implantathersteller „Core Oncology, Inc.“ im Dezember vergangenen Jahres bereitet die IBt Bebig den Wiedereintritt in den amerikanischen Markt vor. Die Vereinbarung ist der erste Schritt zum eventuellen späteren Erwerb von Core Oncology, einem Unternehmen mit ca. \$20 Mio. Umsatz und 60 Mitarbeitern. Inhaltlich sieht der Vertrag ansonsten gemeinsame Produktentwicklungen im Bereich der Strahlentherapie von Prostatakrebs sowie eine gegenseitige Vermarktung des jeweils anderen Partners vor. Die IBt Bebig erwartet aus der engen Zusammenarbeit mit Core Oncology schon in 2010 Impulse für weiteres Umsatz- und Ertragswachstum im Therapiesegment, die sich auch im Konzernergebnis der EZAG niederschlagen werden.

Der Markt für die permanenten Prostataimplantate liegt in Europa bei ca. €40 Mio.; die IBt Bebig hat derzeit einen Anteil von 40% und ist damit in dieser Region der größte Anbieter. In den USA beläuft sich der Markt auf ca. €140 Mio., woran die Core Oncology mit etwa 11 - 12% beteiligt ist.

Die aktuellen Marktanteile für Europa sind in der folgenden Abbildung dargestellt:

Europäischer Seed-Markt (ca. €40 Mio.)



Quelle: IBt Bebig, 2010

Die Hauptwettbewerber im Seed-Markt sind Oncura und Bard Urological.

Oncura ist global betrachtet der Marktführer bei den Seeds. Das Unternehmen gehört zu GE Healthcare und dürfte damit prinzipiell über deutlich höhere Ressourcen als die EZAG verfügen. Diesen vordergründigen Nachteil sehen wir jedoch als zumindest neutralisiert an durch die verhältnismäßig fokussiertere Budget-Allokation innerhalb der EZAG.

Bard Urological ist ebenfalls Tochter eines breit-diversifizierten Medizintechnikunternehmens (C.R.Bard). Innerhalb des Urologie-Segments stellt die Brachytherapie nur einen Teil der Produktpalette dar, so dass auch hier der Fokus sicherlich schwächer ist als bei der EZAG. C.R.Bard vermeldete im Jahresvergleich 2008 auf 2009 einen Rückgang der Umsätze im Bereich der Urologie von 10%, der nach Unternehmensangaben hauptsächlich auf die

Marktanteil von 40% bei permanenten Kleinimplantaten (Seeds)

Globale Wettbewerber mit erheblichen Ressourcen

Marktpenetration noch ausbaufähig

Brachytherapie zurück zu führen ist. Dies mag unserer Ansicht nach – zumindest teilweise – auf die o.g. mangelnde Fokussierung zurückgehen.

Angesichts der Tatsache, dass in Europa lediglich ca. 9% der frühen Prostatakarzinome mit Seeds behandelt werden, sehen wir hier noch ein beträchtliches Wachstumspotential. Auch in den USA ist das Marktpotential gemessen an 23% der mit Seeds behandelten Tumoren noch lange nicht ausgeschöpft. Die Vorteile der Brachytherapie bei der Behandlung von frühen Prostatakarzinomen im Vergleich zu eher konventionellen Therapieformen sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Behandlung	Kosten	Krankenhaus- aufenthalt	Effektivität	Erholungsdauer
Operation	25.000	7-10 Tage	70-95%	40-60 Tage
Externe Bestrahlung	€ 8-30.000	30-40 tägl. Besuche	70-90%	unterschiedl.
Brachytherapie	€ 5-10.000	1 Tag	85-98%	2-3 Tage

Quelle: IBt Bebig, 2010

Innovationen wie z.B. die aktuell vorangetriebene Entwicklung von plastik-anstelle von metallverkapselten Seeds sowie die Indikationsausweitung in Richtung Mammakarzinom werden sich weiterhin positiv auf die Umsatzzlage auswirken.

Die Zusammenlegung und Konzentration der Therapiesparten der IBt und EZAG in einer einzigen organisatorischen Einheit führte aus strategischer Sicht zu einer verstärkten Marktpräsenz, insbesondere in Benelux und UK, wo EZAG bisher eher schwach vertreten war. Insgesamt konnte das Seed-Segment den bisherigen Europamarktführer Oncura ablösen. Durch die Realisierung von Synergien in der Produktion und im Vertrieb gehen wir weiterhin von positiven Effekten auf das Wachstum des Segments aus.

Im Subsegment Afterloader ist IBt Bebig ein Nischenanbieter mit ca. 5% des Weltmarktanteils. Dieser liegt nach Schätzungen des Managements bei ca. €225 Mio. Die Hauptabsatzmärkte liegen in Russland, Südamerika, Asien und im Nahen Osten. Im GJ 2009 wuchsen die Umsätze mit Afterloadern um 61%. Der Marktführer im Segment ist die US-amerikanische Varian zusammen mit der holländischen Firma Nucletron.

Segment 2 - Industrie

Dieses Segment umfasst die Produktion und den Vertrieb radioaktiver Komponenten für die industrielle Messtechnik, Strahlenquellen für die nuklearmedizinische Bildgebung, Kalibrier- und Messquellen sowie Rohisotope. Mit einem Anteil von 51% am Gesamtumsatz 2008 ist es das größte Segment des Konzerns. EZAG besitzt einen Marktanteil von ca. 70% des globalen Gesamtmarktes, der ein Volumen von ca. €60 - 80 Mio. hat. In Teilbereichen konnte der Marktanteil nach der Akquisition der Nuclitec sogar auf 100% gesteigert werden. In 2009 wurden etwa 52% der Umsätze in diesem Segment in den USA erwirtschaftet, so dass das Unternehmen hier einem signifikanten \$/€ Wechselkursrisiko ausgesetzt ist, das sich auf den Umsatz und das operative Ergebnis des Konzerns auswirkt (s. Kapitel „Wechselkurs sensitivität“).

Weltmarktführer mit signifikantem FX/FX Exposure

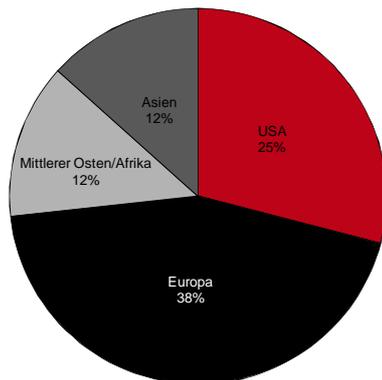
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Die global führende Stellung ist stark akquisitionsgetrieben: Nuclitec GmbH (2009), Analytics, Inc. (2005), sowie Zukauf der Industriequellensparte des Konkurrenten North American Scientific (2008).

In 2008 hatte das Segment eine Sonderkonjunktur erfahren durch den starken Anstieg der Nachfrage von radioaktiven Strahlungsquellen, die in der Erdölexploration benötigt werden. Mittlerweile dürfte sich das Segment insgesamt etwa im Gleichschritt mit dem globalen BIP-Wachstum entwickeln.

Sonderkonjunktur durch Intensivierung der Erdölexploration

Regionale Verteilung der Umsätze



Quelle: Eckert und Ziegler

Das Industriesegment profitiert von einer „naturegegebenen“ Nachfrage, da die radioaktiven Isotope wegen ihres Zerfalls nach einiger Zeit von den Anwendern ersetzt werden müssen. Wir schätzen die wiederkehrenden, quasi sicheren Umsätze, auf 50% des Segmentumsatzes.

Die in unseren vorangegangenen Kurzanalysen geschilderte Möglichkeit einer zusätzlichen Ausweitung des Geschäftsfelds Umweltdienste im Zusammenhang mit der Rückholung der Asse-Abfälle hat sich mittlerweile zu einem Politikum entwickelt; daher kann der Verlauf der aktuellen Diskussion nur bedingt vom Management der EZAG mitgestaltet werden. In der unmittelbaren Nähe der Schächte sträuben sich die Kommunen gegen einen Zwischenlagerungs- und Aufbereitungsstandort. So ist beispielsweise der für die Erweiterung des Geschäftsfelds Umweltdienste von uns ursprünglich ins Gespräch gebrachte Standort in Braunschweig für die Zwischenlagerung und Konditionierung der Asse-Abfälle aufgrund einer kommunal erlassenen Veränderungssperre blockiert. Gerade dieser Standort hätte - neben seiner Nähe zur Asse - den Vorteil, dass er an die Infrastruktur des bestehenden Standorts angekoppelt wäre. Derzeit prüft das Management alternative Angebote anderer Gemeinden. Die in eine eigene Gesellschaft ausgegründete (Kompetenzzentrum für sichere Entsorgung GmbH, KSE) und ab 2010 als eigenständiges Segment geführten „Umweltdienste“ haben in 2009 einen Umsatzbeitrag von ca. €5 Mio. geleistet. Selbst wenn das Asseprojekt scheitern sollte, ist das KSE aufgrund seiner Expertise und bestehenden Infrastruktur inklusive der vorhandenen Genehmigungen bestens positioniert, um an dem Markt „Entsorgung“ weiterhin deutlich zu partizipieren.

Asse-Projekt vorerst offen

€5 Mio. Umsatzbeitrag durch „Umweltdienste“

Das Segment, mit Produktionsstätten in Braunschweig sowie den USA und Tschechien, wird von der US-Tochter Eckert & Ziegler Isotope Products, Inc. (EZIP) gesteuert.

Prominente Marktstellung in Europa

Segment 3 - Radiopharmazie

Die Radiopharmazie hat einen Anteil am Gesamtumsatz des GJ 2009 von 19% (€19,4 Mio.). Umsatzträger waren das mit der Nuclitec-Akquisition neu hinzugekommene Radiopharmazeutikum Yttrium-90, das radioaktive Kontrastmittel FDG für die Positronen-Emissions-Tomografie sowie die Produktgruppe „Modular Lab“ (Synthesegeräte im Labormaßstab für die Herstellung von Radiopharmazeutika direkt in der Klinik).

Eckert und Ziegler ist zweitgrößter europäischer Anbieter und Marktführer in Deutschland bei PET-Isotopen. In 2008 wurden in Deutschland, Benelux, Polen und Skandinavien ca. 32.000 Dosisseinheiten abgesetzt. Die Produktion und der Vertrieb der radioaktiven Kontrastmittel sind auf verschiedene regionale Tochtergesellschaften des Konzerns verteilt.

Weltweit wurden in 2009 insgesamt etwa 250 Synthesegeräte verkauft; davon entfielen auf EZAG 50 Einheiten (+25% im Vgl. zum Vorjahr), was einem Marktanteil von etwa 20% entspricht.

Auch dieses Segment ist – neben dem organischen Wachstum - gekennzeichnet durch strategische Zukäufe. So konnte mit der Akquisition des Radiopharmazieproduzenten MC Pharma GmbH im Jahre 2007 die EZAG ihre Position als führender Hersteller deutlich ausbauen. Die im Januar 2009 erfolgte Akquisition der nuclitec erweiterte zudem das Segment um ein von der EMEA zugelassenes therapeutisches Isotopenprodukt (s. oben).

Der größte europäische Wettbewerber in diesem Segment ist die IBA Group S.A. in Belgien mit einem 2009er Umsatz i.H.v. €360 Mio. Wie das Radiopharmaziesegment der EZAG bietet die IBA eine breite Produktpalette rund um die Themen Medizinische Bildgebung und Zyklotronprodukte an.

Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

Die Eckert & Ziegler Gruppe hat ihre Geschäftstätigkeit in drei operativen Berichtseinheiten organisiert:

1. Industrie

Im GJ 2009 ist das mit der Nuclitec-Akquisition neu hinzugekommene Geschäftsfeld „Umweltdienste“ noch in diesem Segment verankert; ab dem GJ 2010 wird dieser Bereich als ein eigenes Segment geführt werden

2. Therapie

3. Radiopharmazie

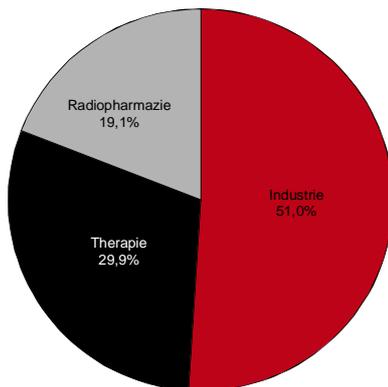
GJ 2009 geprägt durch Sondereffekte

Das Geschäftsjahr 2009 ist wiederum gekennzeichnet durch Sondereffekte im Zusammenhang mit der Konsolidierung des ehemaligen Konkurrenten IBt. Diese wirken sich auf die GuV, die Bilanz sowie die Konzernkapitalflussrechnung aus.

Gewinn- und Verlustrechnung / Segmentbetrachtung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnten die Umsätze um 41,6% auf €101,4 Mio. gesteigert werden. Stärkster Umsatzträger im Berichtszeitraum war wiederum das Segment „Industrie“ mit €51,7 Mio. (+74%), gefolgt von den Segmenten „Therapie“ mit €30,3 Mio. (+12%) und „Radiopharmazie“ mit €19,4 Mio. (+32%). Die folgende Abbildung zeigt die prozentualen Anteile der einzelnen Segmente am Gesamtumsatz 2009:

Segmentumsätze



Quelle: Eckert und Ziegler AG

Der Anteil des **Industriesegments** am Gesamtumsatz betrug mit €51,7 Mio. 51%. Auf den Umsatzzuwachs von €21,9 Mio. entfallen alleine €17,8 Mio. oder 81% auf die im Berichtsjahr erworbene Nuclitec. Die restlichen 19% Wachstumsanteil gehen auf organisches Wachstum zurück, welches zum größten Teil auf die im Vorjahr neu in den Markt eingeführten robusten Bohrlochquellen zurückzuführen ist. Insgesamt ist dieses Segment das ertragreichste und trägt mit €5,5 Mio. etwa 73% zum adjustierten Konzernergebnis bei. Die fortgeführte Hebung von Synergiepotentialen im Rahmen des Integrationsprozesses dürfte sich in Zukunft weiterhin positiv auf das operative Ergebnis und die Nettomarge auswirken.

Das **Therapiesegment** hat sich im Berichtszeitraum zur zweiten Ertragsperle des Konzerns entwickelt. Bei einem Segmentumsatz von €30,3 Mio. wurde ein Ertrag nach Minderheiten und ohne Sondereffekte von €1,1 Mio. erzielt. Das vollkonsolidierte Beteiligungsunternehmen IBt hatte im Berichtszeitraum deutlich die Gewinnschwelle überschritten und weist für das abgelaufene GJ einen Gewinn i.H.v. €4,4 Mio. aus. Der Turnaround wurde möglich durch den Zusammenschluss mit der Therapiesparte (Bebig GmbH) des EZAG-Konzerns und der konsequenten Realisierung von Synergien in der Produktion und im Vertrieb. Während der Margendruck (s.u.: „Wechselkurs sensitivität“) bei den Seeds trotz eines Anstiegs im Volumen „nur“ zu konstanten Umsätzen im Vergleich zum Vorjahr führte, wuchsen die Umsätze bei den Afterloadern außerordentlich stark um 61%. Zum Jahresende stieg die installierte Gerätebasis auf 111. Trotz mittelfristiger Profitabilitätsrückgänge im Seed-Bereich sehen wir in der weiteren Hebung von Synergien sowie in der Einführung der neuen

Turnaround durch Synergieeffekte

Gute Aussichten für den baldigen breakeven des Radiopharmazie-Segments

Implantatgeneration und der Expansion in den US-Markt langfristig positive Effekte auf das Umsatz- und Ergebniswachstum des Segments. Einen deutlichen Beitrag wird auch das Russland-Projekt leisten.

Das **Radiopharmazie**-Segment weist im abgelaufenen GJ bei einem Umsatz von €19,4 Mio. ein Wachstum von 32% auf. Der größte Teil dieses Wachstums (72%) ist auf das mit der Nuclitec-Akquisition neu hinzugekommene Radiopharmazeutikum Yttrium-90 (Yttriga) zurückzuführen. Die Produktreihe „Modular Lab“ wuchs um 14% und die Radiodiagnostika um 7%. Das Segment hat die Gewinnschwelle zwar noch nicht überschritten, konnte aber den Verlust auf T€72 deutlich reduzieren (Vorjahr: T€-321). Zusätzliches Potential sehen wir in der Vermarktung des Gallium-Generators, welcher zur Herstellung weitaus kostengünstigerer Kontrastmittel für die PET eingesetzt werden kann. Die Markteinführung soll nach Unternehmensangaben in 2010 erfolgen.

Das Konzernergebnis beträgt €21,9 Mio. vor Minderheiten; dies ergibt nach Verrechnung der Minderheitengewinne ein Ergebnis i.H.v. €13,250 Mio. für die Aktionäre der EZAG (€3,50/Aktie). Das adjustierte Ergebnis ohne Sondereffekte und nach Verrechnung der Minderheitenanteile beträgt €7,454 Mio. (€1,97/Aktie)

Sondereffekte

Die GuV des GJ 2009 ist stark geprägt durch Sondereffekte im Zusammenhang mit der IBt-Konsolidierung. So wurden €11,3 Mio. latente Steuern auf Verlustvorträge und temporäre Differenzen in der IBt nachträglich aktiviert. Diese wurden nach IFRS 3.65 in den Ertragssteuern erfasst: Infolge wurde der Buchwert des Goodwill um €4,4 Mio. verringert und diese Wertminderung im Aufwand der GuV erfasst; gleichzeitig erhöhten sich die Gewinnanteile der Minderheiten aufgrund der Realisierung vorgenannter latenter Steuern um €7,3 Mio.

Desweiteren wurde die Rückstellung i.H.v. €7,1 Mio., die im Vorjahr im Zusammenhang mit einem gegebenenfalls entstehenden Verpflichtungsüberschuss für ein Pflichtübernahmeangebot für die IBt gebildet wurde, vollständig aufgelöst und cash-neutral als Ertrag erfasst.

Aus dem Rechtsstreit und dem Übernahmeverfahren entstanden Kosten i.H.v. T€908, die ebenfalls im Aufwand verbucht sind.

Wechselkurs sensitivität

36% der Konzernumsätze werden in Dollar fakturiert. Damit ist die Umsatz- und Ertragslage einem starken Wechselkursrisiko ausgesetzt. Im abgelaufenen GJ hat sich der Dollar deutlich erholt; der durchschnittliche Wechselkurs sank von 1,48 in 2008 auf 1,38 in 2009. Dies wirkte sich in Summe mit 2,4% positiv auf die relevanten Positionen der GuV aus.

Desweiteren hat der Wechselkurs einen Einfluss auf die Wettbewerbssituation: ein günstiger Dollarkurs veranlasst US-amerikanische Anbieter im Seed-Bereich (Therapie segment) trotz hoher Transportkosten im verstärkten Maße in Europa zu expandieren. Im GJ 2009 dürfte dieser Effekt aufgrund des gestärkten Dollars weniger ausgeprägt gewesen sein. Im Vergleichszeitraum führte dieser

36% der Konzernumsätze sensitiv ggü. \$/€-Wechselkurs

Zusammenhang jedoch zu einer Belastung der Margen, der die EZAG durch die oben geschilderte Realisierung von Synergien erfolgreich begegnet ist.

Aufgrund der Unwägbarkeiten auf Jahressicht und darüber hinaus, haben wir das Wechselkursrisiko in unserer Prognose nicht berücksichtigt.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	09a	10e	11e	12e	13e	10e	11e	12e	13e	5J. - CAGR
in T€						Veränderungen zum Vorjahr				
Umsatzerlöse	101.399,0	109.782,9	118.669,9	128.090,1	137.056,4	8,3	8,1	7,9	7,0	13,9
Herstellkosten	50.275,0	53.334,0	57.058,1	60.947,0	64.528,0	6,1	7,0	6,8	5,9	11,5
<i>% vom Umsatz</i>	<i>49,6%</i>	<i>48,6%</i>	<i>48,1%</i>	<i>47,6%</i>	<i>47,1%</i>					
Rohertrag	51.124,0	56.448,9	61.611,8	67.143,1	72.528,4	10,4	9,1	9,0	8,0	16,3
Vertriebskosten	18.425,0	18.850,6	19.783,2	20.713,2	21.477,8	2,3	4,9	4,7	3,7	7,3
<i>% vom Umsatz</i>	<i>18,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,7%</i>					
Allgemeine u. Verwaltungskosten	19.083,0	18.663,1	19.580,5	20.494,4	21.243,7	-2,2	4,9	4,7	3,7	7,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>18,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>15,5%</i>					
Forschungs- u. Entwicklungskosten	2.496,0	3.293,5	3.560,1	3.842,7	4.111,7	32,0	8,1	7,9	7,0	5,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>					
Sonstige betr. Erträge	9.339,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Sonstige betr. Aufwend.	4.996,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Betriebsergebnis	15.463,0	15.641,7	18.688,0	22.092,8	25.695,1	1,2	19,5	18,2	16,3	21,8
Wechselkursgewinne/Verluste	147,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Übriges Finanzergebnis	808,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Finanzergebnis	955,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
EBIT	16.418,0	15.641,7	18.688,0	22.092,8	25.695,1	-4,7	19,5	18,2	16,3	22,1
<i>% vom Umsatz</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,7%</i>	<i>17,2%</i>	<i>18,7%</i>					
Zinserträge	68,0	50,0	50,0	50,0	50,0					
Zinsaufwendungen	1.331,0	1.900,0	1.950,0	2.000,0	2.050,0					
EBT	15.155,0	13.791,7	16.788,0	20.142,8	23.695,1	-9,0	21,7	20,0	17,6	23,3
Ertragssteuern (inkl. latente Steuern)	-6.737,0	4.137,5	5.036,4	6.042,8	7.108,5					
<i>davon latente Steuern</i>	<i>11.795,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>					
Konzernergebnis vor Minderheiten	21.892,0	9.654,2	11.751,6	14.100,0	16.586,6	-55,9	21,7	20,0	17,6	40,4
Minderheiten	8.642,0	1.216,4	1.338,0	1.471,8	1.619,0					
Konzernergebnis	13.250,0	8.437,8	10.413,5	12.628,1	14.967,6	-36,3	23,4	21,3	18,5	27,2
<i>% vom Umsatz</i>	<i>13,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,9%</i>					
Anpassungen	-5.796,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Bereinigtes Konzernergebnis	7.454,0	8.437,8	10.413,5	12.628,1	14.967,6	13,2	23,4	21,3	18,5	34,2
<i>% vom Umsatz</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,9%</i>					
<i>nachrichtlich</i>										
Abschreibungen & Wertminderungen	11.525,0	6.038,1	6.526,8	7.045,0	7.538,1	-47,6	8,1	7,9	7,0	-3,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>11,4%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>					
EBITDA	27.943,0	21.679,8	25.214,8	29.137,7	33.233,2	-22,4	16,3	15,6	14,1	12,3
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	3.783	5.260	5.260	5.260	5.260	39,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Ergebnis/Aktie (EpA)	3,50	1,60	1,98	2,40	2,85	-54,2	23,4	21,3	18,5	14,7
Bereinigtes Ergebnis/Aktie (ber. EpA)	1,97	1,60	1,98	2,40	2,85	-18,6	23,4	21,3	18,5	21,0

Quelle: BankM Research

Cash-Position Ende 2009: €43,7 Mio.

Kapitalflussrechnung

Der Cash-Flow aus operativer Tätigkeit erreichte mit €22,1 Mio. einen neuen Rekord (+157%). Die beiden Kapitalerhöhungen führten der Kasse €23,9 Mio. zu, so dass sich abzüglich der Investitionstätigkeit i.H.v. €9,7 Mio. die liquiden Mittel von €7,3 Mio. auf €43,7 erhöhten. Von diesen Barmitteln standen €20 Mio. nicht zur freien Verfügung, da diese für das IBt-Übernahmeangebot hinterlegt wurden (Stand: 31.12.2009).

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	09a	10e	11e	12e	13e	10e	11e	12e	13e	5J. - CAGR
in T€						Veränderungen zum Vorjahr				
Konzernergebnis	21.892,0	9.654,2	11.751,6	14.100,0	16.586,6	-55,9	21,7	20,0	17,6	40,4
+ Abschreibung & Wertminderungen	11.525,0	6.038,1	6.526,8	7.045,0	7.538,1	-47,6	8,1	7,9	7,0	-3,8
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-6.821,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-85,3	0,0	0,0	0,0	n.a.
= Cash Earnings	26.596,0	14.692,3	17.278,4	20.144,9	23.124,7	-44,8	17,6	16,6	14,8	2,7
- andere, nicht-cashwirks. Positionen	11.018,0	-1.574,4	-1.731,9	-3.374,9	-2.095,6					
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-6.534,0	3.846,5	4.125,5	4.417,6	2.015,5	n.a.	7,3	7,1	-54,4	-187,8
= Operativer Cash Flow	22.112,0	12.420,2	14.884,8	19.102,3	23.204,7	-43,8	19,8	28,3	21,5	22,0
- Investitionen in Anlagevermögen	9.698,0	31.082,6	9.493,6	10.247,2	10.964,5	220,5	-69,5	7,9	7,0	15,0
= Freier Cash Flow	12.414,0	-18.662,4	5.391,2	8.855,1	12.240,2	n.a.	n.a.	64,2	38,2	31,3
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	476,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
- Dividende (Vorjahr)	1.132,0	2.367,0	2.700,1	3.124,1	3.788,4	109,1	14,1	15,7	21,3	37,0
- Ausschüttung an Minderheiten	409,0	449,9	494,9	544,4	598,8					
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	23.929,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	436,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
+ Bankverbindlichkeiten	1.521,0	10.000,0	5.000,0	5.000,0	5.000,0					
= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)	36.363,0	-11.479,3	7.196,2	10.186,6	12.853,0	-131,6	-162,7	41,6	26,2	34,4

Quelle: BankM Research

Verlängerung der Bilanzsumme auf €161,9 Mio.

Bilanz

Sowohl die Sondereffekte im Zusammenhang mit der Konsolidierung der IBt als auch die Akquisition der Nuclitec GmbH haben signifikante Auswirkungen auf die Konzernbilanz. Die Bilanzsumme hat sich um 64% von €98,8 auf €161,9 Mio. erhöht. Bilanzverlängernd wirkten sich im Wesentlichen die folgenden Veränderungen aus

- zwei Kapitalerhöhungen (KE), die das gezeichnete Kapital um €2 Mio. und die Kapitalrücklage um €22 Mio. erhöhten. Die Mittel aus der ersten KE wurden zur Teilfinanzierung der Nuclitec-Akquisition eingesetzt, während die Mittel aus der zweiten KE bis zum 31.12.2009 noch nicht investiert wurden. Mittlerweile wurde ein Teil der Gelder für die Finanzierung der IBt-Übernahme verwendet
- im Zusammenhang mit dem Erwerb der Nuclitec wurden Pensionsverpflichtungen i.H.v. €5,3 Mio. berücksichtigt
- Erhöhung der Rückstellungen i.H.v. €7,7 Mio. Diese resultieren im Wesentlichen (€6,1 Mio.) aus langfristigen Rückstellungen für die Verpflichtung (aus der Übernahme der Nuclitec) zur Verarbeitung von eigenen und von Dritten angenommenen radioaktiven Reststoffen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

- erhaltene Anzahlungen i.H.v. €8 Mio. aus dem Rußlandprojekt; diese wurden zwar cash-wirksam vereinnahmt, aber noch nicht als Umsätze gebucht
- die im Eigenkapital ausgewiesenen Minderheitsanteile stiegen um €8,3 Mio., wovon €7,3 Mio. aus der nachträglichen Aktivierung latenter Steuern resultieren (im Wesentlichen Vorträge auf die kumulierten Vorjahresverluste der IBt)

Die im GJ 2008 gebildete Rückstellung i.H.v. €7,1 Mio. für einen möglichen Verpflichtungsüberschuss im Zusammenhang eines Pflichtübernahmeangebots für die IBt wurde vollständig ergebniswirksam aufgelöst, weil deren Grundlage aufgrund des nachhaltig gestiegenen IBt-Aktienkurses entfallen war. Für eine ausführliche Darstellung des Sachverhaltes siehe unsere Basisstudie vom 1.4.2009 (S.7) sowie unser Update v. 5.5.2009 (S. 4-5).

Der Goodwill, der im Zusammenhang mit der IBt-Konsolidierung entstanden ist, wurde im Zusammenhang mit der nachträglichen Erfassung der oben erwähnten latenten Steuern um €4,4 Mio. wertgemindert und dieser Betrag ergebniswirksam im Aufwand erfasst. Gleichzeitig entstand durch die Nuclitec-Akquisition ein Goodwill i.H.v. €5,6 Mio.

Die Eigenkapitalquote hat sich im Berichtsjahr 2009 von 43% auf 54% deutlich verbessert und ist im Wesentlichen auf die beiden Kapitalerhöhungen und das hohe Jahresergebnis zurück zu führen.

Unsere Bilanzprognose für das laufende GJ 2010 und Folgende berücksichtigt die Investition i.H.v. €22,3 Mio. für die im Rahmen des am 24.3.2010 abgeschlossenen Pflichtübernahmeangebots angedienten IBt-Aktien. Wir gehen davon aus, dass diese Investition aus Eigen- und Fremdmitteln mischfinanziert werden wird. Die Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg der IBt erhöhte sich von 38,5% auf 71,9%. Da die IBt seit dem GJ 2008 bereits vollständig konsolidiert ist, stehen den zusätzlich erworbenen Anteilen auf Konzernbilanzebene keine zusätzlichen Vermögenswerte entgegen. Im Sinne einer nachträglichen Kaufpreisanpassung (Purchase Price Accounting) verbuchen wir daher in 2010 einen Goodwill i.H.v. €16,0 Mio. Dieser Betrag ergibt sich aus der Multiplikation der Anteile der EZAG an IBt von nunmehr 71,9% mit der Investitionssumme von €22,3 Mio. Gleichzeitig reduziert sich der Eigenkapitalanteil der Minderheiten um €5,4 Mio. resultierend aus der prozentualen Verringerung der IBt-Anteile.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS in T€	09a	10e	11e	12e	13e	10e	11e	12e	13e
Aktiva						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	27.253,0	37.127,1	41.873,86	46.997,47	52.479,73	21%	22%	23%	25%
Immaterielle Vermögenswerte	42.123,0	58.272,6	57.679,2	57.038,8	56.353,5	33%	30%	28%	27%
<i>dav. Goodwill</i>	22.503,0	39.451,0	39.451,0	39.451,0	39.451,0	22%	21%	19%	19%
Latente Steuern	11.795,0	10.220,6	8.488,7	5.113,8	3.018,2	6%	4%	2%	1%
Sonstiges Anlagevermögen	1.760,0	1.760,0	1.760,0	1.760,0	1.760,0	1%	1%	1%	1%
Anlagevermögen	82.931,0	107.380,2	109.801,8	110.910,0	113.611,4	60%	58%	54%	54%
Vorräte	12.631,0	13.675,4	14.782,4	15.955,8	17.072,7	8%	8%	8%	8%
Forderungen	16.204,0	17.543,8	18.964,0	20.469,4	21.902,2	10%	10%	10%	10%
Barmittel	43.674,0	32.194,7	39.390,9	49.577,5	49.577,5	18%	21%	24%	23%
Sonstiges Umlaufvermögen	6.464,0	6.998,5	7.565,0	8.165,5	9.297,5	4%	4%	4%	4%
Umlaufvermögen	78.973,0	70.412,3	80.702,2	94.168,2	97.850,0	40%	42%	46%	46%
Bilanzsumme	161.904,0	177.792,5	190.504,0	205.078,2	211.461,4	100%	100%	100%	100%
Passiva						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	5.260,0	5.260,0	5.260,0	5.260,0	5.260,0	3%	3%	3%	2%
Kapitalrücklagen	52.719,0	52.719,0	52.719,0	52.719,0	52.719,0	30%	28%	26%	25%
Gewinnrücklagen	18.426,0	24.496,8	32.210,2	41.714,3	41.714,3	14%	17%	20%	20%
Eigenkapital	76.405,0	82.475,8	90.189,2	99.693,3	99.693,3	46%	47%	49%	47%
Minderheitenanteile	10.254,0	6.118,4	7.456,4	8.928,3	10.547,3	3%	4%	4%	5%
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	86.659,0	88.594,2	97.645,7	108.621,6	110.240,6	50%	51%	53%	52%
Rückstellungen	23.296,0	22.296,0	21.296,0	20.296,0	19.296,0	13%	11%	10%	9%
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	5.707,0	6.178,9	6.679,1	7.209,2	8.208,7	3%	4%	4%	4%
Sonstige Verbindlichkeiten	51.949,0	66.902,3	71.562,3	76.160,6	81.924,8	38%	38%	37%	39%
Verbindlichkeiten	75.245,0	89.198,3	92.858,3	96.456,6	101.220,8	50%	49%	47%	48%
<i>davon langfr. Verbindl.</i>	41.247,0	52.389,3	53.069,6	53.509,4	52.319,8	29%	28%	26%	25%
<i>davon Kurzfr. Verbindl. <1J.</i>	33.998,0	36.809,0	39.788,8	42.947,2	48.901,0	21%	21%	21%	23%
<i>dav. Vblk. aus L&L/Vorauszahl.</i>	12.431,0	10.968,7	9.370,4	7.631,6	8.165,9	6%	5%	4%	4%
Bilanzsumme	161.904,0	177.792,5	190.504,0	205.078,2	211.461,4	100%	100%	100%	100%

Quelle: BankM Research

Bewertung

Zur Bewertung der Eckert und Ziegler AG haben wir uns zweier Verfahren bedient, die eine wechselseitige Validierung erlauben und somit für die Plausibilität des jeweils ermittelten Wertes sensibilisiert:

1. Analyse der Freien Cash Flows (DCF-Analyse)
2. Kapitalmarkt Betrachtung (Multiple-Analyse anhand einer Peer Group)

Die ermittelten Werte werden anschließend zu gleichen Teilen gewichtet.

DCF-Analyse

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

- Phase I 2010 – 2013 (kurzfristiger Planungshorizont)
- Phase II 2014 – 2017 (mittelfristige Prognose)
- Phase III Terminal Value (Ewige Rente)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Zur Schätzung der zukünftigen Cash-Flows haben wir uns folgender Quellen bedient:

- Jahresabschlussbericht 2009
- Telefonische Analystenkonferenz am 30. März 2010
- Diskussionen mit dem Vorstand und dem Management
- Wertpapierprospekt v. 29.9.2009 für die Zulassung neuer Aktien
- Pflichtübernahmeangebotsprospekt v. 16.2.2010
- Analyse der relevanten Märkte

Der Vorstand stellt in der tel. Analystenkonferenz fest, dass die konjunkturellen Verwerfungen im abgelaufenen GJ 2009 keinen Einfluss auf die Umsatzlage der EZAG erkennen ließen; gleichwohl ist nicht auszuschließen dass sich ein solcher Einfluss zukünftig manifestiert und die Ertragslage negativ beeinflusst. Insofern konzidieren wir unseren Prognosen eine diesbzgl. Unschärfe. Desweiteren können wir in unseren Prognosen keine potentiellen Akquisitionen berücksichtigen, die die Umsatz- und Ertragslage - wie in der Vergangenheit - signifikant beeinflussen können. Angesichts der historischen Entwicklung des EZAG-Konzerns sind unsere, auf organisches Wachstum ausgelegten Prognosen, eher als konservativ zu betrachten.

Die zeitgewichtete Diskontierung der Freien Cash-Flows ist ein zentrales Element der DCF-Analyse. Wie bereits im letzten Jahr bestehen methodische Probleme in der Ermittlung einer Risikoprämie anhand eines Marktportfolio-Surrogats (breit gestreuter Index). Geometrisch ermittelte Renditen über lange Zeiträume (5 - 10 Jahre - CAGR) ergeben aufgrund der starken Preisverfälle immer noch keine sinnvollen Anhaltspunkte zur Ermittlung einer Risikoprämie. Gleichwohl haben innerhalb der letzten 12 Monate große Indizes wie der S&P 500 und der MSCI World um 48% bzw. 40% zugelegt. Wir fühlen uns komfortabel mit einer Markttrendite von 10% und ermitteln eine Risikoprämie von 7,7%. Zur Ermittlung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten gehen wir von einer Zielkapitalstruktur des EZAG-Konzerns von 60:40 (EK:FK) aus.

Modellannahmen

Risikoloser Zins	3,30%
<i>Umlaufrendite (D)</i>	
Markt-Beta (relevered, angepasst an Zielkapitalstruktur)	0,99
<i>Beta in Terminal Value = 1</i>	
Markttrendite	10,00%
Eigenkapitalkosten	9,93%
<i>Zielgewichtung</i>	
Fremdkapitalkosten	8,00%
<i>Zielgewichtung</i>	
<i>Tax shield</i>	26,3%
WACC	8,32%
<i>Wachstumsrate im Endwert</i>	1,00%

DCF-Modell

DCF-Analyse basierend auf zukünftigen Freien Cash-Flows 2010-2017 + Terminal Value

in T€	Wachstum	Prognose									Terminal Value
		2009a	2010e	Phase 1			Phase 2			2018+	
		Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
		42%	8%	8%	8%	7%	6%	6%	5%	4%	1%
Umsatz		101.399,0	109.782,9	118.669,9	128.090,1	137.056,4	145.279,8	153.996,6	161.696,4	168.164,3	
EBIT		16.418,0	15.641,7	18.688,0	22.092,8	25.695,1	27.236,8	28.871,1	30.314,6	31.527,2	
- Steuern		-2.627,0	4.692,5	5.606,4	6.627,8	7.708,5	8.171,1	8.661,3	9.094,4	9.458,2	
+ Abschreibungen		11.525,0	6.038,1	6.526,8	7.045,0	7.538,1	7.990,4	8.469,8	8.893,3	9.249,0	
+ Veränderungen der langfristigen Rückstellungen		-6.821,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen		-6.534,0	3.846,5	4.125,5	4.417,6	2.015,5	1.848,5	1.959,5	1.730,9	1.453,9	
- andere, nicht-cashwirksame Positionen		11.018,0	-1.574,4	-1.731,9	-3.374,9	-2.095,6	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investitionen in Anlagevermögen		9.698,0	31.082,6	9.493,6	10.247,2	10.964,5	11.622,4	12.319,7	12.935,7	13.453,1	
= Freier Cash-Flow		9.567,0	-17.367,4	6.721,2	10.220,1	13.640,2	12.585,2	13.400,4	14.447,0	15.411,0	15.565,1
Terminal Value											211.528,6
Diskontierungsfaktor			0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,57	0,53	
Nettobarwert der Freien Cash-Flows		n.a.	-16.033,7	5.728,6	8.041,7	9.908,7	8.440,2	8.296,8	8.257,8	8.132,4	
Nettobarwert des Terminal Value											111.293,1
Bewertung	Anteil am EV										
Ergebnis der zukünftigen Cash-Flow	40.772,5		27%								
+ Ergebnis des Terminal Value	111.293,1		73%								
Enterprise Value	152.065,6										
+ Cash	43.674,0										
- Langfristige Verbindlichkeiten	41.247,0										
- Minderheiten	10.254,0										
= Wert des Eigenkapitals	144.238,6										
Fairer Wert pro Aktie	27,42										

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse des Terminal Value (TV)

Sensitivitätsanalyse des Terminal Value (TV)

Diskontierung des TV

	6%	7%	8%	8,36%	9%	10%	11%
0,25%	33,14	29,16	26,20	25,32	23,92	22,11	20,64
0,50%	34,43	30,10	26,92	25,98	24,49	22,57	21,02
0,75%	35,85	31,11	27,68	26,68	25,09	23,05	21,42
1,00%	37,40	32,21	28,51	27,42	25,72	23,56	21,83
1,25%	39,12	33,41	29,39	28,22	26,40	24,10	22,27
1,50%	41,03	34,71	30,33	29,08	27,13	24,67	22,73
1,75%	43,17	36,14	31,36	30,00	27,90	25,28	23,22

Quelle: BankM Research

Quelle: BankM Research

DCF-Wert: €27,42

Die DCF-Analyse ergibt unter Berücksichtigung der oben geschilderten Unsicherheiten einen Nettobarwert des Eigenkapitals i.H.v. €144,2 Mio. resultierend in einem Wert pro Aktie i.H.v. €27,42.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Peer Group-Vergleich

Als führender Teilnehmer in den Nischenmärkten der Anwendung von Radioisotopen, gibt es unseres Wissens kein weiteres Unternehmen, das mit seiner Produktpalette so breit und diversifiziert aufgestellt ist wie die EZAG. Aus diesem Grund ist eine Analyse im Sinne der „closest comparable competitors“ nicht möglich. Wir haben uns stattdessen einer Vergleichsgruppe von deutschen Unternehmen bedient, die ebenso wie die EZAG im „MedTech“-Index der Deutschen Börse gelistet sind. Hier befinden sich Unternehmen, deren Geschäftsmodell aus der Produktion und dem Vertrieb von medizintechnischen Geräten und dazugehörigen Verbrauchsmitteln besteht (biolitec AG, Pulsion AG u.a.). Zudem reflektieren die ausgewählten Unternehmen die Investoren-seitige Wahrnehmung der Medizintechnikbranche im Allgemeinen.

Als Bewertungskennzahl erscheint uns das KGV am aussagekräftigsten, da alle Unternehmen im Prognosezeitraum profitabel sind. Im Folgenden stellen wir die Unternehmen unserer Peer Group kurz vor:

aap Implantate AG ist ein kleiner, schnell wachsender Nischenanbieter, der zum einen Implantate für Frakturheilung und Gelenkersatz und zum anderen Biomaterialien, wie Knochenzemente, Knochenersatzstoffe und Trägermaterialien für Antibiotika entwickelt, produziert und vermarktet. Der Umsatz im GJ 2009 betrug €33,1 Mio.

biolitec AG entwickelt, produziert und vermarktet schwerpunktmäßig Laserprodukte für innovative medizinische Therapien, daneben aber auch für nicht-medizinische Anwendungen. Im Vordergrund stehen dabei bestimmte Augenkrankheiten, verschiedene Krebsformen und Fehlbildungen, krankhafte und kosmetische Hautveränderungen, der Dentalbereich sowie sonstige medizinische Anwendungen etwa in der Veterinärmedizin. Ergänzend zu den Lasergeräten produziert biolitec photodynamische Substanzen (sog. Photosensitizer). Der Umsatz in 2008/2009 (abweichendes GJ) betrug €30,5 Mio.

Carl Zeiss Meditec AG entwickelt, fertigt und vertreibt medizinische Produkte und Systeme für die Augenheilkunde sowie auf dem Gebiet der Neuro- und HNO-Chirurgie. Im Mittelpunkt stehen Systeme zur Diagnose von Krankheiten des Auges sowie Lasersysteme zu deren Therapie. Der Umsatz in 2008/2009 (abweichendes GJ) betrug T€640

IBt International Brachytherapy, S.A. ist ein Tochterunternehmen der Eckert und Ziegler AG. Es entwickelt, produziert und vermarktet Produkte für permanente (Seeds) und temporäre (Afterloader) Brachytherapie zur Behandlung verschiedener Tumore. Der Umsatz im GJ 2009 betrug €30,7 Mio.

Pulsion Medical Systems AG bezeichnet sich als Technologieführer im Bereich gering-invasiver Diagnose-, Überwachungs- und Therapiesteuerungssysteme (Monitore) für den Einsatz in der Intensivpflege und im Operationsbereich. Diese Monitore werden hauptsächlich bei der Herz-Kreislauf-Überwachung verwendet. Darüber hinaus produziert und vertreibt Pulsion ein Diagnostikum sowie sterile Einmalprodukte für das Monitoring von Patienten. Der Umsatz im GJ 2009 betrug €28,1 Mio.

Stratec Biomedical Systems AG entwickelt und produziert medizintechnische Geräte, mit denen Substanzen in Körperflüssigkeiten außerhalb des Körpers nachgewiesen und analysiert werden können. Einen Schwerpunkt stellen Geräte und Systeme zur Analyse von Blut dar. Die Gesellschaft agiert über Tochtergesellschaften neben Deutschland auch in den USA, Großbritannien, der Schweiz und in Rumänien. Der Umsatz im GJ 2009 betrug €79,6 Mio. (nach vorläufigen Zahlen).

Peer Group Unternehmen aus der MedTech-Industrie

UMS United Medical Systems International AG bietet innovative medizinische Versorgungskonzepte im Bereich der High-Tech-Medizin. Die von ihr entwickelten Full-Service-Konzepte basieren auf mobilen Gerätetechnologien und umfassen moderne Medizinsysteme für Diagnose und Therapie in Verbindung mit hochqualifiziertem Personal und das vollständige Gerätemanagement. Der Umsatz im GJ 2009 betrug €35,7 Mio. (nach vorläufigen Zahlen).

W.O.M. World of Medicine AG entwickelt, produziert und vertreibt medizinische Geräte für den Bereich der Minimal Invasiven Chirurgie wie Pumpensysteme, Insufflationssysteme, Kameras, Monitore, Lichtquellen und Videodokumentationssysteme sowie Medizinlaser und hat zudem die für den Geräteinsatz benötigten Zubehör- und Verbrauchsartikel im Angebot. Der Umsatz im GJ 2009 betrug €31,8 Mio.

Unternehmen	Preis	MK (Mio.)	GpA			KGV		
			2009a	2010	2011	2009a	2010	2011
Europa								
aap Implantate AG	1,58	44,05	0,05	0,08	0,13	31,6	19,8	12,2
Biolitec AG	4,28	45,01	0,06	0,25	0,35	71,3	17,1	12,2
Carl Zeiss Meditec AG	11,73	953,36	0,62	0,65	0,72	18,9	18,0	16,3
IBt	3,36	58,98	0,27	0,40	0,30	12,4	8,4	11,2
Pulsion Medical Systems AG	3,07	29,40	0,05	0,29	0,40	61,4	10,6	7,7
Stratec Biomedical Systems AG	25,75	301,02	1,04	1,38	1,71	24,8	18,7	15,1
UMS Medical Syst. Intl AG	6,63	35,89	0,52	0,56	0,56	12,8	11,8	11,8
W.O.M. World of Medicine AG	9,42	84,80	0,16	0,00	n.a.	58,9	n.a.	n.a.
Median		52,00	0,16	0,40	0,40	28,2	17,1	12,2
Eckert & Ziegler AG	21,71	114,20	1,97	1,60	1,98	11,0	13,5	11,0

Kurse vom 9.04.2010

Jahr	2010	2011
Impliziter Aktienkurs	27,46	24,06

Quelle: BankM Research

**Impliziter Aktienkurs
auf Basis KGV 2010:
€27,46**

Auf Basis des medianen 2010-er KGVs der Peer Group von 17,1 errechnen wir einen impliziten Aktienkurs der EZAG von €27,46; auf Basis des KGV 2011 ermitteln wir einen Wert von €24,06 pro Aktie.

Bewertungsfazit

**Fairer Wert der Aktie:
€27,44**

Aus der DCF-Analyse ermitteln wir einen Wert von €27,42. Die Peer Group-Analyse ergibt auf Basis des 2010-er KGV einen Wert von €27,46. **Zu gleichen Teilen gewichtet resultiert ein Wert von €27,44 pro Aktie. Wir empfehlen, die Aktie zu kaufen.**

Entwicklung der Aktie

Seit der Aufnahme unserer Coverage am 1. April 2009 hat sich der Kurs der EZAG-Aktie von €6,80 auf €21,71 (XETRA-Schlusskurs vom 9.04.2010) mehr als verdreifacht (+219%). Im gleichen Zeitraum hat der Vergleichsindex (DAXSUBSEC. MEDICAL TECHNOLOGY PERFORMANCE) lediglich 81% hinzu gewonnen. Unser fairer Wert von €24,00, den wir erstmals am 29.1.2010 ermittelt hatten wurde zwischenzeitlich mehrfach erreicht und zeitweise deutlich übertroffen - in der Spitze lag er bei €24,40.

Die annualisierte Volatilität auf Basis der täglichen Renditen beträgt 56% bei einem mittleren täglichen Handelsvolumen seit Jahresbeginn 2010 von knapp 19.000 Stücken und einem Maximum von 151.000. In jedem Quartal des Geschäftsjahres 2009 bis einschließlich Q1/2010 hat sich das Handelsvolumen kontinuierlich und deutlich nach oben entwickelt, was das zunehmende Interesse der Investoren an der EZAG-Aktie belegt.

SWOT-Analyse

Stärken

- Marktführerschaft in der Brachytherapie (Europa) und in der industriellen Anwendung von Radioisotopen (global)
- Etwa 20% der Umsätze sind wiederkehrend, bedingt durch eine konstante Nachfragekomponente (graduelle Aktivitätsabnahme der Isotope)
- Gut diversifiziertes Produktportfolio reduziert Anfälligkeit ggü. produktspezifischen und konjunkturellen Einflüssen
- Einziger Anbieter in dieser Breite → Alleinstellungsmerkmal
- Management erkennt Chancen und hat deren Umsetzung mehrfach erfolgreich bewiesen
- Hebung enormer Synergiepotentiale durch strategische Akquisitionen und Beteiligungen
- Opportunistische Vertriebsstrategie (Mix aus direkt und indirekt)

Schwächen

- In den einzelnen Segmenten existieren Wettbewerber mit deutlich höheren Kapitalressourcen
- Einige Produkte im Segment „Industrie“ haben nur begrenztes Innovationspotential und weisen geringe Wachstumsraten auf (reife Produkte); ausgenommen sind die „Umweltdienste“, die ab 2010 als eigenes Segment geführt werden
- Fehlende oder unzureichende Kostenerstattung seitens der gesetzl. Krankenkassen für Produkte im Therapie- und Radiopharmazie-Segment
- Starkes Exposure gegenüber \$/€-Wechselkursänderungen kann deutlich zur Volatilität der Umsätze und Erträge führen
- Die hohe Goodwill-Position ist in der derzeitigen Finanzmarktsituation nicht besonders attraktiv für value-orientierte Investoren (Graham-Methodik)

Chancen

- Neues Geschäftsfeld „Umweltdienste“ mit ausgeprägtem Know-how und vorhandener Infrastruktur
 - Expansion des Therapiesegments in den US-Markt eröffnet signifikante Umsatz- und Ertragspotentiale
 - Russlandprojekt (Joint Venture) stärkt Umsatzbasis
 - Segment „Radiopharmazie“ steht vor dem Erreichen der Gewinnschwelle
Wachstumstreiber: bewährte und neue Kontrastmittel, Syntheseautomaten, EMEA-zugelassenes Radiosyntheseprodukt, Lohnfertigung
- Die Schachanlage Asse zu räumen, bietet eine zusätzliche Chance, ist aber abhängig von politischen Entscheidungen

Risiken

- Alternative Methoden zur Behandlung von frühen Stadien des Prostatakarzinoms, insbes. die Behandlung mit hochenergetischen Schallwellen könnten die Umsätze im Therapiesegment schmälern
- Ausfall von Großkunden
- Ein günstiger Dollarkurs führt zum Anstieg des innereuropäischen Wettbewerbs durch US-amerikanische Wettbewerber im Bereich der Seeds; dies könnte der Margendruck auf Prostata-Implantate deutlich erhöhen

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe.

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker	01.04.2009	Kaufen	€10,56
Dr. Roger Becker	05.05.2009	Kaufen	€10,56
Dr. Roger Becker	10.07.2009	Kaufen	€14,50
Dr. Roger Becker	07.08.2009	Neutral	€19,26
Dr. Roger Becker	04.11.2009	Kaufen	€22,21
Dr. Roger Becker	16.11.2009	Kaufen	€22,90
Dr. Roger Becker	17.12.2009	Kaufen	€22,90
Dr. Roger Becker	29.01.2010	Kaufen	€24,00
Dr. Roger Becker	25.03.2010	Neutral	€24,00

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

12.04.2010

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 09.04.2010

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat die Kapitalerhöhungen der Eckert & Ziegler AG im Januar/Februar 2009 und im November/Dezember 2009 als Sole Lead Manager und Sole Bookrunner begleitet, war in diesem Zusammenhang an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG war darüber hinaus an eine weitere Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung des Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Der Analyst hat zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, erhalten oder erworben. Der auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführte Analyst erklärt, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen seine eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und seine Vergütung weder direkt noch indirekt von seinen Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden.

Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2010 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.