

Basisstudie – Aufnahme der Coverage

Analyst:

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

Geschäftsbericht 2008 und aktuelle Entwicklungen

- Rekordumsatz und bestes operatives Ergebnis
- GJ geprägt durch Sondereffekte
- Konsolidierung im Therapie-segment sorgt für Umsatzsprung
- Prognose 2009: Geschäftsvolumen steigt auf rund €100 Mio. (+40%) durch Akquisition von nuclitec

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 €71,6 Mio. generiert (+31,5% i. Vgl. z. Vorjahr) und dabei einen Ertrag i.H.v. €4,5 Mio. nach Minderheiten erwirtschaftet. Bereinigt um \$/€-Wechselkurseffekte (Δ '08/'07: +8,2%), dem insbes. das Segment „Industrie“ ausgesetzt ist, läge der Umsatz bei geschätzt €73,3 Mio. mit einem dann realen Wachstum von 34,6%. Das EBIT wuchs - unter Berücksichtigung der Sondereffekte im Zshg. mit der IBt-Konsolidierung - um 66%; die EBIT-Marge verbesserte sich dabei um 2,7%-Punkte. Der operative Liquiditätszufluss erreichte mit €8,6 Mio. einen neuen Rekord (+29,6%); der Barmittelbestand zum Ende der Berichtsperiode beträgt €7,3 Mio.

- Die Zusammenlegung des Therapie-Segments mit der IBt führt mittelfristig zu ergebnisseitigen Belastungen aus der Integration des belgischen Unternehmens; langfristig dürfte sich diese Strategie aber auszahlen
- Die Akquisition der nuclitec GmbH führt zu Synergien in Produktion und Vertrieb innerhalb des Industriesegments; die Radiopharmazie wird um ein EMEA-zugelassenes Ausgangsprodukt für die Radiotherapie erweitert; neues Geschäftsfeld: Umweltdienste. Wir erwarten einen Umsatzbeitrag im GJ 2009 i.H.v. ca. €25 Mio.
- Dividendenvorschlag für 2008: €0,30 pro Aktie
- Prognose 2009: Umsatz ca. €100 Mio. (+40%)

Ergebniskennzahlen

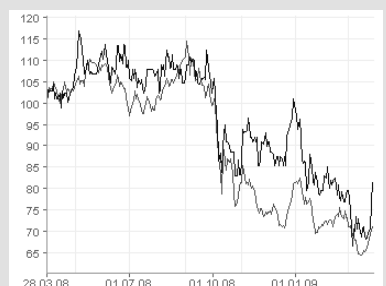
Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	ber. JÜ	ber. EPS	DPS	EBIT Marge	Netto Marge
2008	71.612	18.619	9.469	8.301	4.502	1,43	0,25	13,2%	6,3%
2009	100.000	13.700	8.000	6.450	4.293	1,11	0,30	8,0%	4,3%
2010	106.000	18.520	12.720	11.070	6.696	1,73	0,28	12,0%	6,3%
2011	111.300	22.595	16.695	15.345	8.774	2,26	0,43	15,0%	7,9%
2012	116.865	25.867	19.867	18.817	10.731	2,77	0,57	17,0%	9,2%

Quelle: BankM Research

Fairer Wert: €10,56

Kaufen

Kennzahlen	2009	2010	2011
EV/Umsatz	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	5,3	3,9	3,2
EV/EBIT	9,1	5,7	4,4
P/E bereinigt	6,1	3,9	2,9
Preis/Buchwert	0,5	0,5	0,4
Preis/FCF	n.a.	7,6	4,4
ROE	8,9	8,0	7,1
Dividendenrendite	3,5	4,1	6,4
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	3,879 Mio.		
Market Cap. / EV (Mio. €)	26,2 / 112		
Free Float	53,5%		
WKN	565970		
ISIN	DE0005659700		
Bloomberg	EUZ GY Equity		
Branche	Medizintechnik		
Rechnungslegung	IFRS		
Marktsegment	Regulierter Markt		
Transparenzlevel	Prime Standard		
Geschäftsjahr	31.12.		
Kurs 30.03.2009 (XETRA-Schluss)	€6,80		



Eckert und Ziegler AG (schwarz), Performance - 1 Jahr - vs. DAX Subsector MedTech (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 im Zusammenhang mit der Designated Sponsor Tätigkeit 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
Unternehmensgeschichte	4
Produkte	7
I. Therapie	7
II. Nuklearmedizin und Industrie	10
III. Radiopharmazie	11
Management	12
MÄRKTE UND STRATEGIEN	13
Segment 1 - Therapie	13
Segment 2 - Nuklearmedizin und Industrie	16
Segment 3 - Radiopharmazie	19
ERTRAGS-, VERMÖGENS- UND FINANZLAGE	20
Gewinn- und Verlustrechnung	20
Kapitalflussrechnung	21
Bilanz	21
BEWERTUNG	24
DCF-Analyse	24
DCF-Modell	25
Sensitivitätsanalyse	25
Peer Group-Vergleich	26
Bewertungsfazit	27
SWOT-ANALYSE	28
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	29

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

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
- Nach mehreren Akquisitionen im vergangenen Jahr wird der Umsatz 2009 den Schwellwert von €100 Mio. erreichen. Das Management hat angekündigt, nunmehr den Fokus verstärkt auf den Ertrag und die Selbstfinanzierung zu legen – was sich zukünftig für den Investor auszahlen wird

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 15 Hauptproduktgruppen:

Segment Therapie

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

Segment Nuklearmedizin und Industrie

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

**Breites, diversifiziertes
Produktportfolio**

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

- 10: Umweltdienste
- 11: Quellenentsorgung

Segment Radiopharmazie

- 12: Radioaktive Kontrastmittel (FDG)
- 13: Synthesemodule
- 14: Generatoren für Radioisotope
- 15: Radiopharmazeutika

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 - allerdings nur in ausgesuchten geographischen Märkten tätig, etwa bei den Prostatakrebsimplantaten (nur in Europa und den angrenzenden Gebieten vertrieben) 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.

Unternehmensgeschichte

- 2009 Erwerb des Braunschweiger Isotopenspezialisten nuclitec GmbH
Kapitalerhöhung zur Teilfinanzierung des Erwerbs der nuclitec GmbH Im Volumen von ca. €3,1 Mio. (netto)
- 2008 Verkauf der Tumorerätessparte und weiterer Produkte zur Krebsbehandlung mit einem Umsatzvolumen von zusammen etwa €10 Mio. an die belgische International Brachytherapy S.A. (IBt)

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

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
- 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

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

- 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
- 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.

Aktionärsstruktur:

Aktionär	Anzahl Aktien	Anteil in %
Eckert Wagniskapital und Frühphasenfinanzierung GmbH*	1,542,841	39.8%
Jürgen Ziegler	152,217	3.9%
Eckert und Ziegler AG	106,835	2.8%
Streubesitz	2,076,740	53.5%
Gesamt	3,878,633	100.0%

*früher: Eckert Consult GmbH

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Das Unternehmen beschäftigt z. Zt. 524 Mitarbeiter, u.a. in Europa und den USA.

Besondere Risiken

Am 16.2.2009 meldete die EZAG, dass ein Aktionär der IBt vor einem Brüsseler Gericht eine Klage gegen Eckert & Ziegler zur Erzwingung eines Pflichtangebots eingereicht habe. Eckert & Ziegler hält 29,89% der Aktien von IBt und soll dazu verurteilt werden, den anderen Aktionären von IBt für ihre insgesamt ca. 10 Mio. Aktien ein Pflichtangebot zu einem Aktienpreis von 3,47 EUR pro Aktie zu unterbreiten. Im pessimistischen Szenario müsste die EZAG bei einem derzeitigen Kurs von €2,48 (27.3.2009) eine Prämie von ca. €1,00 pro Aktie, also insgesamt eine Prämie i.H.v. €10 Mio. für die Übernahme bezahlen. Für diesen Fall hat der Vorstand beschlossen, eine Rückstellung i.H.v. €7 Mio. zu bilden. Das Management ist jedoch überzeugt, dass die Klage haltlos ist und wird beantragen, diese abzuweisen. Die Entscheidung wird sich bis Mitte 2010 hinziehen.

**Prozessrisiko i.H.v.
€10 Mio.; EZAG bildet
Rückstellung i.H.v. €7
Mio.**

Am 19. März 2009 meldete die IBt, dass das Unternehmen eine Klage gegen die EZAG erhoben hat hinsichtlich von Zusicherungen und Gewährleistungen im Rahmen einer Vereinbarung vom Februar 2008. In der gleichen Meldung heißt es, dass EZAG eine ebensolche Klage erhebe. Beide Parteien seien bemüht, eine Lösung zu finden; das Ergebnis der IBt sei bei erfolgreicher Klage nicht beeinträchtigt.

Produkte

I. 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. Darüberhinaus 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, Wahrscheinlichkeitstafeln, 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:

**„Seeds“ zur
Behandlung von
Prostatakrebs**

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

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



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

Die Bundesärztekammer und die Kassenärztliche Bundesvereinigung haben in einer gemeinsamen wissenschaftlichen Stellungnahme die Seed-Therapie als vollwertige Alternative zur herkömmlichen chirurgischen Operation bei

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

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 hat die EZAG ihr Therapiegeschäft mit der belgischen IBT zusammengelegt (s. Kapitel „Markt und Strategie“).

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 Prostatumoren 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:

Produkt	LDR/HDR	Indikation
Curietron	LDR	Gebärmutterhalskrebs
Multisource	HDR	Blase, Brust, Gebärmutter Gebärmutterhals, Gehirn, Hals, Lunge, Prostata, Rachen, Zunge

Quelle: Eckert und Ziegler AG

**Erstattung in
Deutschland noch
eingeschränkt**



Multisource-Afterloader

Quelle: Eckert und Ziegler

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

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

Jahrzehntelang 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 1 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 2008 mit einem Umsatz i.H.v. €27 Mio. zu 37,8% des Gesamtumsatzes beigetragen.

II. Nuklearmedizin und Industrie

Diese Segmentbezeichnung seitens EZAG empfinden wir in ihrem ersten Terminus als unscharf. Gemeint ist hier in der internen Definition nicht die Nuklearmedizin als **medizinische** Fachrichtung (Diagnostik und Therapie), sondern der Begriff umfasst die Herstellung kernphysikalischer Komponenten (Referenzstrahler) für die Produktion und Kalibrierung bildgebender Verfahren, wie Gamma-Kameras und PET (Positronen-Emissions-Tomographie); diese wiederum finden Anwendung bei Nuklearmedizinern im eigentlichen Sinne.

Das Subsegment „Industrie“ umfasst 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

Zahlreiche industrielle Anwendungsgebiete

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

ausbauen können. Eine Sonderkonjunktur erlebte in 2008 die isotonen-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 (s. Kapitel „Markt und Strategie“)

Das Segment „Nuklearmedizin und Industrie“ hat im Geschäftsjahr 2008 mit einem Umsatz i.H.v. €29,8 Mio. zu 42,2% des Gesamtumsatzes beigetragen.

III. 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 isotonen-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 Zyklotrons (Teilchenbeschleuniger) ¹⁸Fluor-Desoxyglucose (FDG) her. Als Zucker reichert sich die Verbindung in Tumoren besonders stark an, da diese einen hohen Energieverbrauch aufweisen.

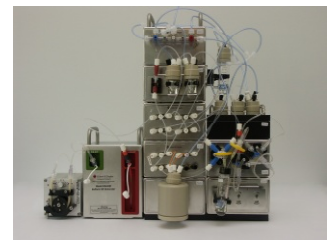
Kontrastmittel für die PET können aufgrund ihrer Kurzlebigkeit nicht gelagert werden und müssen bedarfsgerecht täglich neu angesetzt werden. Vor diesem Hintergrund hat das Unternehmen leicht zu bedienende Synthesemodule („Modular Lab“) entwickelt, mit deren Hilfe die Radiopharmazeutika in der Praxis 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.

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.

Das Segment „Radiopharmazie“ hat im Geschäftsjahr 2008 mit einem Umsatz i.H.v. €14,7 Mio. zu 20,6% des Gesamtumsatzes beigetragen.

Langfristige Kooperation mit der Charité



Modular Lab

Quelle: Eckert und Ziegler

Erstattung der PET in Deutschland noch restriktiv

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, Vorsitzender (*1960)	01.07.1997	31.12.2010	Unternehmensleitung, Investor Relations, Finanzen, Business Development, Segment Nuklearmedizin und Industrie
Dr. Edgar Löffler (*1953)	07.05.2001	31.12.2009	Segment Therapie
Dr. André Heß (*1965)	01.03.2008	28.02.2011	Segment Radiopharmazie

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 „Nuklearmedizin und 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.

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

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.

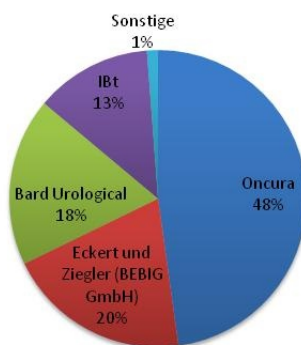
**Erfolgreiches
Umsetzen von
Opportunitäten**

Segment 1 - Therapie

Im Bereich der Prostataimplantate ist Eckert und Ziegler ausschließlich in Europa und angrenzenden Gebieten, hier insbesondere Russland, tätig. Diese regionale Fokussierung ist strategisch durchaus sinnvoll: einerseits wird der US-Markt bereits durch einheimische Konkurrenten dominiert, die durch ein hohes Produktionsvolumen von entsprechend niedrigeren Stückkosten profitieren und somit die Wettbewerbsposition eines „US-Einsteigers“ aufgrund des resultierenden Margendrucks deutlich verschlechtern; andererseits profitiert Eckert und Ziegler von den hohen genehmigungsrechtlichen Hürden und aufwändigen logistischen Voraussetzungen, die es der US-amerikanischen Konkurrenz erschweren, den Kostendruck auf dem europäischen Markt auszuspielen. Der Wettbewerb im europäischen Seed-Markt (D, F, I, UK) stellt sich wie folgt dar (Marktstudie von 2007, Zahlen für 2006, vor der Zusammenlegung der EZAG/IBt-Therapiesparten):

**Regionale
Fokussierung bei
Prostata-Implantaten**

Europäischer Seed-Markt (D, F, I, UK)



Quelle: Millennium Research, 2007

Diese Darstellung der Marktanteile ist für die EZAG nur bedingt aussagekräftig, da das Unternehmen in weit mehr europäischen Ländern und angrenzenden Regionen tätig ist, als die Millennium-Studie berücksichtigt. Im gesamt-europäischen Markt inklusive angrenzender Länder, wie insbes. Russland, dürfte die EZAG - nunmehr gemeinsam mit der IBt (s. Exkurs 1) - einen Marktanteil im Seed-Markt von etwa 50% haben.

**Marktanteil von 50%
bei permanenten
Kleinimplantaten
(Seeds)**

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

Exkurs 1 - Konsolidierung im Brachytherapie-Markt

Durch die 2008 erfolgte Konsolidierung der IBt, Belgien, hat die EZAG ihre Position als zweitgrößter Anbieter im europäischen Seed-Markt festigen und ausbauen können. Durch Einbringung der 100%-Tochter BEBIG GmbH als Sacheinlage in eine Kapitalerhöhung der IBt erhielt EZAG 38,5% der Stammaktien, bzw. 29,9% der stimmberechtigten Aktien der IBt. Ferner hält Eckert und Ziegler eine Kaufoption auf den Erwerb von weiteren 5 Mio. stimmberechtigten Aktien, die - bei Ausübung - zu einer Aktienmehrheit führt. Diese Option zusammen mit den bislang erworbenen Anteilen erfordert nach den internationalen Rechnungslegungs-Standards eine Vollkonsolidierung (IAS 27.14 und 27.15) seitens des EZAG-Konzerns.

Der Transaktion lag eine Bewertung der BEBIG Seed-Sparte mit dem 5,5-fachen des EBITDA zuzüglich des Nettovermögens zugrunde; in Summe resultierte ein Transaktionspreis i.H.v. €23,5 Mio. Im Dezember 2008 wurde der bei der BEBIG GmbH bislang verbliebene Anteil innerhalb der Therapiesegments ebenfalls an die IBt für ca. €5 Mio. verkauft. Die Finanzierung erfolgte mit einem langfristigen Verkäuferdarlehen.

Die Zusammenlegung und Konzentration der Therapiesparten beider Unternehmen in einer einzigen organisatorischen Einheit führt aus strategischer Sicht zu einer verstärkten Marktpräsenz, insbesondere in Benelux und UK, wo EZAG bisher eher schwach vertreten war. Insgesamt kann das Seed-Segment zum Marktführer Oncura deutlich aufschließen. Durch die Realisierung von Synergien in der Produktion und im Vertrieb gehen wir - trotz mittelfristiger Profitabilitätseinbußen im Therapie-Bereich (bedingt durch die Konsolidierung, s. Kapitel „Ertrags- und Vermögenslage“) - langfristig von positiven Effekten auf das Wachstum des Segments aus.

Während in den USA die seed-basierte Behandlung des frühen Prostatakarzinoms sehr verbreitet ist (ca. ein Drittel der diagnostizierten Fälle), besteht in Europa immer noch ein deutlicher Nachholbedarf. Die Verbreitung in den USA ist zurückzuführen auf eine verbesserte Diagnostik und damit frühzeitige Erkennung durch die Erstattung des PSA-Testes (Prostata-spezifisches Antigen). In Deutschland und anderen europäischen Ländern, wird die Kostenübernahme für diesen Test bisher noch restriktiv gehandhabt und erfolgt nur bei bestehendem Verdacht auf ein Prostatakarzinom.

Die Eckert und Ziegler AG setzt sich aktiv für einen Sinneswandel seitens der Kostenträger ein und propagiert die Erstattung der Vorsorgeleistung in der Früherkennung des Prostatakarzinoms. Ebenfalls müssen die Meinungsbildner (niedergelassene Urologen und Klinikärzte) von den Vorteilen der Brachytherapie verstärkt überzeugt und für ihre Anwendung gewonnen werden. Gerade eine Verbesserung der Vorsorge mit ihrer erhöhten Erkennung von Frühstadien würde zwangsläufig die Basis für die Anwendung der seed-basierten Therapie verbreitern.

Die pharmako-ökonomische Betrachtung in der nachfolgenden Tabelle belegt ein günstigeres Nutzen/Kosten-Verhältnis zum Vorteil der Implantatbehandlung:

Penetration der seed-basierten Therapie als direkte Funktion der Vorsorgeakzeptanz

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Pharmako-ökonomische Betrachtung von Behandlungsoptionen

Kosten in €	Brachytherapie	Prostatektomie
DRG Basisrelation (Faktor)	2,145	1,174
Angenommener Klinik DRG Basiswert	2.500	2.500
= Operationskosten	5.363	2.935
Kosten Anschlussheilbehandlung	445	-
Kosten Reha	-	4.200
= Gesamt	5.808	7.135

Quelle: Eckert und Ziegler AG

DRG = Diagnosis related group; Diagnose-bezogene Fallgruppen

Im Falle des operativen Eingriffs, der Entfernung der Prostata, schlagen insbesondere die Kosten für die post-operative Rehabilitation zu Buche, die bei der minimal-invasiven Vorgehensweise vollständig entfallen.

Laut dem aktuellsten Bericht des Robert-Koch-Instituts (*Krebs in Deutschland, 2008*) werden in Deutschland jährlich über 58.000 Prostatakarzinome diagnostiziert. So ist die Prostata mit 25,4 % die häufigste Lokalisation bösartiger Neubildungen beim Mann. Bei den zum Tode führenden Krebserkrankungen steht das Prostatakarzinom mit 10% an dritter Stelle. Das mittlere Erkrankungsalter liegt bei ca. 69 Jahren. Erkrankungen treten kaum vor dem 50. Lebensjahr auf.

Unter den wichtigsten nicht- oder minimal-invasiven therapeutischen Verfahren (Brachytherapie, Kryotherapie und Hochintensiver fokussierter Ultraschall [HIFU]) hat die Brachytherapie mit Seeds in der Behandlung des Prostatakarzinoms einen dominierenden Anteil von ca. 85%. Gleichzeitig ist die Wachstumsdynamik hier am schwächsten und wird deutlich übertroffen von den beiden anderen Methoden (Millennium Research, 2007). Die zweistelligen Wachstumsraten bei der Kryotherapie und dem HIFU resultieren aus derzeit noch deutlich geringeren Behandlungs-Fallzahlen. Insgesamt profitieren die alternativen Therapieverfahren von einer graduell zunehmenden Verdrängung der radikalen Operation.

Anteil und Wachstum (Fallzahlen) der wichtigsten alternativen Behandlungsmethoden (D, F, I, UK)

altern. Therapieverfahren	Brachytherapie	Kryotherapie	Ultraschall
CAGR (2007-2011)	7,4%	22,4%	24,0%
Anteil nicht-/minimal-invasive Therapien (2007)	85,2%	10,4%	4,5%

Quelle: Millennium Reserach

Eckert & Ziegler kooperiert auf dem europäischen Markt mit der niederländischen Nucletron, indem das Unternehmen für den Wettbewerber Seeds produziert. Dadurch ist bei gleicher Fixkostenbelastung eine bessere Auslastung der Kapazitäten gegeben. In 2003 wurde der Abschluss eines Kooperationsvertrages mit dem US-Unternehmen Theragenics bekannt gegeben. Theragenics ist in der Produktion und dem Vertrieb von vorwiegend Palladium-Implantaten für die Brachytherapie tätig. Der Vertrag umfasst den Bau einer Produktionslinie für Jod-Seeds. Eckert & Ziegler übertrug Theragenics das US-Geschäft in diesem Segment und erhielt im Gegenzug die Vertriebsrechte an den Palladium-Implantaten für Europa.

In Deutschland jährliche Inzidenz von 58.000 Fällen

Dominante Stellung der seed-basierten Therapie

Kooperationen führen zu verbesserter Auslastung der Fixkosten

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

EZAG verzeichnet mit ihren Kleinimplantaten in den letzten Jahren Wachstumsraten zwischen 10 und 25% p.a. Durch die Vollkonsolidierung der IBt beträgt der Umsatz in 2008 €17,2 Mio. und weist somit im Jahresvergleich ein Wachstum von 60% auf (ohne IBt: €11 Mio., +10%). Angesichts eines europäischen Marktvolumens von ca. €35 Mio. hat EZAG somit einen Marktanteil von annähernd 50%.

Im Subsegment Afterloader ist EZAG ein Nischenanbieter mit ca. 5% des Weltmarktanteils. Dieser liegt nach Schätzungen des Managements zwischen €80 und €120 Mio. Der Marktführer in diesem Segment ist die US-amerikanische Varian zusammen mit der holländischen Firma Nucletron. EZAG beliefert - aus Gründen der Kosteneffizienz und des Fehlens ausreichender logistischer Infrastruktur in den Zielländern - insbesondere Schwellenländer, wie Russland, Indien und Venezuela.

Segment 2 - Nuklearmedizin und 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 ca. 42% am Gesamtumsatz 2008 ist es das größte Segment des Konzerns. EZAG besitzt einen Marktanteil von ca. 56% des globalen Gesamtmarktes (nach Akquisition der nuclitec; siehe Exkurs 2), der ein Volumen von ca. €50 – 75 Mio. hat. In 2008 wurden etwa 61% 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 „Finanzanalyse“).

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 hat das Segment eine Sonderkonjunktur erfahren durch den starken Anstieg der Nachfrage von radioaktiven Strahlungsquellen, die in der Erdölexploration benötigt werden. Ob diese Nachfrage auf hohem Niveau zukünftig anhält, ist angesichts der wieder stark zurück gekommenen Rohölpreise fraglich.

Nach der Akquisition der nuclitec und der Integration des Strahlenquellengeschäfts in das EZAG-Segment „N & I“, stellen sich die globalen Marktanteile sowie die regionale Umsatzverteilung des Segments wie folgt dar:

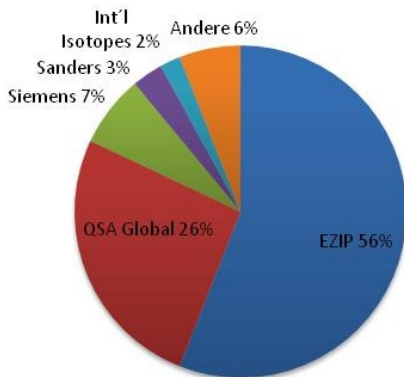
**Weltmarktführer mit
signifikantem FX/FX
Exposure**

**Sonderkonjunktur
durch Intensivierung
der Erdölexploration**

Eckert & Ziegler AG

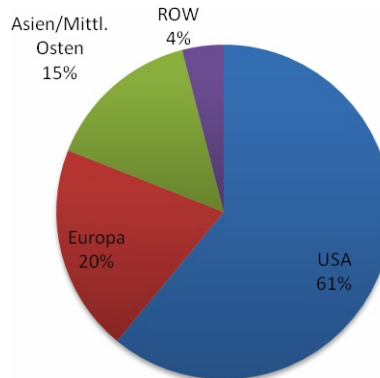
1. April 2009

Globale Marktanteile



Quelle: Eckert und Ziegler

Regionale Verteilung der Umsätze



Das Segment „N & I“ 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.

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

Exkurs 2 - Akquisition der nuclitec GmbH, Braunschweig

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. Im letzten Geschäftsjahr, das am 31.3.2008 endete, betrug der Umsatz nach IFRS €22,8 Mio. Die nuclitec erwirtschaftete dabei mit rund 120 Mitarbeiter ein in etwa ausgeglichenes Ergebnis i.H.v. plus T€50.

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 stärkt der Konzern seine Segmente „Nuklearmedizin & Industrie“ sowie „Radiopharmazie“. Hinzu kommt das neue Geschäftsfeld „Umweltdienste“.

Eckert & Ziegler rechnet durch die Akquisition der nuclitec mit einem Umsatzbeitrag i.H.v. ca. €25 Mio. in der konsolidierten GuV 2009.

Strahlenquellen für die Industrie

nuclitec produziert und verarbeitet eine breite Palette an Radio-Isotopen zur Verwendung in der Industrie, z.B. zur Dickenmessung von Materialien und als Referenzstrahler zur Kalibrierung technischer und medizintechnischer Geräte.

**Signifikantes
Synergiepotential**

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

Damit komplementiert die Produktpalette der nuclitec das EZAG-Segment „Nuklearmedizin & Industrie“ und erlaubt aus unserer Sicht hierdurch die Realisierung eines signifikanten Synergiepotentials - sowohl in der Produktion als auch insbesondere im Vertrieb durch die Verbreiterung des Sortimentangebots an bestehende und neu hinzu gewonnene Kunden.

Europäische Zulassung (EMA) für Radiopharmazeutikum

Radiopharmazie

Im Rahmen ihres Geschäftsbereichs „Medical“ hat die nuclitec eine Zulassung seitens der europäischen Behörde (EMA) zur Anwendung ihres Radiopharmazeutikums Yttrium-90 erhalten. Dieses wird unter der Bezeichnung Ytriga 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.

Wir möchten anmerken, dass das nuclitec-Segment „Medical“ momentan noch defizitär ist und somit zu einer Beeinträchtigung der Margen führt. Es bleibt abzuwarten, ob und in welchem Ausmaß eine Verbesserung der Kostenstruktur in diesem Produktzweig erreicht werden kann.

Neues Geschäftsfeld „Umweltdienste“

Umweltdienste

Einen völlig neuen Tätigkeitsbereich erschließt sich für die EZAG durch das Geschäftsfeld „Umweltdienste“ der nuclitec; dieser wird zukünftig in das Segment „N & I“ integriert. 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, Salzgitter vorbereitet. Das Bundesverwaltungsgericht hat im Jahr 2007 das Endlager genehmigt; der Einlagerungsbeginn ist für 2013 vorgesehen. Etwa 50% des Umsatzes werden durch Aufträge aus dem Ausland generiert. Hierbei wird der radioaktive Abfall aufbereitet, zur Endlagerung aber wieder in das Auftragsland zurück befördert.

Starke Expertise und exorbitantes Know-how in der Aufbereitung schwach-radioaktiver Abfälle

Die nuclitec ist derzeit der einzige privatrechtliche Betrieb für die Konditionierung von Konrad-Containern. Diese Tätigkeit wird ansonsten aussch. von staatlichen Behörden, den sog. Landessammelstellen, durchgeführt. Darüberhinaus 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 margen-wirksame Kostenvorteile.

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Segment 3 - Radiopharmazie

Die Radiopharmazie ist mit einem Anteil am Gesamtumsatz des GJ 2008 von knapp 21% (€14,7 Mio.) zwar das kleinste Segment innerhalb des EZAG-Konzerns, zeichnet sich aber durch ein sehr starkes Wachstum aus (+71%; Vorjahre: 61% und 74%). Wachstumsträger sind hier 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 2008 insgesamt etwa 250 Synthesegeräte verkauft; davon entfielen auf EZAG 40 Einheiten, was einem Marktanteil von etwa 15% 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).

**Prominente
Marktstellung in
Europa**

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

Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

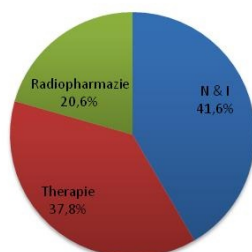
GJ 2008 geprägt durch Sondereffekte

Das Geschäftsjahr 2008 ist gekennzeichnet durch Sondereffekte im Zusammenhang mit der Konsolidierung des ehemaligen Konkurrenten IBt. Diese wirken sich auf die GuV, die Bilanz sowie die Konzernkapitalflussrechnung aus. In unseren Prognosen hinsichtlich der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage berücksichtigen wir zudem die Beiträge, die sich durch die Akquisition der nuclitec GmbH im Januar 2009 ergeben.

Gewinn- und Verlustrechnung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnten die Umsätze um 31,5% auf €71,6 Mio. gesteigert werden. Stärkster Umsatzträger im Berichtszeitraum war wiederum das Segment „Nuklearmedizin und Industrie“ (+19%), gefolgt von den Segmenten „Therapie“ (+30%) und „Radiopharmazie“ (+71%). Die Abbildung zeigt die prozentualen Anteile am Gesamtumsatz 2008:

Segmentumsätze



Quelle: Eckert und Ziegler AG

Konsolidierung belastet Ergebnis im Therapie-Segment

Das **Therapie**-Segment profitiert ganz eindeutig von der Zusammenlegung mit der IBt; das Wachstum des Segments nahm um 25%-Punkte zu (Vorjahr: +5%).

Ergebnisseitig resultierte durch die Belastungen aus der Restrukturierung und der Integration der IBt ein Verlust in diesem Segment i.H.v. €2,3 Mio. Durch die Realisierung von Synergien in der Produktion und im Vertrieb gehen wir - trotz mittelfristiger Profitabilitätsrückgänge im Seed-Bereich - langfristig von positiven Effekten auf das Ergebniswachstum des Segments aus. Weiterhin dürfte das Segment von der Entwicklung der Plastik-, anstelle der bisher Metall-verkapselten Seeds profitieren.

27% der Konzernumsätze sensitiv ggü. \$/€ Wechselkurs

Ca. 61% der Umsätze im Segment „N & I“ wurden in den USA generiert (entspricht 27% der Konzernumsätze). Dies resultiert in einer Sensitivität gegenüber dem \$/€-Wechselkurs, der sich im abgelaufenen Geschäftsjahr negativ für die EZAG entwickelt hatte (Δ '08/'07: +8,2%, auf Basis durchschnittl. Wechselkurse). Derzeitig erleben wir eine Erholung des Dollars mit positiven Auswirkungen auf die Umsatz- und Ertragslage. Aufgrund der Unwägbarkeiten auf Jahressicht und darüber hinaus, haben wir das Wechselkursrisiko unserer Prognose nicht berücksichtigt.

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Die Akquisition der nuclitec im Januar 2009 wird zukünftig signifikant zum Segmentumsatz beitragen. Alleine für das lfd. GJ rechnet das Management mit einem Umsatzbeitrag i.H.v. €25 Mio. Erhebliche Synergiepotentiale dürften sich positiv auf das operative Ergebnis und die Nettomarge auswirken.

Das **Radiopharmazie**-Segment wächst mit 71% am stärksten, hat aber derzeit die Gewinnschwelle noch nicht überschritten; gleichwohl konnte der Verlust auf T€300 etwa halbiert werden. Die Verzögerung des break-even hängt damit zusammen, dass Entwicklungskosten nicht aktiviert, sondern kostenwirksam in der GuV erfasst wurden. Wachstumstreiber sind hier das Radiopharmazeutikum FDG für die PET sowie die Produktreihe „Modular Lab“, die gut im Markt angenommen wird. Zusätzliches Potential sehen wir in der Vermarktung des Gallium-Generators, welcher zur Herstellung weitaus kostengünstigerer Kontrastmittel für die PET eingesetzt werden kann.

Der Verkauf der BEBIG-Beteiligung führte zu einem (nicht cash-wirksamen) Buchgewinn i.H.v. €14,38 Mio.; dieser Betrag führte zu einer signifikanten Erhöhung der sonst. betr. Erträge auf €17,24 Mio. Die sonst. betr. Aufwendungen i.H.v. €8,98 Mio. enthalten Rückstellungen i.H.v. €7,14 Mio. für eine anhängige Klage eines Minderheitsaktionärs der IBt auf Abgabe eines Pflichtübernahmeangebots seitens der EZAG (s. Kapitel „Unternehmensprofil“, besondere Risiken).

Im Konzernergebnis resultieren €3,04 Mio. vor Minderheiten; dies ergibt nach Verrechnung der Minderheitenverluste ein Ergebnis i.H.v. €4,50 Mio. für die Aktionäre der EZAG (€1,43/Aktie).

Kapitalflussrechnung

Der Cash-Flow aus operativer Tätigkeit erreichte mit €8,6 Mio. einen neuen Rekord (+29,6%). Die liquiden Mittel erhöhten sich um knapp €3 Mio; der Barmittelbestand zum Ende 2008 beträgt €7,3 Mio.

**Umsatzbeitrag 2009
der akquirierten
nuclitec: €25 Mio.**

**Gute Aussichten für
den baldigen break-
even des Radio-
pharmazie-Segments**

EPS: €1,43/Aktie

**Cash-Position Ende
2008: €7,3 Mio.**

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

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	08a	09e	10e	11e	12e	09e	10e	11e	12e	CAGR
in T€						Veränd. z. Vorjahr (%)				
Umsatzerlöse	71.612,0	100.000,0	106.000,0	111.300,0	116.865,0	39,6	6,0	5,0	5,0	13,0
Herstellkosten	37.453,0	52.000,0	54.060,0	55.650,0	57.263,9	38,8	4,0	2,9	2,9	11,2
Rohertrag	34.159,0	48.000,0	51.940,0	55.650,0	59.601,2	40,5	8,2	7,1	7,1	14,9
Vertriebskosten	15.115,0	19.000,0	19.080,0	18.921,0	18.698,4	25,7	0,4	-0,8	-1,2	5,5
Allgemeine u. Verwaltungskosten	14.609,0	18.000,0	16.960,0	16.695,0	17.529,8	23,2	-5,8	-1,6	5,0	4,7
Forschungs- u. Entwicklungskosten	3.108,0	3.000,0	3.180,0	3.339,0	3.506,0	-3,5	6,0	5,0	5,0	3,1
Sonstige betr. Erträge	17.241,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Sonstige betr. Aufwend.	8.979,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Betriebsergebnis	9.589,0	8.000,0	12.720,0	16.695,0	19.867,1	-16,6	59,0	31,3	19,0	20,0
Wechselkursgewinne/Verluste	51,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Übriges Finanzergebnis	-171,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Finanzergebnis	-120,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
EBIT	9.469,0	8.000,0	12.720,0	16.695,0	19.867,1	-15,5	59,0	31,3	19,0	20,4
Zinserträge	73,0	50,0	50,0	50,0	50,0					
Zinsaufwendungen	1.241,0	1.600,0	1.700,0	1.400,0	1.100,0					
EBT	8.301,0	6.450,0	11.070,0	15.345,0	18.817,1	-22,3	71,6	38,6	22,6	22,7
Ertragssteuern	5.264,0	2.257,5	3.874,5	5.370,8	6.586,0					
Konzernergebnis	3.037,0	4.192,5	7.195,5	9.974,3	12.231,1	38,0	71,6	38,6	22,6	41,7
Minderheiten	-1.465,0	-100,0	500,0	1.200,0	1.500,0					
Anpassungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Adjustiertes Konzernergebnis	4.502,0	4.292,5	6.695,5	8.774,3	10.731,1	-4,7	56,0	31,0	22,3	24,3
<i>nachrichtlich</i>										
Abschreibungen	9.150,0	5.700,0	5.800,0	5.900,0	6.000,0	-37,7	1,8	1,7	1,7	-10,0
EBITDA	18.619,0	13.700,0	18.520,0	22.595,0	25.867,1	-26,4	35,2	22,0	14,5	8,6
Anzahl Aktien	3.143	3.879	3.879	3.879	3.879					
Ergebnis/Aktie (EpA)	1,43	1,11	1,73	2,26	2,77	-22,7	56,0	31,0	22,3	17,9
Cash Earnings (CE)/Aktie	2,0	6,4	2,6	3,1	3,8	-60,4	21,3	24,0	15,8	-8,9

*für 2008: Ø im Umlauf

Quelle: BankM Research

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	08a	09e	10e	11e	12e	09e	10e	11e	12e	CAGR
in T€						Veränd. z. Vorjahr (%)				
Konzernergebnis	3.037,0	4.192,5	7.195,5	9.974,3	12.231,1	38,0	71,6	38,6	22,6	41,7
+ Abschreibung	9.150,0	5.700,0	5.800,0	5.900,0	6.000,0	-37,7	1,8	1,7	1,7	-10,0
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	8.054,0	0,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	n.a.	0,0	0,0	0,0	n.a.
= Cash Earnings	20.241,0	9.892,5	11.995,5	14.874,3	17.231,1	-51,1	21,3	24,0	15,8	-3,9
- andere, nicht-cashwirksame Positionen	13.233,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-1.584,0	242,6	51,3	45,3	47,6	n.a.	-78,9	-11,7	5,0	-41,9
= Operativer Cash Flow	8.592,0	9.649,9	11.944,2	14.829,0	17.183,5	12,3	23,8	24,2	15,9	18,9
- Investitionen in Anlagevermögen	5.461,0	13.000,0	8.480,0	8.904,0	9.349,2	138,1	-34,8	5,0	5,0	14,4
= Freier Cash Flow	3.131,0	-3.350,1	3.464,2	5.925,0	7.834,3	n.a.	n.a.	71,0	32,2	25,8
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	59,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	0,0	0,0	0,0	n.a.
- Dividende (Vorjahr)	786,0	925,0	1.073,1	1.673,9	2.193,6	17,7	16,0	56,0	31,0	29,3
- Ausschüttung an Minderheiten	103,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	0,0	0,0	0,0	n.a.
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,0	3.143,2	0,0	0,0	0,0					
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
+ Bankverbindlichkeiten	635,0	2.500,0	0,0	0,0	0,0					
= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)	2.936,0	1.368,1	2.391,1	4.251,1	5.640,8	-53,4	74,8	77,8	32,7	17,7

Quelle: BankM Research

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Bilanz

Aufgrund der Sondereffekte im Zusammenhang mit der Vollkonsolidierung der IBt hat sich die Bilanzsumme auf €98,8 Mio. verlängert.

Die Differenz zwischen dem Anschaffungswert i.H.v. €25,7 Mio. und dem 38,5%igen Anteil der EZAG am Nettovermögen der IBt, resultieren in einem Goodwill von €20,5 Mio.

Die Erhöhung der langfristigen Verbindlichkeiten um €6,8 Mio. ist im Wesentlichen auf neu aufgenommene Darlehen zur Finanzierung langfristiger Forschungs- und Entwicklungsprojekte, sowie auf die Erstkonsolidierung der IBt zurück zu führen.

Die Rückstellungen stiegen ebenfalls stark an; sie setzen sich zusammen aus einer Entsorgungsrückstellung i.H.v. €8,8 Mio. sowie der bereits oben erwähnten Prozessrückstellung i.H.v. €7,14 Mill.

Infolge der Bilanzverlängerung verringerte sich die Eigenkapitalquote von 54% auf 43%.

Verlängerung der Bilanzsumme auf €98,8 Mio.

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	08a	09e	10e	11e	12e	09e	10e	11e	12e
in T€									
Aktiva						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	23.807,0	31.107,0	33.787,0	36.791,0	40.140,2	24%	25%	26%	26%
Sonstiges Anlagevermögen	41.332,0	47.050,3	48.258,9	49.326,5	50.447,4	42%	38%	37%	35%
dav. Goodwill	26.907,0	26.907,0	26.907,0	26.907,0	26.907,0	27%	22%	20%	19%
Anlagevermögen	65.139,0	78.157,3	82.045,9	86.117,5	90.587,6	66%	63%	62%	60%
Vorräte	8.555,0	11.946,3	12.663,1	13.296,3	13.961,1	9%	10%	10%	9%
Forderungen	13.985,0	19.528,8	20.700,6	21.735,6	22.822,4	14%	16%	16%	15%
Barmittel	7.311,0	8.679,1	11.070,2	15.321,2	20.962,0	7%	7%	8%	11%
Sonstiges Umlaufvermögen	3.808,0	5.317,5	5.636,6	5.918,4	6.214,3	4%	4%	4%	4%
Umlaufvermögen	33.659,0	45.471,8	50.070,4	56.271,5	63.959,8	34%	37%	38%	40%
Bilanzsumme	98.798,0	123.629,0	132.116,3	142.389,0	154.547,4	100%	100%	100%	100%
Passiva						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	3.250,0	3.879,0	3.879,0	3.879,0	3.879,0	3%	3%	3%	3%
Kapitalrücklagen	30.316,0	33.459,2	33.459,2	33.459,2	33.459,2	31%	27%	25%	23%
Gewinnrücklagen	7.290,0	10.657,5	16.279,9	23.380,3	31.917,8	7%	9%	12%	16%
Eigenkapital	40.856,0	47.995,7	53.618,0	60.718,4	69.255,9	41%	39%	41%	43%
Anteile Konzernfremder	1.964,0	1.761,0	2.261,0	3.461,0	4.961,0	2%	1%	2%	2%
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	42.820,0	49.756,7	55.879,0	64.179,4	74.216,9	43%	40%	42%	45%
Rückstellungen	16.389,0	16.389,0	15.389,0	14.389,0	13.389,0	17%	13%	12%	10%
dav. Pensionsrückstellungen	420,0	586,5	621,7	652,8	685,4	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	39.589,0	57.483,3	60.848,3	63.820,6	66.941,5	40%	46%	46%	45%
Verbindlichkeiten	55.978,0	73.872,3	76.237,3	78.209,6	80.330,5	57%	60%	58%	55%
davon langfr. Verbindl.	30.242,0	37.934,2	38.142,9	38.210,5	38.331,4	31%	31%	29%	27%
davon Kurzfr. Verbindl. <1J.	25.736,0	35.938,1	38.094,4	39.999,1	41.999,1	26%	29%	29%	28%
Bilanzsumme	98.798,0	123.629,0	132.116,3	142.389,0	154.547,4	100%	100%	100%	100%

Quelle: BankM Research

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

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	2009 – 2012 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2013 – 2016 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value (Ewige Rente)

In der Phase I unterstellen wir graduell abnehmende Wachstumsraten; in Phase 2 gehen wir von einem konstanten Wachstum der Umsätze aus.

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

- Jahresabschlussbericht 2008
- Telefonische Analystenkonferenz am 27. März 2009
- Diskussionen mit dem Vorstand und dem Management
- Analyse der relevanten Märkte

Der Vorstand stellt in der tel. Analystenkonferenz fest, dass die aktuellen konjunkturellen Verwerfungen derzeit keinen Einfluss auf die Umsatzlage der EZAG erkennen lassen; 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 ist ein CAPM-basiertes Diskontierungsmodell unter den derzeit vorherrschenden Kapitalmarktbedingungen nur wenig aussagekräftig, da u.a. die vorherrschende Volatilität der Märkte außerhalb der grundlegenden Annahmen des CAPM liegen. Methodische Schwierigkeiten bestehen außerdem in der Ermittlung einer Risikoprämie anhand eines Marktportfolio-Surrogats (breit gestreuter Index). Geometrisch ermittelte Renditen (CAGR) ergeben aufgrund der starken Preisverfälle keine sinnvollen Anhaltspunkte zur Ermittlung einer Risikoprämie.

Angesichts der Unsicherheit in den Märkten bedienen wir uns hilfsweise einer empirisch belegbaren Risikoprämie von 6%. Außerdem nehmen wir einen Risikoaufschlag i.H.v. 2% für kleinkapitalisierte Unternehmen vor. Unter Einbeziehung des risikolosen Zinses von derzeit etwa 3,5% (10-jährige

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Bundesanleihe) fühlen wir uns komfortabel mit einem Diskontierungsfaktor der Freien Cash-Flows i.H.v. 12%.

DCF-Modell

DCF-Analyse basierend auf zukünftigen Freien Cash-Flows 2009-2016 + Terminal Value

		berichtet		Phase 1					Prognose			Terminal Value
		2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017+	
in T€		Basis	1	2	3	4	5	6	7	8		
	Wachstum		40%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%		1%
Umsatz		71.612,0	100.000,0	106.000,0	111.300,0	116.865,0	121.539,6	126.401,2	130.193,2	134.099,0		
EBIT		9.469,0	8.000,0	12.720,0	16.695,0	19.867,1	20.661,7	21.488,2	22.132,8	22.796,8		
- Steuern		3.292,0	2.800,0	4.452,0	5.843,3	6.953,5	7.231,6	7.520,9	7.746,5	7.978,9		
+ Abschreibungen		9.150,0	5.700,0	5.800,0	5.900,0	6.000,0	7.292,4	7.584,1	7.811,6	8.045,9		
+ Veränderungen der langfristigen Rückstellungen		8.054,0	0,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0		
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen		-1.584,0	242,6	51,3	45,3	47,6	216,7	48,6	37,9	39,1		
- andere, nicht-cashwirksame Positionen		13.233,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
- Investitionen in Anlagevermögen		5.461,0	13.000,0	8.480,0	8.904,0	9.349,2	9.723,2	10.112,1	10.415,5	10.727,9		
= Freier Cash-Flow		6.271,0	-2.342,6	4.536,7	6.802,5	8.516,8	9.782,7	10.390,7	10.744,6	11.096,9		11.207,9
Terminal Value												101.889,7
Diskontierungsfaktor			0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51	0,45	0,40		
Nettobarwert der Freien Cash-Flows		n.a.	-2.091,6	3.616,6	4.841,9	5.412,6	5.551,0	5.264,2	4.860,3	4.481,9		
Nettobarwert des Terminal Value												41.151,6
Bewertung			Anteil am EV									
Ergebnis der zukünftigen Cash-Flows		31.936,8	44%									
+ Ergebnis des Terminal Value		41.151,6	56%									
Enterprise Value		73.088,4										
+ Cash		7.311,0										
- Langfristige Verbindlichkeiten		30.242,0										
- Minderheiten		1.964,0										
= Wert des Eigenkapitals		48.193,4										
Fairer Wert pro Aktie		12,42										

Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalyse des Terminal Value

Diskontierung des TV

		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Wachstum im Terminal Value	0,25%	18,26	15,54	13,39	11,67	10,28	9,13	8,17
	0,50%	18,79	15,93	13,70	11,91	10,47	9,28	8,30
	0,75%	19,35	16,35	14,02	12,16	10,67	9,44	8,43
	1,00%	19,94	16,79	14,35	12,42	10,87	9,61	8,56
	1,25%	20,57	17,26	14,71	12,70	11,09	9,78	8,70
	1,50%	21,25	17,75	15,08	12,98	11,31	9,96	8,85
	1,75%	21,96	18,28	15,47	13,28	11,55	10,15	9,00

Quelle: BankM Research

Die DCF-Analyse ergibt unter Berücksichtigung der oben geschilderten Unsicherheiten einen Nettobarwert des Eigenkapitals i.H.v. ca. €73,1 Mio. resultierend in einem Wert pro Aktie i.H.v. €12,42.

DCF-Wert: €12,42

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

Peer Group-Vergleich

Peer Group Unternehmen aus der MedTech-Industrie

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.

Der Vollständigkeit halber haben wir drei US-amerikanische Unternehmen in die Peer Group aufgenommen, ohne sie - aufgrund mangelnder Daten - in die Bewertung mit aufnehmen zu können.

Peer Group Unternehmen	Kurs	MK (Mio.)	GpA			KGV		
			2008a	2009	2010	2008a	2009	2010
Europa								
aap Implantate AG	1,00	27,9	0,05	0,14	0,22	28,00	7,43	4,73
Biolitec AG	2,98	34,28	0,19	0,55	0,92	15,68	5,42	3,24
Carl Zeiss Meditec AG	10,29	810,66	0,66	0,63	0,72	15,59	16,33	14,29
Pulsion Medical Systems AG	1,98	16,09	-0,08	0,33	0,54	neg.	6,00	3,67
Stratec Biomedical Systems AG	10,77	122,60	0,70	1,08	1,37	15,39	9,97	7,86
UMS Medical Syst. Intl AG	3,62	21,12	0,49	0,66	0,68	7,39	5,48	5,32
W.O.M. World of Medicine AG	9,19	82,71	0,33	0,16	n.a.	27,85	57,44	n.a.
Wavelight AG	18,96	125,21	-0,27	0,12	0,78	neg.	158,00	24,31
Median		58,5	0,26	0,44	0,72	15,64	8,70	5,32
Eckert & Ziegler AG	6,80	26,2	1,43	1,11	1,73	4,75	6,14	3,94
USA (nachrichtlich)								
Theragenics Corp.	0,79	26,95	0,11	0,00	n.a.	7,18	n.a.	n.a.
North American Scientific Inc.	0,02	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Varian Medical Systems, Inc.	18,06	2.838,00	1,74	2,01	2,05	10,38	8,99	8,81
Kurse vom 30.3.2009								

impliziter Aktienkurs	2009	2010
	9,63	9,19

Quelle: BankM Research

Impliziter Aktienkurs auf Basis KGV 2009: €9,63

Auf Basis des medianen 2009-er KGVs der Peer Group von 8,7 errechnen wir einen impliziten Aktienkurs der EZAG von €9,63; auf Basis des KGV 2010 ermitteln wir einen Wert von €9,19 pro Aktie.

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

Bewertungsfazit

Aus der DCF-Analyse ermitteln wir einen Wert i.H.v. €12,42. Die Peer Group-Analyse ergibt auf Basis des 2009-er KGV einen Wert i.H.v. €9,63.

Zusammenfassend möchten wir der dem Ergebnis aus der peer group-Analyse hinsichtlich seiner Aussagekraft den Vorzug geben. Gleichwohl reflektiert das Resultat der DCF-Analyse, gelesen zusammen mit der Sensitivitätsanalyse, das Entwicklungspotential des Unternehmens, welches wir unterstreichen möchten. Wir gewichten daher das Ergebnis der peer group-Analyse mit zwei Dritteln und das Ergebnis aus der DCF-Analyse mit einem Drittel.

Vor diesem Hintergrund bewerten wir die Aktie der Eckert und Ziegler AG mit €10,56.

**Fairer Wert der Aktie:
€10,56**

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

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
- Enorme 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 „N & I“ haben nur begrenztes Innovationspotential und weisen geringe Wachstumsraten auf (reife Produkte)
- Starkes Risiko gegenüber \$/€-Wechselkursänderungen
- Kapitalstruktur: Eigenkapitalquote derzeit bei 43%; in Verbindung mit dem hohen Goodwill in der derzeitigen Finanzmarktsituation nicht besonders attraktiv für value-orientierte Investoren (Graham-Methodik)

Chancen

- Neues Geschäftsfeld „Umweltdienste“ mit ausgeprägtem Know-how und vorhandener Infrastruktur (Akquisition von nuclitec)
- Weitere Verbesserungen in der Erstattungspolitik der Kostenträger (Seeds, PET) sind exogene Werttreiber
- Segment „Radiopharmazie“ (stärkstes Wachstum) steht vor dem Erreichen der Gewinnschwelle
Wachstumstreiber: bewährte und neue Kontrastmittel, Syntheseautomaten, EMEA-zugelassenes Radiosyntheseprodukt

Risiken

- Anhängige Klage eines IBt-Aktionärs zu einem Pflichtübernahmeangebot
- Wechselseitige Klage zw. EZAG und IBt hinsichtl. einer Vereinbarung vom Febr. 2008
- Alternative Methoden zur Behandlung von frühen Stadien des Prostatakarzinoms, insbes. die Behandlung mit hochenergetischen Schallwellen könnten die Umsätze im Therapiesegment schmälern
- Integration der nuclitec in den Eckert und Ziegler Konzern

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

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 in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Bisher keine Veröffentlichungen			

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 einige textliche 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:

01.04.2009

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

Schlusskurse vom 30.03.2009

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.

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

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.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat die Kapitalerhöhung der Eckert & Ziegler AG im Januar/Februar 2009 als Lead Bank begleitet und 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.

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.

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.

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

Eckert & Ziegler AG

1. April 2009

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.

© 2009 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.

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