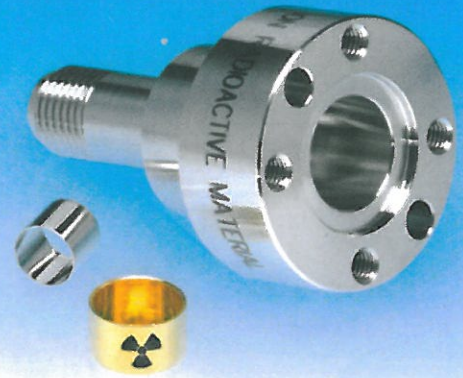


Eckert & Ziegler AG

Nachhaltig profitabel in Nischenmärkten

Gastanalyse von Roger Becker,
Leiter Research bei der BankM



Strahlenquellen zum Einsatz in der Prüf- und Messtechnik;
Foto: Eckert & Ziegler

Die Eckert & Ziegler AG (EZAG) ist eine Holding mit mehreren weltweit operativ tätigen Tochterunternehmen, die in vier Segmenten mit jeweils homogenen Kundengruppen zusammengefasst sind. Im Segment „Therapie“ finden sich dabei Produkte für Strahlentherapeuten, insbesondere schwach radioaktive Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs in frühen Stadien sowie sog. Afterloader zur temporären Tumorbestrahlung. Im Segment „Isotope Products“ sind messtechnische Komponenten und radioaktive Rohmaterialien zusammengefasst, das Segment „Radiopharma“ bündelt Artikel für Nuklearmediziner, und im Segment „Umweltdienste“ werden Entsorgungsdienstleistungen für schwach radioaktive Abfälle angeboten.

In seiner Geschichte hat das Unternehmen mehrfach strukturelle Maßnahmen ergriffen, um sich strategisch in den oben genannten Segmenten 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 hinaus setzt der Konzern auf eigene Entwicklungsaktivitäten. Beispielhaft sei an dieser Stelle die Gerätefamilie „Modular Lab“ für die Herstellung von radioaktiv markierten Diagnostika direkt in den Kliniken und Praxen erwähnt.

Markt und Wettbewerb

Obwohl die gemeinsame Basis der 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 diversifizierte.

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 handelt es sich beim Wettbewerb um Unternehmen mit jeweiligen Spezialisierungen auf einzelne Segmente.



Roger Becker

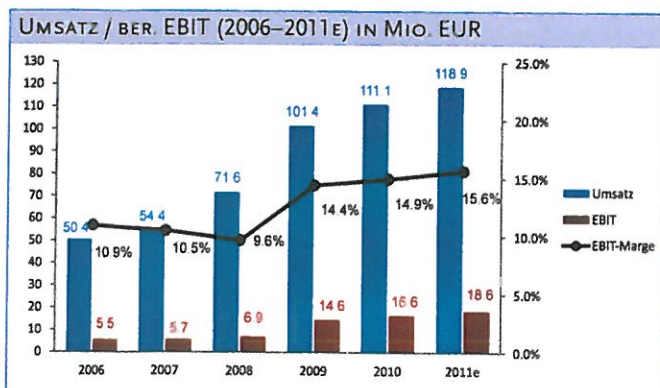
Das Unternehmen positioniert sich weltweit. Mit einigen Hauptproduktgruppen ist der Konzern – aus Gründen des Wettbewerbsumfelds – nur in ausgesuchten geographischen Märkten tätig, etwa bei den Prostatakrebsimplantaten (derzeit nur in Europa und den angrenzenden Gebieten) oder bei den Rohisotopen (nur in Nordamerika). Die EZAG ist Weltmarktführer in radioaktiven Quellen für Mess- und Kalibriergeräte.

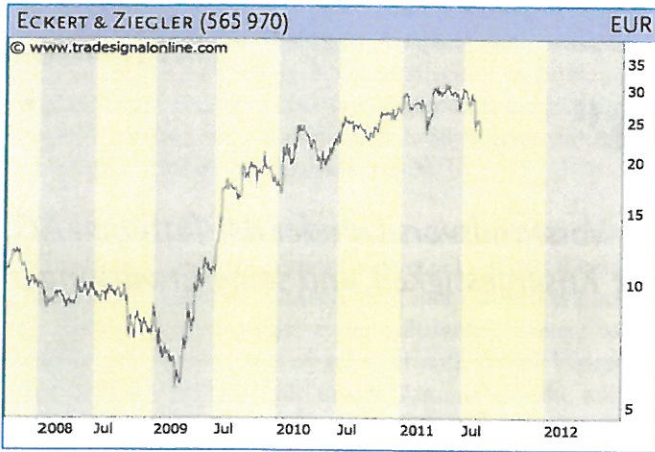
Die Vertriebsstrategie besteht aus einer Mischung aus Eigenvertrieb und indirektem Absatz über Distributoren und richtet sich im Wesentlichen nach regionalen Gegebenheiten.

Umsatz und Profitabilität

2009 wurde die 100-Mio.-EUR-Grenze beim Umsatz überschritten bei einer gleichzeitigen signifikanten Steigerung der operativen Profitabilität. Hierzu trugen vor allem Synergieeffekte aus der erfolgreichen Integration der erworbenen Unternehmen Nuclitec und IBt bei. Die Abbildung zeigt den Umsatzverlauf und das um Sondereffekte bereinigte operative Ergebnis über die letzten vier Jahre sowie unsere eigenen Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr.

Bis Ende 2014 prognostiziert der Vorstand einen Umsatz von 200 Mio. EUR, der allerdings – zusätzlich zum organischen Wachstum – nur durch Akquisitionen zu erzielen sein wird. Seit





2005 schüttet die EZAG kontinuierlich steigende Dividenden aus, zuletzt 0,60 EUR für 2010 (Dividendenrendite 2,33%, bezogen auf Durchschnittskurs).

Bewertung & Fazit

Aufgrund des soliden Geschäftsmodells und der vom Vorstand verfolgten Wachstumsstrategie betrachten wir die EZAG als „Value und Growth“-Investment. Neben dem kontinuierlichen Ausbau des bestehenden Geschäfts sehen wir deutliches Wachstumspotenzial in den Segmenten „Radiopharma“ und „Umweltdienste“. Während ersteres aus Sicht des Analysten aufgrund der Skalierbarkeit leichter zu prognostizieren ist, ist

letzteres momentan nur schwer einzuschätzen. So ist zum Beispiel die politische Diskussion über die Umlagerung der schwach bis mittelstark radioaktiven Abfälle aus dem Schacht „Asse“ in den Schacht „Konrad“ noch in vollem Gange. Gleichwohl ist die EZAG mit ihrer Tochter Nuclitec GmbH hierfür allerdings bereits jetzt, insbesondere wegen der vorhandenen Genehmigungen, bestens positioniert; hier schlummert für EZAG ein dreistelliges Umsatzpotenzial verteilt auf sechs bis acht Jahre.

Gemessen an unserem fairen Wert vom 5. August 2011 von 38,30 EUR ergibt sich ein Kurspotenzial von ca. 50% (Schlusskurs XETRA 16.8.2011). Bei einem aktuellen 2011er KGV von 12,5 (Median unserer Peergroup: 19) betrachten wir das Unternehmen weiterhin als günstig bewertet.

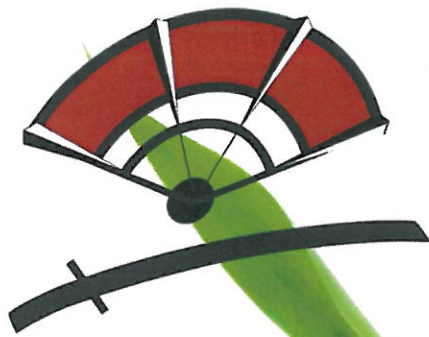
HINWEIS AUF MÖGLICHE INTERESSENKONFLIKTE

Die BankM erstellt gegen eine Vergütung Research-Studien zum Unternehmen Eckert & Ziegler. Zudem betreut die BankM den Emittenten Eckert & Ziegler als Designated Sponsor.

HINWEIS: In der Rubrik „Gastanalyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Researchhäuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Anzeige

ABSOLUT
S
I
A



Der neue
Fonds
von
Volker
Kuhnwaldt.

Informationen zum -HAF X3W- unter: 040/229 439-0