

04. Februar 2004

Equity Research

Dr. Alexander Burger

+49 711 127 40 29

alexander.burger@LBBW.de

Executive Summary

2003 war ein gutes „Medtech-Jahr“ an der Börse... aber was bringt 2004?

- Viele Aktien der von uns gecoverten Unternehmen nahmen im vergangenen Jahr einen positiven Kursverlauf. Das war mitunter verwunderlich, da die flauere Weltkonjunktur, die unsicheren politischen Rahmenbedingungen und die Wechselkursverschiebungen – insbesondere zwischen USD und € - auch an der Medizintechnikbranche nicht spurlos vorbeigingen.
- Viele Investoren hegten offenbar die Hoffnung auf eine Besserung in 2004. Mit einem ersten deutlichen politischen Schritt im deutschen Gesundheitswesen erfüllte sich diese Hoffnung zumindest teilweise, und auch einige Unternehmensmeldungen, wie beispielsweise die Aufnahme der Brachytherapie für die Prostata in den DRG-Katalog verliehen Unternehmen wie Eckert & Ziegler Auftrieb. Der in den ersten Wochen 2004 deutlich gestiegene € weckt nun allerdings Befürchtungen bei der exportorientierten deutschen Medizintechnikbranche. Sehr stark im USD-Raum exponierte Unternehmen werden wohl auch 2004 wieder unter der Wechselkursproblematik leiden. Unternehmen wie beispielsweise Carl Zeiss Meditec können das durch internationale Produktionsstandorte zumindest auf der Ergebnisebene ausgleichen, andere hingegen müssen auch Ergebniseinbußen hinnehmen.
- Vor diesem Hintergrund sind wir für 2004 etwas zurückhaltender für die Medizintechnikbranche als 2003, sehen aber dennoch bei einzelnen Unternehmen deutliches Kurspotenzial.

	Kurs €	EV Mio. €	EV/EBITDA		KGV	
			2003e	2004e	2003e	2004e
Kauf-Empfehlung						
BB Medtech	22,60	-	-	-	-	-
Drägerwerk Vz.	57,34	1 183,6	10,3	6,5	19,9	20,9
Wavelight Laser	11,80	60,5	8,6	6,6	23,5	14,5
Halten-Empfehlung						
Carl Zeiss Meditec	12,80	352,0	11,5	10,7	31,7	31,2
Eckert & Ziegler	8,28	22,1	3,6	3,1	30,7	22,4
Fresenius Vz.	58,47	7 310,2	6,6	6,0	19,2	15,2
Fresenius Medical Care	54,17	6 905,4	9,3	8,4	20,7	17,6
Verkauf-Empfehlung						
curasan	4,20	22,4	40,0	neg.	10,4	neg.

Quelle: Bloomberg, LBBW

Inhalt

	Seite
Überblick	3
Branche	3
Medizintechnik an der Börse	5
Medizintechnik an den deutschen Börsen	7
Indizes	7
Unternehmen	8
Einblick	10
Krebs und Medizintechnik	10
Unternehmensentwicklung	19
Newsflow aus den Unternehmen	21
Bewertung	24
Ausblick – Unsere Prognosen	25
BB Medtech	25
Carl Zeiss Meditec	26
curasan	27
Dräger	28
Eckert & Ziegler	29
Fresenius Vz.	30
Fresenius Medical Care	31
Wavelight Laser	32
Unternehmenskalender	33
Ansprechpartner	34

Überblick

Branche

Definition

Wir definieren als Medizintechnik Produkte und Verfahren, die auf der Grundlage natur- und ingenieurwissenschaftlicher – insbesondere physikalischer – Erkenntnisse zum Zwecke der Diagnostik und der Therapie von Krankheiten entwickelt, produziert und ver- bzw. betrieben werden.

Einfache Medizinprodukte fallen aus der Definition

- Damit schließen wir beispielsweise einfache Medizinprodukte wie Wundauflagen, Kompressen oder herkömmliche Ein- und Mehrwegspritzen aus. Auch In-Vitro-Diagnostika, die nach einer gesetzlichen Definition Medizinprodukte sind, rechnen wir nicht zur Medizintechnik, da sie oftmals auf biotechnologischen Verfahren basieren.

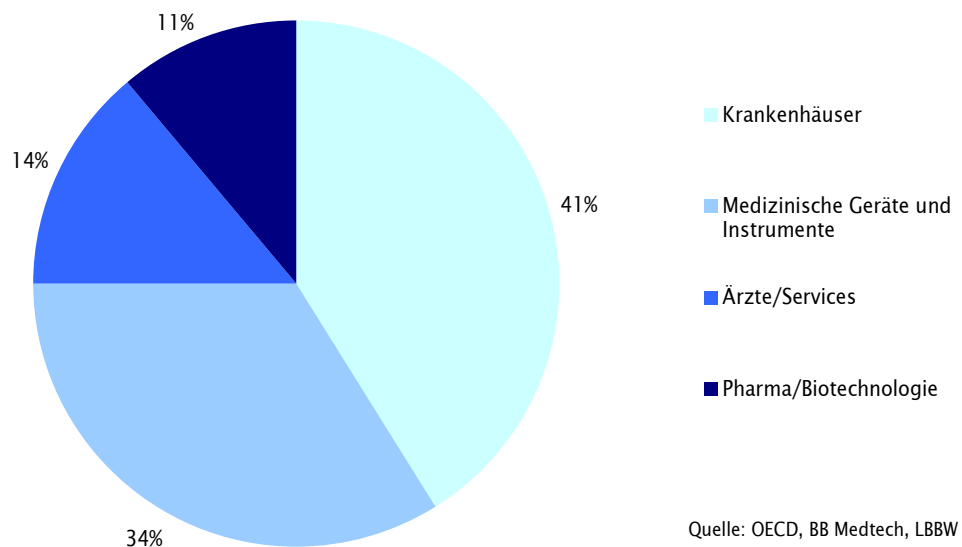
Unschärfe Trennlinie

- Die Trennlinie zwischen verschiedenen Definitionen der Medizintechnik ist unscharf. Das führt in der Folge zu unterschiedlichen Auffassungen über die Marktgröße.

Sehr großer Gesundheitsmarkt

- Nach Angaben der OECD umfasst der weltweite Gesundheitsmarkt ein Volumen von ca. 3,3 Bio. USD, und rund ein Drittel dieser Summe entfällt auf „Medizinische Geräte und Instrumente“. Diese Relation ist seit Jahren weitgehend unverändert.

Weltweiter Gesundheitsmarkt



Medizinprodukte wichtiger als Pharma und Biotech

- Diese Angaben umfassen deutlich mehr Produkte, als wir in unserer Definition der Medizintechnik verwenden. Sie zeigen aber deutlich, dass der Markt der Medizinprodukte im Allgemeinen einen sehr großen Anteil an den weltweiten Gesundheitsausgaben hat, während die vielgescholtene Pharma- und biopharmazeutische Industrie nur einen vergleichsweise kleinen Teil dieser Ausgaben verursacht.

Weltmarkt Medizintechnologie 2002: 170 Mrd. €

- Die Medizintechnologie in unserer engen Definition stellt einen Teilbereich dieses Gesundheitsmarktes dar, der 2002 ein Weltmarktvolumen von rund 170 Mrd. € erreicht hat. Aus regionaler Sicht haben die USA dazu am meisten beigetragen, Japan nimmt den zweiten und Deutschland weltweit den dritten Platz ein. Bislang liegen noch keine offiziellen Zahlen für 2003 vor.

2003e: 180 Mrd. €

**Wenig regionale
Verschiebungen**

Wir sehen für die Marktentwicklung drei Faktoren als wesentlich an:

- weltweite Sparanstrengungen im Gesundheitswesen,
- kostensparende Innovationen in der Medizintechnik und
- die Wechselkursentwicklung USD/€.

- Vor dem Hintergrund dieser Einflussfaktoren dürfte der Medizintechnikmarkt – in € berechnet – 2003 kaum mehr als sechs Prozent zugelegt haben, so dass wir von einer Schätzung des weltweiten Marktvolumens von 180 Mrd. € ausgehen.
- Wir gehen von keinen größeren Verschiebungen in den regionalen Volumina aus, wobei Deutschland allerdings einen Sonderfaktor darstellt: Die langwierigen Diskussionen um die Gesundheitsreform haben zu einer deutlichen Investitionszurückhaltung geführt, die auch die Medizintechnikhersteller zu spüren bekommen haben – insbesondere solche, bei denen Deutschland der Hauptmarkt ist. Es bleibt abzuwarten, ob der deutsche Markt 2004 diese Investitionszurückhaltung wieder aufholen kann.

Big Player im Investorenfokus

Fresenius-Gruppe genießt größere Aufmerksamkeit

Fresenius ProServe bleibt hinter den Erwartungen zurück

Drägerwerk hat in Sachen Finanzmarktkommunikation noch Nachholbedarf

BB Medtech: Medizintechnikportfolio mit Abschlag auf den Inneren Wert

Carl Zeiss Meditec: Die Kapitalisierung stimmt, aber der Börsenumsatz fehlt

Wechselkurs als Stolperfalle

Medizintechnik an der Börse: Ein deutsches Schattendasein

- Die Medizintechnikbranche erfährt aus Investorensicht bislang fast nur im Zusammenhang mit den großen Namen der Branche, wie beispielsweise Agilent, Guidant, Johnson & Johnson, Medtronic, Stryker oder Synthes-Stratec nennenswertes Interesse, oder aber innerhalb der großen Technologiekonzerne wie beispielsweise General Electric oder Siemens.
- In Deutschland notieren einige Medizintechnikspezialisten an den verschiedenen Segmenten der Deutschen Börse; allerdings scheint fast nur die im DAX notierte Fresenius Medical Care (FME) die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich zu ziehen. Die Aktie der im MDAX notierten Konzernmutter Fresenius wird von den meisten Investoren mit FME in „Sippenhaft“ genommen und kann sich trotz respektabler Entwicklung der Fresenius Kabi nicht von der eher verhaltenen Entwicklung der FME abkoppeln. Allerdings bleibt auch festzuhalten, dass Fresenius ProServe bislang deutlich hinter den Erwartungen zurückbleibt und kurzfristige weitere Investitionen erfordert, die sich erst mittelfristig auszahlen sollen.
- Die nach der Indexumstellung aus dem MDAX in den TecDAX gewechselte Drägerwerk beginnt erst langsam, die Neugier der Anleger zu wecken, was allerdings auch mit der Investor-Relations-Arbeit des Unternehmens zu tun haben dürfte, die teilweise noch in den Kinderschuhen steckt: So sind beispielsweise die Quartalsberichte auch nach Vorlage des Halbjahresberichtes 2003 noch rudimentär. Zudem berichtet das Unternehmen noch nach HGB und viele Investoren scheinen offenbar im nächsten Jahr unangenehme Überraschungen durch die Umstellung auf IAS zu fürchten, obwohl die bislang vorgelegten Abschlüsse und auch die Prognosen unseres Erachtens positiv zu werten sind.
- Selbst BB Medtech, eine auf Medizintechnikunternehmen spezialisierte Beteiligungsgesellschaft, konnte in den letzten Monaten kaum Aufmerksamkeit wecken, obwohl sich die Kurse der Kernbeteiligungen (Nobel Biocare, Synthes-Stratec und Drägerwerk) außerordentlich gut entwickelt haben. Der Aktienkurs der BB Medtech wies lange Zeit Abschläge von rund 20 % auf den Inneren Wert auf. Roadshows der BB Medtech zusammen mit der Kernbeteiligung Drägerwerk konnten den Abschlag nur kurzfristig senken; derzeit liegt er bei über 14 %.
- Carl Zeiss Meditec steht in Hinsicht der Investorenaufmerksamkeit auf einem Sprungbrett. Nach der Platzierung einer Kapitalerhöhung von 10 % des Grundkapitals und der Platzierung eines Greenshoes, der von der Carl Zeiss Gruppe gestellt wurde, beträgt der Free-float nun knapp 28 %. Eine Mitgliedschaft im TecDAX steht unseres Erachtens aber – trotz respektabler Marktkapitalisierung – nach wie vor noch in deutlicher Ferne: Das Aufnahmekriterium Börsenumsatz wird von der Deutschen Börse als gleitender Durchschnitt berechnet, so dass es noch etliche Monate dauern wird, bis der aktuelle Free-float voll zum Tragen kommt und eine Platzierung unter den TecDAX-Kandidaten ermöglicht. Zudem könnte sich der schwache USD als Stolperfalle bei der Umsatzentwicklung erweisen: Vor diesem Hintergrund sah sich das Management selbst bisher nicht in der Lage, eine Prognose für das Geschäftsjahr 2003/04 abzugeben, und der CFO bekräftigte bei der letzten Analystenkonferenz nochmals seine Überzeugung, den Wechselkurs bald wieder bei 1,20 USD/€ zu sehen, was aus unserer Sicht eher fraglich erscheint.

Marktkapitalisierung ausgewählter deutscher Medizintechnikunternehmen

Unternehmen	Kurs	Aktienzahl (Mio.)	Marktkapitalisierung (Mio. €)
Fresenius Medical Care	54,17 €	96,2	4 747,5
Fresenius	58,47 €	41,0	2 585,2
Drägerwerk	57,34 €	12,7	728,2
Carl Zeiss Meditec	12,87 €	28,4	365,7
biolitec	4,50 €	10,0	45,1
Wavelight Laser Technologie	11,80 €	3,8	45,1
UMS	6,25 €	6,0	37,6
Eckert & Ziegler	8,28 €	3,3	26,9
W.O.M. World of Medicine	3,06 €	8,2	25,1
Pulsion	3,04 €	8,2	24,9
curasan	4,20 €	5,0	21,0
aap Implantate	2,36 €	4,8	11,2

Quelle: Bloomberg, LBBW

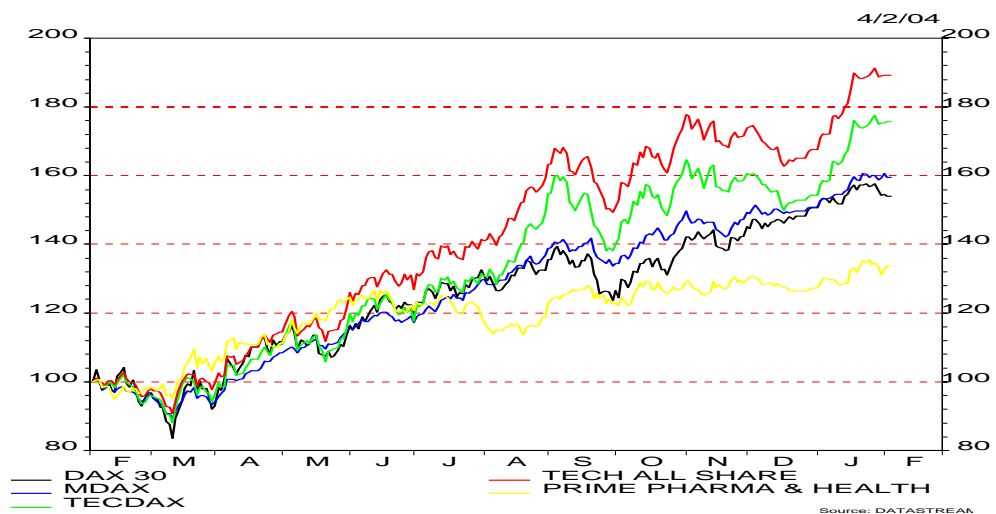
Teufelskreis aus Marktkapitalisierung, Liquidität und Investorendesinteresse

Erfolge einzelner Unternehmen sprechen eigentlich eine andere Sprache

- Die kleinen Player haben teilweise mit sehr niedrigen Marktkapitalisierungen zu kämpfen. Damit ist in aller Regel eine geringe Liquidität im Handel mit den Papieren verbunden, so dass insbesondere institutionelle Investoren kaum Interesse an den Aktien zeigen. Allerdings bedingen sich die geringe Marktkapitalisierung und das geringe Interesse der Investoren dabei gegenseitig.
- Aus fundamentaler Sicht ist das nur bedingt nachvollziehbar. Unternehmen wie beispielsweise Wavelight Laser Technologie konnten einen sehr erfolgreichen Jahresabschluss 2002/03 vorlegen. Dennoch scheinen offenbar viele Investoren an den Prognosen für das laufende Geschäftsjahr zu zweifeln, insbesondere auch vor dem Hintergrund des starken € und dem im letzten Kalenderjahr aufgenommenen US-Geschäft im Bereich refraktiver Laser. UMS hat mit einem sehr positiven dritten Quartal 2003 gezeigt, dass die Restrukturierungsbemühungen erfolgreich voranschreiten, und der Aktienkurs hat seither auch deutlich zugelegt.
- In der Summe war aber 2003 für die deutschen Medizintechnikunternehmen ein recht gutes Börsenjahr, in dem einige Aktienkurse deutlich zulegen konnten.

Medizintechnik an den deutschen Börsen

Indizes



Prime Pharma und Healthcare als umfassender Index

- Der Prime Pharma und Healthcare enthält zwar alle Unternehmen, die zuvor im Nemax Medtech & Healthcare geführt wurden, darüber hinaus umfasst er aber auch die Biotechnologiewerte des früheren Nemax Biotech, etliche Pharmawerte sowie Medizintechnikunternehmen des MDAX bzw. TecDAX.

Von selektiver Out- zu totaler Underperformance

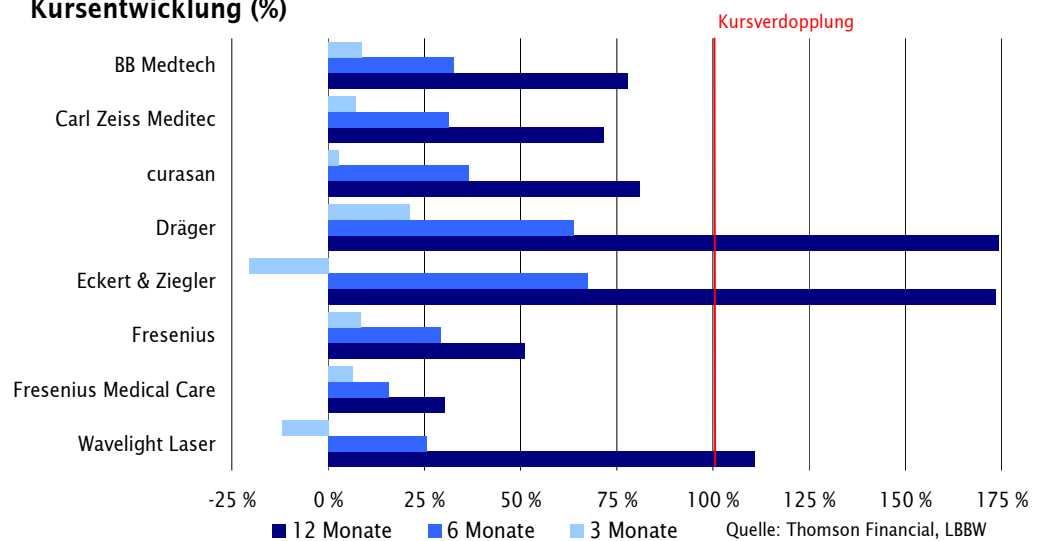
- Während dieser weit gefasste Branchenindex im vergangenen Jahr schon gegen den MDAX, den TecDAX und den Tech All Share nur selten Outperformance zeigen konnte, verlor er diese im Jahresverlauf auch noch gegen den DAX. Für diese Entwicklungen spielen sicherlich die Diskussionen um eine Gesundheitsreform und eine daraus resultierende Zurückhaltung der Investoren eine ebenso wichtige Rolle wie eine trotz teilweise sehr positiver Zwischenberichte immer noch hohe Skepsis vieler Investoren gegenüber dem Healthcare-Sektor an sich eine Rolle: Zu sehr schmerzen noch die Verluste, die mancher Anleger in der Bio- und Medtech-Hype erleiden musste.

Spezifischere Indizes in Zukunft denkbar

- Für die Medizintechnikbranche an sich hat der Prime Pharma & Healthcare nur eine geringe Aussagekraft, da er sehr stark von den Schwergewichten Schering, Altana und FMC dominiert wird, die zusammen fast 60 % des Indexes ausmachen. Es ist zwar denkbar, dass die Deutsche Börse ihre Indexwelt in Zukunft um branchenspezifischere Indizes erweitert; allerdings müssten diese, um eine einigermaßen verlässliche Aussagekraft zu erhalten, eine Größe erreichen, von der sie momentan noch deutlich entfernt sind. Wir verweisen für diese Problematik nochmals auf die Tabelle „Marktkapitalisierungen ausgewählter deutscher Medizintechnikunternehmen“ auf Seite 6 dieser Studie.

Unternehmen

Kursentwicklung (%)



BB Medtech

- Konzentration auf die drei Kernbeteiligungen
- Kernbeteiligungen haben positive Zwischenabschlüsse vorgelegt, wobei teilweise die Erwartungen der Analysten – wie im Falle der Nobel Biocare – zu hoch geschraubt waren
- Trotz Roadshows deutlicher Abschlag auf den inneren Wert

Carl Zeiss Meditec

- Positiver Geschäftsjahresabschluss 2002/03; Aesthetic und Dental entfallen als „Discontinued operations“
- Kapitalerhöhung steigert den Free-float
- Keine Geschäftsprognosen des Managements für 2003/04

Dräger

- Neunmonatsbericht weitgehend erwartungsgemäß
- Das Joint Venture mit Siemens beginnt, erste positive Effekte zu zeigen, eine vollständige Umsetzung braucht aber noch Zeit
- Währungseffekte drücken auf die Umsatzprognose, die Ergebnisprognose des Unternehmens wird jedoch beibehalten

curasan

- Verkauf des Hauptumsatzträgers des Geschäftsbereichs Pharmaceuticals
- USA-Geschäft beginnt langsam
- Komplette Konzentration auf den Bereich Biologicals/Biopharmaceuticals

Eckert & Ziegler

- Währungseffekte belasten im Umsatz sehr stark; ansonsten belastet der schwache USD durch die Finanzierungsstruktur
- Biotech-Investment NEMOD wird seit 01. Juli 2003 voll konsolidiert
- Kostenerstattungszusage für die stationäre Brachytherapie in D

Absolute Performance fast überall, relative Performance zu einem großen Teil positiv

Fresenius

- Wechselkursproblematik belastet weiterhin den Umsatz
- Kursanstieg u. E. durch Fresenius Medical Care getrieben
- Vorstellung des Biotech-Programms Mitte Januar 2004

Fresenius Medical Care

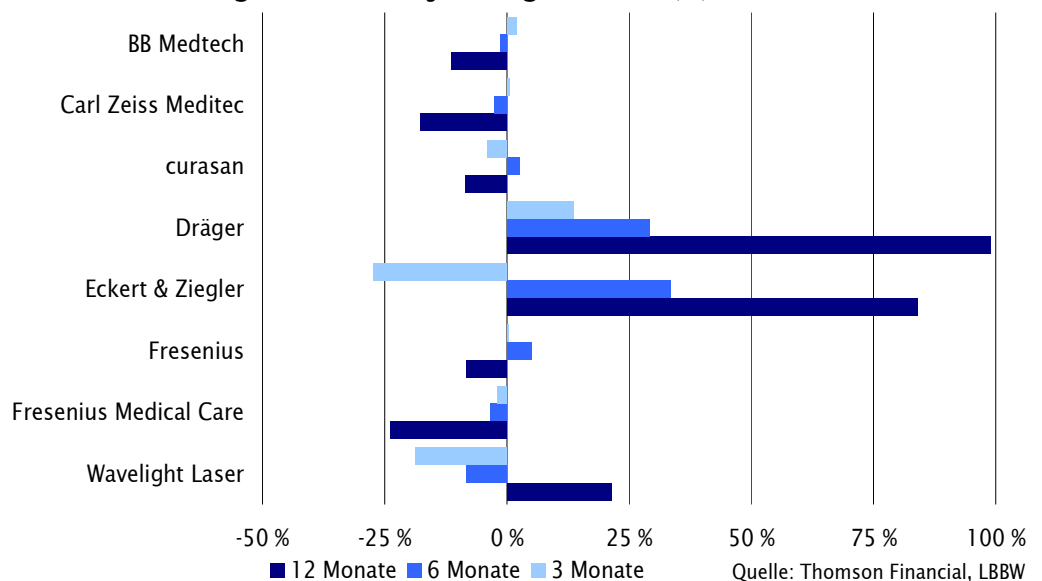
- Umsatzwachstum gestützt durch starken €
- Bewertungsbedingter Kursanstieg, derzeit eher geringes Kurspotenzial
- Klarer Geschäftserfolg der Einwegdialysatoren lässt noch auf sich warten

Wavelight Laser

- Probleme beim Vertriebspartner Lumenis drückten lange den Kurs
- Schwacher USD belastet den Vertriebsstart in den USA
- Verkauf der Industrielasersparte steht noch aus.

- Bei der Betrachtung der prozentualen Kursentwicklung ist auffällig, dass fast alle betrachteten Unternehmen sowohl auf Sicht von 3, 6 als auch 12 Monaten eine positive Kursperformance erreichen konnten.
- Im Vergleich zu ihrem jeweiligen Index sieht das Bild zwar deutlich gespalten aus, vermittelt aber insgesamt immer noch einen positiven Eindruck.

Kursentwicklung relativ zum jeweiligen Index (%)

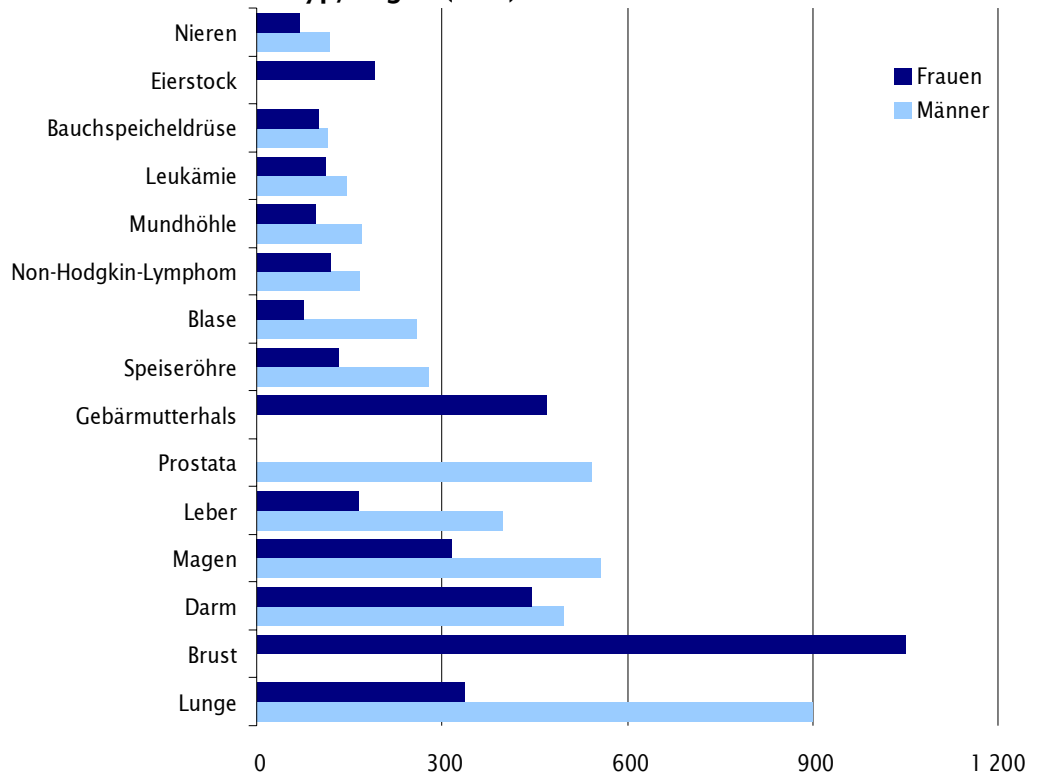


Hoher Patientenbestand, hohe Neuerkrankungszahlen, hohe Sterbequote

Einblick: Krebs und Medizintechnik

- Weltweit werden derzeit über 22 Mio. Menschen wegen einer Krebserkrankung behandelt.
- Etwa 10 Mio. Krebsdiagnosen kommen jedes Jahr neu hinzu.
- Mehr als 6 Mio. Menschen sterben jährlich an Krebs.
- Traurige Fakten, die eine Vielzahl von Informationen zusammenfassen, die eine nähere Betrachtung wert sind. So ist Krebs nicht gleich Krebs. Es gibt eine ganze Reihe verschiedener Krebsarten, die typischerweise nach der befallenen Körperregion bzw. dem befallenen Organ unterschieden werden. Die Inzidenz, d. h. die Neuerkrankungszahl der verschiedenen Krebsarten ist sehr unterschiedlich.

Krebsinzidenz nach Typ/Organ (Tsd.)



Quelle: WHO, LBBW

Krebs hat nicht nur eine Ursache

- Die Ursachen von Krebs sind vielfältig. So gehören Risikofaktoren wie das Rauchen und übermäßiger Alkoholgenuss ebenso dazu wie beispielsweise der – zumeist beruflich bedingte – Umgang mit krebsauslösenden Stoffen oder auch eine genetische Prädisposition. Aber auch virale oder bakterielle Infektionen wie z.B. mit dem Humanen Papilloma-Virus oder dem Helicobacter Pylori können zu Krebs führen. Letztlich zeigt sich aber auch sehr deutlich, dass Krebs vor allem auch eine Erkrankung des Alters ist. Eine deutliche Zunahme der älteren Menschen in der Bevölkerung geht dementsprechend mit einer Zunahme der Krebserkrankungen einher. Die WHO rechnet damit, dass sich die Zahl der Krebspatienten von 10 Mio. weltweit im Jahr 2000 in 20 Jahren um 50 % auf 15 Mio. erhöhen wird.

Krebs ist auch eine Alterserkrankung

Vorsorge zur Krebsvermeidung

Therapie ist nicht gleich Heilung, aber bei Krebs oft der einzige Weg

Ein besseres Verständnis der Krankheit eröffnet neue Therapien

Pharma- und Biotechindustrie liefern einen Großteil der Behandlungsalternativen

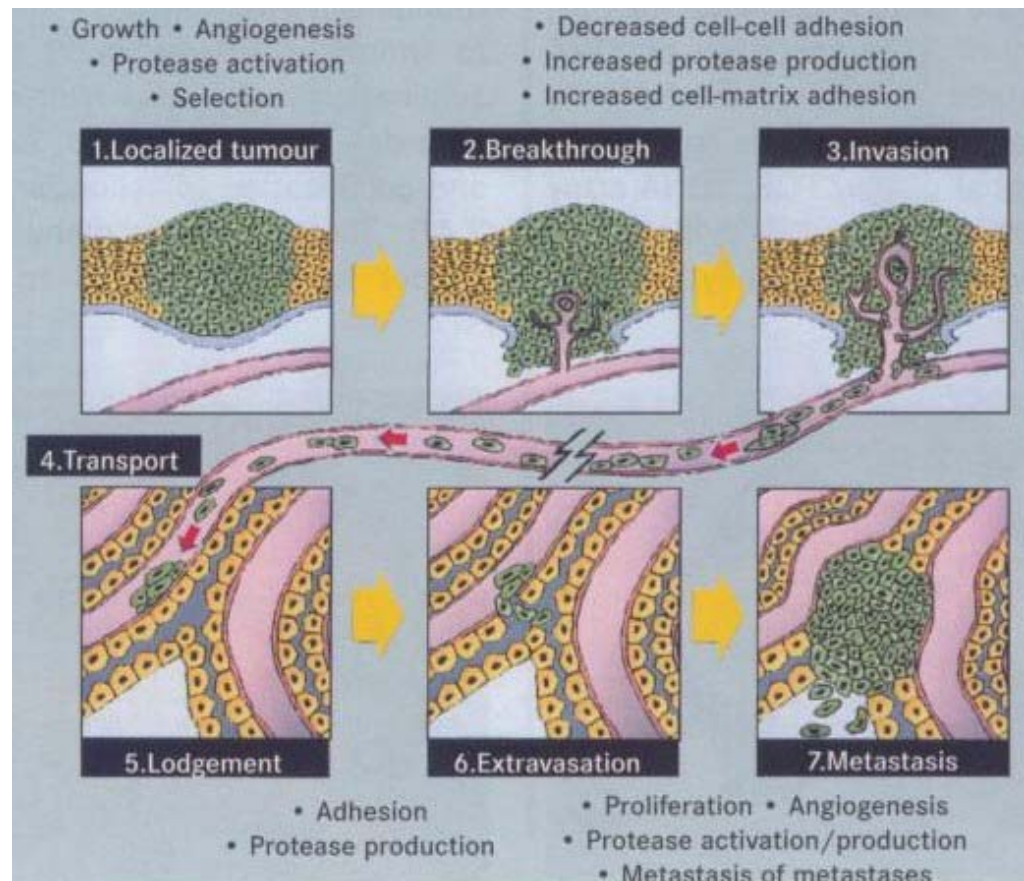
Genauere Marktabgrenzung umstritten

Auch Medizintechnik hat in der Onkologie ihren Platz

- Prinzipiell gibt es zwei Wege, dem erwarteten starken Wachstum der Krebsinzidenz zu begegnen.
 - Das ist zum Einen die Vorsorge, zu der sowohl Vorsorgeuntersuchungen wie auch ein gesundheitsbewusster Lebensstil ohne Tabak- und mit mäßigem Alkoholgenuss und viel Obst und Gemüse zählen. In Entwicklungs- und Schwellenländern wären zu der Vorsorge oftmals auch elementare Verbesserungen in der Hygiene zu rechnen, um Infektionskrankheiten und darauf basierende Krebserkrankungen zu vermeiden.
 - Zum Anderen ist die Therapie zu nennen. Hierbei ist es wichtig zu verstehen, dass Therapie nicht zwangsläufig Heilung bedeutet. Für die meisten Krebsarten gibt es derzeit keine Heilungschance. Das Verständnis der Wirkungszusammenhänge bei der Entstehung vieler Krebsarten ist oftmals noch rudimentär, so dass meist auch die „richtige Schaltstelle“ für eine Heilung noch nicht bekannt ist. Dennoch ist der Onkologiemarkt einer der wesentlichen Hoffnungsträger der Health Care-Branche.
 - Das liegt vor allem daran, dass mit einem zunehmend besseren Wissen um die funktionellen Zusammenhänge bei der Entstehung und Verbreitung von Krebs im menschlichen Körper bessere Behandlungen entwickelt werden, die den Patienten – zumindest zeitweise – ein beschwerdeärmeres oder sogar beschwerdefreies Leben, die sogenannte Remission, ermöglichen.
- Ein beträchtlicher Teil der Behandlungsalternativen wird von der Pharmaindustrie und von der Biotechnologie gestellt. Dazu gehören die bekannten „Rosskuren“ wie die Chemotherapie, bei der – vereinfacht ausgedrückt – darauf gesetzt wird, dass bei einer Vergiftung des Körpers durch einen chemischen Wirkstoff die Krebszellen schneller sterben als die gesunden Zellen, weil sie sich schneller teilen. Aber auch innovative Methoden, wie beispielsweise die Behandlung bestimmter Krebsarten mit Antikörpern oder die noch in klinischen Prüfungen befindlichen gentherapeutischen Ansätze sind zu diesem Arsenal der Krebstherapeutika zu rechnen.
- Die genauen Marktabgrenzungen sind umstritten, denn oftmals haben die verabreichten Medikamente Nebenwirkungen, die wiederum therapiert werden müssen und somit eigentlich eine Folge der Krebserkrankung sind. Aber selbst wenn man offizielle Zahlen wie von IMS Health zu Rate zieht, wird deutlich, wie wachstumsstark dieser Markt ist.
- Aber auch die Medizintechnik trägt ihren Teil zur Bekämpfung von Krebs bei. Wir haben bereits angesprochen, dass Vorsorgeuntersuchungen ein wichtiges Element in der Krebsbekämpfung sind. Denn tendenziell gilt: Je früher der Krebs diagnostiziert wird, desto größer sind die Erfolgchancen einer Behandlung. Dies soll an einem einfachen Beispiel verdeutlicht werden:
 - Ein vergleichsweise kleiner solider Krebstumor, der früh erkannt wird, kann oftmals mit einem chirurgischen Eingriff entfernt werden. Eine lokale Bestrahlung oder eine leichte Chemotherapie nach der Operation soll dann eventuell noch vorhandene Krebszellen abtöten. Die Chance, dass dann noch aktive Krebszellen im Körper verbleiben, die sich möglicherweise an anderer Stelle neu ansiedeln ist damit deutlich verringert.

- Bleibt der gleiche Tumor jedoch längere Zeit unerkannt, kann es dazu kommen, dass er sich in den Blutkreislauf des Patienten einklinkt und Metastasen gebildet werden.

Metastasenbildung



Quelle: WHO, World Cancer Report 2003

Mammographie als Früherkennung

Verschiedene Diagnoseverfahren

Kombinationsverfahren als Goldstandard

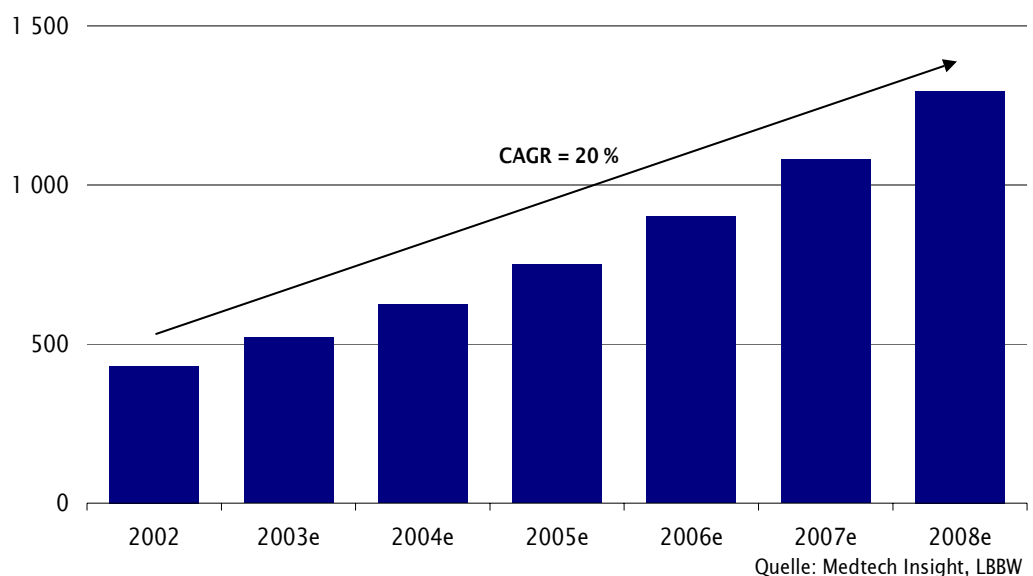
„cheaper, better, faster“

- Die wohl bekannteste Form der Medizintechnik, die zur Krebs(früh)erkennung eingesetzt wird, ist wohl die Mammographie, d. h. die Röntgendarstellung der weiblichen Brust zum Zwecke der Auffindung und Differenzierung von gut- und bösartigen Erkrankungen in der Brust.
- In der Diagnostik gibt es aber noch eine Vielzahl anderer medizintechnischer Verfahren. Zum Beispiel die Computertomographie (CT), eine Weiterentwicklung des klassischen Röntgens, kann Tumore in ihrer Größe, Form und Lage im Körper bestimmen. Positronen-Emissions-Tomographen (PET) können darstellen, ob ein Tumor wächst oder schrumpft. Beide Verfahren können sowohl bei einer Erstdiagnose als auch bei einer begleitenden Diagnose zu einer Therapie sinnvoll sein und die Therapie letztendlich sogar mit bestimmen.
- Eine Art Goldstandard in dieser Hinsicht sind derzeit Kombinationsgeräte aus PET und CT, welche die jeweiligen Stärken der einzelnen Diagnostik kombinieren und die Schwächen der Einzeldiagnose vermeiden.
- Voraussetzung für den Erfolg solcher Verfahren ist die Erfüllung der Forderungen „cheaper, better, faster“, d. h. billiger, besser, schneller. Der wissenschaftliche Vorteil, also das „besser“ liegt bei den Kombinationsgeräten auf

Hohes Wachstumspotenzial der PET/CT-Systeme in den USA

der Hand. Auch kann ein Kombigerät sicher schneller als zwei Einzelgeräte arbeiten. Bei dem Kriterium „billiger“ muss man hingegen weiter denken als bis zum Anschaffungspreis, der letztendlich auch den Preis bestimmt, der für eine Diagnose in Rechnung gestellt wird. Sichere und frühzeitige Diagnosen ermöglichen in der Regel eine bessere, schnellere und nebenwirkungsärmere Behandlung, so dass die Folgekosten deutlich geringer werden. Die Kostenträger sind allerdings nicht überall auf der Welt der gleichen Meinung, was die – vor allem auch ökonomischen Vorteile – von PET angeht. So wurde beispielsweise in Deutschland die Kostenerstattung von PET durch die Krankenkassen bislang abgelehnt, während in den USA alleine die kombinierten PET/CT-Systeme in den nächsten Jahren ein Wachstum von 20 % aufweisen dürften.

US-Markt für Hybride PET/CT-Scannersysteme (Mio. USD)



- Derzeit gibt es vier große Hersteller, die solche Geräte anbieten:
 - **CPS Innovations**, ein Joint Venture zwischen Siemens Medical Solutions und CTI Molecular Imaging,
 - **GE Medical**,
 - **Philips Medical Systems** und
 - **Siemens**.
- Unter den deutschen Medizintechnikspezialisten arbeitet UMS mit dieser Technologie, allerdings nicht als Geräteanbieter, sondern als Anbieter der Diagnostikdienstleistung mit einem mobilen PET/CT-Scannersystem. Bislang ist UMS mit einem Gerät von CPS Innovations am US-amerikanischen Markt und plant, noch im ersten Quartal 2004 mit einem zweiten Gerät zu starten.
- Die Medizintechnik beschränkt sich jedoch keinesfalls nur auf die Krebsdiagnostik. Es gibt eine Vielzahl von Therapien zur Behandlung von Krebs, die auf medizintechnischen Methoden beruhen.
- Die bekannteste davon dürften die verschiedenen Formen von Bestrahlung sein. Nicht-invasive Bestrahlung, also Bestrahlung „von außen“ hat für den

UMS als Dienstleistungsanbieter

Nicht-invasive Bestrahlung

Invasive Bestrahlung: Brachytherapie

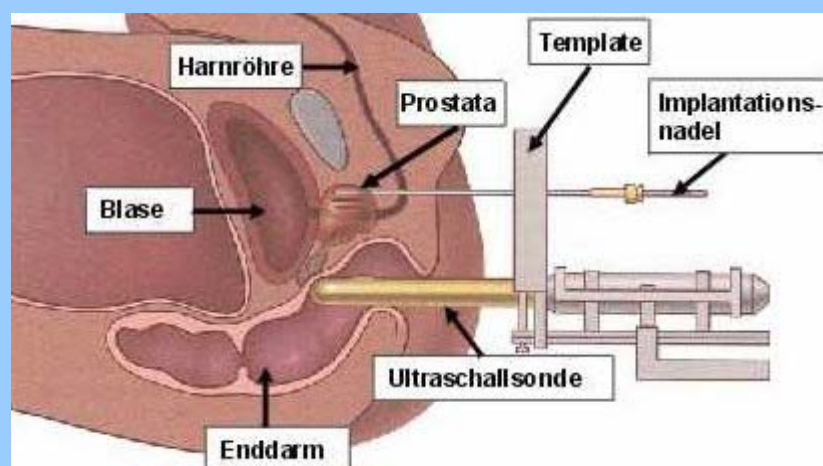
Dauerhafte Implantation von radioaktiven Stiften

Minimalinvasiver Eingriff mit vergleichsweise geringen Nebenwirkungen

Patienten einerseits den Vorteil, dass man ihn nicht „öffnen“ muss; andererseits ist die Bestrahlung mit deutlichen Nebenwirkungen in Form von Schädigungen gesunden Gewebes „auf dem Weg“ zum Tumor und im umliegenden Gewebe verbunden. Eine Alternative zu der nicht-invasiven Bestrahlung besteht bei lokal begrenzten Tumoren, die in frühen Stadien festgestellt werden, in der Brachytherapie, die wir im Folgenden am Beispiel der von dem Berliner Unternehmen Eckert & Ziegler angebotenen Brachytherapie der Prostata erläutern wollen.

Grundlagen der Brachytherapie der Prostata

- Die Brachytherapie der Prostata ist eine einmalige und dauerhafte Implantation von kleinen radioaktiven Stiften, so genannten Seeds, in den erkrankten Bereich der Prostata. Sie wird nur bei lokal begrenzten Tumoren im Frühstadium angewendet. Als Strahlenquellen kommen dabei Jod¹²⁵-Seeds oder Palladium¹⁰³-Seeds zum Einsatz. Diese Form der Brachytherapie fällt unter den Begriff der Low Dose Rate (LDR)-Therapie. Dem steht eine temporäre Hochdosisbestrahlung (HDR) mit Iridium¹⁹² gegenüber. Wir beschränken unsere Betrachtung auf die LDR-Therapie
- Die eigentliche Therapie besteht in der ultraschallgestützten Applikation der Seeds durch eine Hohlnadel in die Prostata. Die Seeds strahlen lokal und für eine begrenzte Zeit und schädigen dabei die Krebszellen, aber nur einen minimalen Teil des umliegenden gesunden Gewebes. Sie verbleiben aber auf Dauer in der Prostata. Es handelt sich um einen minimalinvasiven Eingriff, der ambulant durchgeführt werden kann. Die Erfolgsraten sind hoch und die Nebenwirkungen im Vergleich zu anderen Behandlungsmethoden, wie beispielsweise der Prostatektomie, d. h. der Prostataentfernung, sind deutlich geringer.

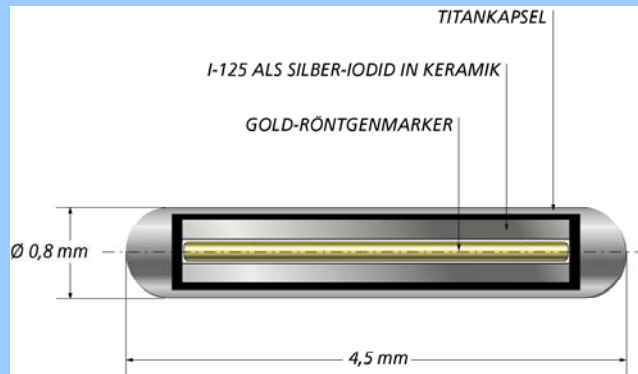


Quelle: http://www.uro-koeln.de/Brachytherapie/body_brachytherapie.html

Höhere Überlebensrate

Deutlich geringere Nebenwirkungen

Seed



Quelle: EZAG

- Die Vorteile der Therapie werden an der nach fünf Jahren - in verschiedenen Risikoklassen von Patienten - gemessenen Tumorfreiheit deutlich.

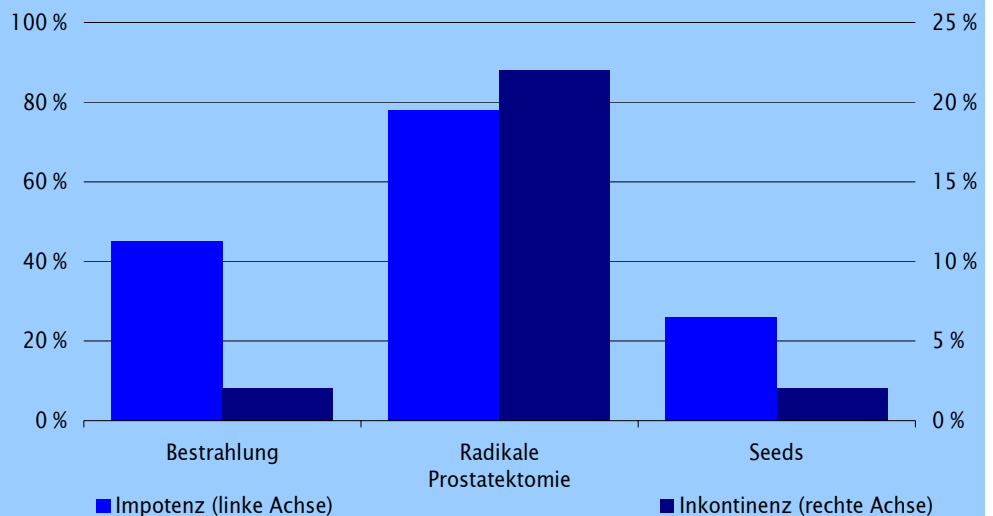
5-Jahre Tumorfreiheit

	Radikale Prostatektomie	3D-konformale Bestrahlung	Seeds	Seeds & Externe Bestrahlung
Risiko				
gering	85 %	95 %	94 %	94 %
mittel	65 %	79 %	82 %	84 %
hoch	32 %	60 %	65 %	69 %

Quelle: <http://www.urologie-vaterstetten.de/images/hp1.pdf>

- Für die Lebensqualität des Patienten nach dem Eingriff sind vor allem auch die Nebenwirkungen entscheidend, die oft in Inkontinenz und Impotenz bestehen. Diese Risiken können bei einem früh erkannten und mit der LDR-Brachytherapie behandelten Prostatakrebs deutlich gesenkt werden.

Nebenwirkungen (% behandelter Patienten)



Quelle: <http://www.urologie-vaterstetten.de/images/hp1.pdf>

- Weitere Informationen zu Prostatakrebs und seiner Behandlung finden sich auch auf der Homepage der EZAG-Tochter BEBIG www.bebig.de

Andere Anwendungen der Brachytherapie

- Die Prostata ist aber nur ein Beispiel für den Einsatz von Brachytherapie. **Proxima Therapeutics**, ein US-amerikanisches Unternehmen hat beispielsweise im Mai 2002 die FDA-Zulassung für einen Ballonkatheter erhalten, der in die Brust implantiert wird und das Krebsgewebe bzw. Krebsverdachtsgewebe ein bis fünf Tage radioaktiv bestrahlt.

Fokussiertere Bestrahlung

- Zu den in der Öffentlichkeit weniger bekannten, in der Anwendung aber durchaus erfolgreichen und geschätzten medizintechnischen Verfahren zur Behandlung von Krebs gehören:

- **IMRT**, Intensity Modulated Radiation Therapy ist eine verfeinerte Form der konventionellen Bestrahlung. Sie wird mittlerweile oft in Kombination mit den dargestellten PET/CT-Scannersystemen eingesetzt. Die Diagnostik ermöglicht eine genaue Lokalisation des entarteten Gewebes und die fokussierte Bestrahlung kann exakter gelenkt werden. Dadurch sinkt die Schädigung des umliegenden Gewebes; das Gewebe „auf dem Weg zum Tumor“ wird aber auch hierbei verstrahlt. **Varian Medical Systems** ist mit seinem „Smart Beam IMRT“ einer der wichtigsten Anbieter auf diesem Feld.

Schwerionen-Therapie in der Erprobungsphase

- **Schwerionen-Therapie**. Dabei wird der Tumor zwar prinzipiell auch „nur“ bestrahlt, mit der Schwerionen-Therapie ist aber eine sehr viel genauere Dosierung möglich, weil die Eindringtiefe genau bestimmt werden kann und die Ionen ihre Energie erst am Zielpunkt fast vollständig abgeben. Das umliegende Gewebe sowie „der Weg zum Tumor“ wird dabei geschont, weil eben im Gegensatz zur normalen Bestrahlung vorher kaum Energie von den Teilchen abgegeben wird. Derzeit wird eine solche Anlage vom Universitätsklinikum in Heidelberg errichtet. Weltweit gibt es noch zwei vergleichbare Anlagen in Japan, was im Wesentlichen durch den Preis begründet sein dürfte: Das Heidelberger Projekt ist derzeit mit Baukosten von 72 Mio. € veranschlagt und soll frühestens ab 2007 pro Jahr zwischen 1 000 und 1 300 Patienten pro Jahr behandeln können – bei Behandlungskosten von derzeit etwa 20 000 € pro Patient. Die Medizintechniksparte des **Siemens**-Konzerns will in den kommenden Jahren rund 100 Mio. € in die Entwicklung einer Kleinserie von Schwerionenanlagen investieren. Die Technologie befindet sich allerdings noch in einer recht frühen Phase und muß sich im Betrieb der Anlagen erst noch etablieren.

Großanlage in Heidelberg im Bau

Protonentherapie bereits etabliert

- **Protonentherapie**. Hier gilt im Hinblick auf die Vorteile ähnliches wie bei der Schwerionentherapie. Die Bestrahlung mit Protonen ist allerdings weltweit bereits an rund 30 000 Patienten erprobt. Deutschland hat mit der noch nicht börsennotierten ProHealth AG auch einen Protagonisten in diesem Bereich aufzuweisen. Derzeit baut das Unternehmen in München das erste europäische Protonentherapiezentrum, das im März 2005 in Betrieb gehen soll. Eine generelle Kostenerstattungszusage der Krankenkassen für diese Technologie gibt es bislang nicht. ProHealth rechnet jedoch damit, dass sich über das Gesundheitssystem-Modernisierungsgesetz (GMG) Möglichkeiten zu Dienstleistungsverträgen mit Krankenhäusern und damit auch zur Kassenabrechnung der Therapie ergeben. Darüber hinaus kann bei dieser Therapieform durch ihre Vorteile gegenüber den bekannten „Rosskuren“ der Krebsbehandlung auch damit gerechnet

Bau des ersten europäischen Zentrums in München

Keine generelle Kostenerstattung

Ablation durch Hitze und Kälte möglich

RF-Ablation am weitesten verbreitet

werden, dass viele Patienten zumindest zu Zuzahlungen bereit sein werden. Außerdem rechnet ProHealth als erster europäischer Anbieter mit einem Anteil von 50 % der Patienten aus dem Ausland, wo Eigenleistungen oftmals verbreiteter sind als in Deutschland.

- **Ablationstechniken.** Unter Ablationstechniken werden verschiedene minimalinvasive Entfernungstechniken von Tumoren zusammengefasst. Sie bedeuten quasi eine Verfeinerung herkömmlicher chirurgischer Verfahren. Dabei werden beispielsweise fokussierter Ultraschall, Mikrowellen, Radiofrequenzströme (RF) oder auch Kryochirurgie (extreme Kältebehandlung) benutzt, um das Tumorgewebe vor Ort zu zerstören. Ultraschall und Mikrowellen befinden sich noch in der Entwicklung und klinischen Prüfung, RF und Kryochirurgie sind bereits für verschiedene Indikationen zugelassen und werden erfolgreich eingesetzt. Insbesondere die RF-Ablation konnte sich in den vergangenen Jahren gut behaupten und stellt nach Einschätzung von Fachkreisen eine Technik dar, die noch deutliches Steigerungspotenzial im Hinblick auf die Anwendungsbreite und damit auch die erzielbaren Umsätze erwarten lässt. Der RF-Ablationsmarkt wird im wesentlichen von **Rita Medical Systems**, **Radionics** (Tochter von Tyco) und **Radiotherapeutics** (Tochter von Boston Scientific) dominiert. Aber auch **Artemis Medical** und **Senorx** sind auf diesem Gebiet tätig.

Beispiele für Ablationstechniken

Unternehmen	Status
RF-Ablation	
Artemis Medical	Phase II-Studie
Berchtold	FDA zugelassen
Radionics	FDA zugelassen
Radiotherapeutics	FDA zugelassen
Rita Medical Systems	FDA zugelassen
Senorx	510(k)-Zulassung
Mikrowellen-Ablation	
Celsion	klinische Entwicklung
Vivant	FDA zugelassen
Ultraschall	
Acoustic Medsystems	Prototyp
EDAP Technomed	in Europa zugelassen, klinische Entwicklung in den USA
Insightec-TXSonics	klinische Entwicklung
Kryoablation	
Endocare	FDA zugelassen
Galil Medical	FDA zugelassen
Sanarus	FDA zugelassen
Laserablation	
Senolase	in Entwicklung
Somatex	klinische Entwicklung

Quelle: Medtech Insight, LBBW

- Vivant **Medical** testet derzeit seine Mikrowellentechnik für die Tumorablation in klinischen Prüfungen. Ultraschall wird u. a. von **Insightec-TXSonics** und von **Acoustic Medsystems** als Tumorablationstechnologie getestet. Das Berliner Unternehmen **Somatex** stellte beim letztjährigen

**Laser als weiteres
Ablationsinstru-
ment**

Europäischen Radiologiekongress sein lasergestütztes Thermotherapie-
system LiTT vor. Die obige Tabelle gibt einen kurzen Überblick über die
derzeit vermarkteten und in Entwicklung befindlichen Ablationsverfah-
ren.

Unternehmensentwicklung

Unternehmen	Geschäfts- jahresende	Letzter Bericht	Umsatz (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	Netto- ergebnis (Mio. €)	Rating
BB Medtech¹	Dezember	9M 03	-	-	121,5	Kaufen
<i>y-o-y</i>			-	-	-	
Carl Zeiss Meditec	September	GJ 02/03	235,7	24,7	10,8	Halten
<i>y-o-y</i>			16,7%	146,8%	131,1%	
curasan	Dezember	9M 03	12,8	-1,1	-0,8	Halten
<i>y-o-y</i>			19,7%	-	-	
Drägerwerk²	Dezember	9M 03	949,2	43,0	13,9	Kaufen
<i>y-o-y</i>			4,4%	3,5%	14,9%	
Eckert & Ziegler³	Dezember	9M 03	18,9	0,8	0,0	Halten
<i>y-o-y</i>			-20,4%	-26,9%	-84,4%	
Fresenius	Dezember	9M 03	5 254,0	590,0	105,0	Halten
<i>y-o-y</i>			-5,4%	-4,4%	23,5%	
FME⁴	Dezember	9M 03	4 075,0	549,7	236,7	Halten
<i>y-o-y</i>			9,4%	10,1%	14,1%	
Wavelight Laser	Juli	3M 03/04	12,0	0,7	0,3	Kaufen
<i>y-o-y</i>			15,7%	-0,9%	59,9%	

1 in Mio. CHF

Quelle: Unternehmensangaben, LBBW

2 Nettoergebnis vor a.o. Erträgen und Minderheiten

3 vor Sondereffekten und Minderheiten

4 USD

BB Medtech

- Erfolgreiche Abschlüsse der Kernbeteiligungen
- Nobel Biocare entwickelte sich gut, litt aber unter überhöhten Erwartungen
- Insgesamt positive Entwicklung der BB Medtech

Carl Zeiss Meditec

- Ausweis der Dental- und der Ästhetiksparte als „discontinued operations“
- Vorläufige Margenziele bereits erreicht
- Kapitalerhöhung erfolgreich platziert

curasan

- curasan war 2003 auf dem Weg zu einem ausgeglichenen Ergebnis
- Der Verkauf von Pharmaceuticals bringt Cash ins Unternehmen
- Die Entwicklung der USA-Umsätze ließ bislang zu wünschen übrig

Dräger

- Start und Konsolidierung des Joint Ventures mit Siemens am 01.07.2003
- Erste Erfolge des Joint Ventures, volle Umsetzung braucht aber noch einige Zeit
- Verkauf von Randbereichen zwecks stärkerer Fokussierung

Eckert & Ziegler

- Umsatzentwicklung stark durch USD/€-Kurs belastet
- Biotechinvestitionen deutlich verringert, weitere Entwicklungspartnersuche
- Nicht cash-wirksame Einmalbelastungen durch Entsorgungsrückstellungen

Fresenius

- Umsatzrückgang im Konzern, USD/€-Kurs belastet
- Operatives Ergebnis durch Umsatzrückgang gedrückt, allerdings in geringerem Umfang als der Umsatzrückgang
- ProServe bleibt hinter den Erwartungen zurück

Fresenius Medical Care

- Umsatzwachstum über dem Marktwachstum, USD/€-Kurs stützt
- Ergebniswachstum überproportional zum Umsatzwachstum
- Aktienkurs hat positiv auf die Neun-Monats-Zahlen reagiert

Wavelight Laser

- Geschäftsentwicklung entspricht unseren Erwartungen
- USA spielte im ersten Quartal als Umsatzträger noch kaum eine Rolle
- Erstkonsolidierung der RealEyes

Neuigkeiten als Kurstreiber**Newsflow aus den Unternehmen**

- Neuigkeiten gehören neben der operativen Geschäftsentwicklung eines Unternehmens zu den wesentlichen Kurstreibern an den Aktienmärkten. Darin unterscheiden sich auch Medizintechnikunternehmen kaum von anderen Branchen. Allerdings sind extreme Ausschläge, wie sie vor allem bei kleinen Biotechnologieunternehmen – im Positiven wie im Negativen – vergleichsweise oft vorkommen, in der Medizintechnikbranche eher selten. Hier kommt es vor, dass die Nachrichten eine nachhaltige Kursentwicklung stützen oder stoppen. Auch bei den von uns gecoverten Unternehmen stehen in den nächsten Monaten einige Nachrichten an, genau terminierbar sind allerdings wie immer nur die Geschäftszahlen.

Größte Kernbeteiligung Nobel Biocare berichtet am 06. Februar 2004**BB Medtech**

- BB Medtech lebt als Beteiligungsgesellschaft im Wesentlichen von dem Newsflow seiner Beteiligungsgesellschaften. Eigene Aktivitäten spielen eine eher untergeordnete Rolle. Da BB Medtech mittlerweile sehr stark auf seine Kernbeteiligungen konzentriert ist, richtet sich in den nächsten Monaten die Aufmerksamkeit vor allem auf die Geschäftszahlen der Beteiligungen für das abgelaufene Geschäftsjahr. Nachdem Synthes-Stratec bereits am 21. Januar 2004 positiv zu wertende Umsatzzahlen vorgelegt hat und Drägerwerk bis zum 13. Mai 2004 auf sich warten lässt, steht der 06. Februar 2004 mit den Geschäftsjahreszahlen 2003 der größten Kernbeteiligung Nobel Biocare im Fokus der Anleger.
- Die Entscheidung der BB Medtech, ab 2003 eine vom Abschlag auf den Inneren Wert abhängige Dividende zu zahlen, werten wir positiv. Der Beschluss muss allerdings noch von der Hauptversammlung genehmigt werden. Für 2003 ist eine Dividende von 1,10 CHF avisiert.

Dividendenzahlung**Carl Zeiss Meditec**

- Für Carl Zeiss Meditec sollte es unseres Erachtens in den kommenden Monaten zwei wesentliche Einflussfaktoren geben:
 - Das Unternehmen hat angekündigt, sein Produktportfolio über eine Akquisition erweitern zu wollen. Die bereits getätigte Akquisition im Softwarebereich ist damit nicht gemeint, und unseres Erachtens sollte eine Produktakquisition auch deutlich mehr zum Umsatz der Carl Zeiss Meditec beitragen als der Software-Deal. Wichtig aus unserer Sicht wird vor allem sein, ob das Management seine Aussage einhalten kann, dass Akquisitionen den Gewinn der Gesellschaft nicht verwässern sollen.
 - Der Wechselkurs USD/€ ist für die Carl Zeiss Meditec auf der Umsatzebene ein Damoklesschwert: Mehr als 50 % der Umsätze werden im USD-Raum getätigt und die Bilanzierung erfolgt in €. Dementsprechend sah sich das Management bis dato nicht in der Lage, eine Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2003/04 abzugeben. Allerdings hat sich der CFO bei der letzten Analystenkonferenz zu der aus unserer Sicht zu optimistischen Vermutung hinreissen lassen, der Wechselkurs USD/€

Produktakquisition steht noch aus

Wechselkurs belastet den Umsatz; auf Ergebnisebene „natural hedge“

werde wohl bald wieder Richtung 1,20 tendieren. Auf der Kostenseite verfügt Carl Zeiss Meditec durch seine Produktionsstätten in den USA über einen „natural hedge“, so dass die währungsbedingten Umsatzeinbußen nur in geringem Maße auf das Ergebnis durchschlagen.

Neues Geschäftsmodell muss sich noch beweisen

curasan

- Die weitere Entwicklung der curasan steht unseres Erachtens auf tönernen Füßen. Das Unternehmen muss im laufenden Jahr beweisen, dass es mit dem verbleibenden Geschäft auch profitabel arbeiten kann. Das Engagement in den USA war im vergangenen Jahr noch übersichtlich, so dass der Wechselkurs keine so einschneidende Rolle spielen dürfte wie bei stärker in den USA exponierten Unternehmen. Ob sich jedoch das Wagnis rechnet, einen eigenen Dentalvertrieb für Cerasorb® in den USA aufzubauen, bleibt abzuwarten. Die Vertriebsgesellschaft dafür ist jedenfalls bereits gegründet und die Zulassung für Cerasorb® DENTAL wurde erteilt. Die Zulassung für das Hyaluronsäureprodukt Curavisc® spielt unseres Erachtens für die weitere Entwicklung der curasan nur eine untergeordnete Rolle.

Keine News erwartet

Drägerwerk

- Bei Drägerwerk stehen in unmittelbarer Zukunft keine Nachrichten an. Das Unternehmen lässt sich bis zum 13. Mai 2004 für die Präsentation seines Geschäftsjahresabschlusses 2003 Zeit und kombiniert diese gleich mit den Q1-Ergebnissen 2004. Unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2003 bleiben unverändert.

Suche nach einem Entwicklungspartner läuft

Eckert & Ziegler

- Bei Eckert & Ziegler warten die Anleger schon länger auf Neuigkeiten aus dem Biotechbereich des Unternehmens. Hier wird ein Entwicklungspartner für den ersten Antikörper aus der NEMOD gesucht, bislang konnte jedoch noch niemand benannt werden. Darüber hinaus arbeitet das Unternehmen auch weiterhin an einer generellen Kostenerstattung für die Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs. Im letzten Jahr konnte zwar eine Aufnahme der Therapieform in den DRG-Katalog vermeldet werden, größeres Potenzial versprechen wir uns jedoch von einer allgemeinen Kostenerstattung, da die Therapie erst dort den Vorteil der ambulanten Behandlung voll ausschöpfen kann. Neben diesen positiven Nachrichten dürfte Eckert & Ziegler vor allem die Entwicklung des Wechselkurses USD/€ Sorgen bereiten. Rund 70 % des Umsatzes stammen aus dem USD-Raum, und darüber hinaus muss das Unternehmen durch seine Innenfinanzierung buchtechnische Verluste verkraften.

Kostenerstattung für Brachytherapie wird weiter verhandelt

Fresenius Vz.

- Bei Fresenius stehen nach dem Capital Markets Day Mitte Januar im Laufe des Jahres 2004 einige positive Ereignisse ins Haus, zu denen vor allem die

Positive News aus dem Biotechbereich möglich; Wechselkurs belastet

Wechselkurs stützt die Umsatzentwicklung

Günstige Bewertung

Verkauf der Industrielasersparte

USA-Geschäft muss sich noch beweisen

Aufnahme weiterer klinischer Studien gehören. Die Biotech-Aktivitäten sollen allerdings frühestens 2008 zu einem positiven Ergebnisbeitrag führen. Allerdings muss auch Fresenius durch den starken € klare Umsatzeinbussen verkraften und es bleibt abzuwarten, ob im politischen Umfeld des Gesundheitsbereichs so viel Ruhe einkehrt, dass ProServe mit den bisher geplanten Mitteln wieder zum Erfolg geführt werden kann.

Fresenius Medical Care

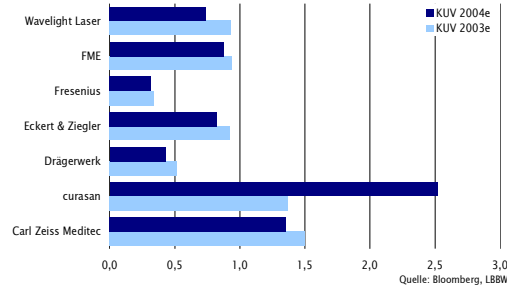
- Fresenius Medical Care gehört durch die Bilanzierung in USD auf der Umsatzseite zu den Gewinnern des schwachen USD. Newsflow zeichnet sich für das Unternehmen derzeit nicht ab. Es bleibt abzuwarten, ob Fresenius Medical Care die währungsbedingten Umsatzsteigerungen in mindestens gleicher Höhe auch auf der Ergebnisebene halten kann.

Wavelight Laser Technologie

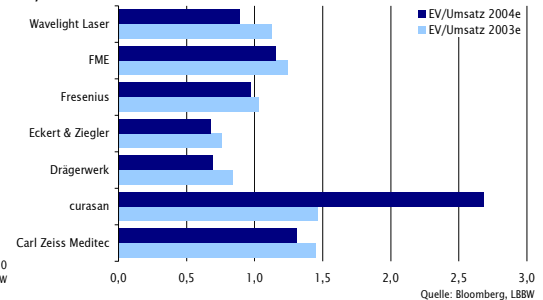
- Wavelight gehört unseres Erachtens zu den spannendsten Investments im Medizintechnikbereich. Das Unternehmen ist nach wie vor sehr günstig bewertet. Der Verkauf der Industrielasersparte ist avisiert, aber noch nicht terminiert. Das zweite Geschäftsquartal muss zudem zeigen, ob die Zusammenarbeit mit Lumenis in den USA hält, was sie versprochen hat. Kritisch ist auch hier der USD, da das Management seine Prognosen für das laufende Geschäftsjahr auf einen durchschnittlichen Wechselkurs von 1,20 USD/€ gestützt hat. Bei einem um ca. 10 % höheren Wechselkurs rechnen wir mit einem um wenigstens 1 Mio. € geringeren Umsatz – sofern die Vertriebspartnerschaft wie erwartet positiv verläuft.

Bewertung

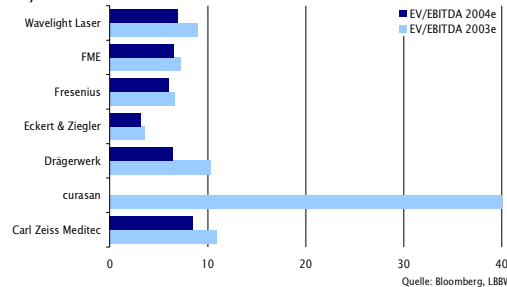
Kurs-Umsatz-Verhältnisse



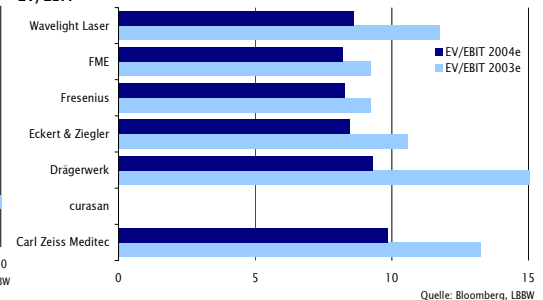
EV/Umsatz



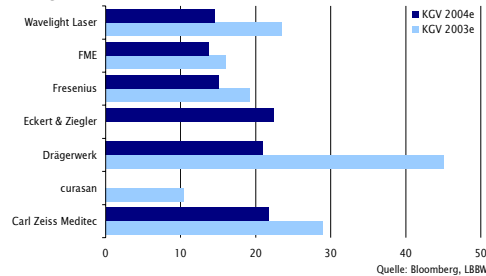
EV/EBITDA



EV/EBIT



Kurs-Gewinn-Verhältnisse



Fehlende Balken signalisieren negative Werte

- BB Medtech haben wir nicht in die obige Betrachtung eingeschlossen.
- Die oben dargestellten Bewertungskennziffern fallen recht homogen aus. curasan bildet zwar einen Ausreisser, das kann aber auf die besondere Unternehmenssituation zurückgeführt werden: Eigentlich sollte 2003 der Break-even erreicht werden. Durch den Verkauf des Geschäftsbereichs Pharmaceuticals wurde dieses Ziel auf der Basis des Nettoergebnisses deutlich übertroffen; auf operativer Ebene erwartet das Management für das laufende Geschäftsjahr ein ausgeglichenes Ergebnis, was wir jedoch für zu optimistisch halten.
- Bei der Betrachtung unserer Kaufkandidaten Drägerwerk und Wavelight Laser fällt auf, dass sich Drägerwerk im Vergleich mit den obigen Unternehmen in fast allen Bewertungsrelationen im unteren Bereich, Wavelight Laser zumeist im mittleren Bereich bewegt. Allerdings ist zu beachten, dass ein direkter Vergleich zwischen den Unternehmen nur von begrenzter Aussagefähigkeit ist, da die Firmen teilweise auf völlig unterschiedlichen sachlichen und geografischen Märkten tätig sind. Die geringe Bandbreite, in der sich Bewertungsrelationen wie beispielsweise das KGV für 2003 bewegen, sollte daher mit entsprechender Vorsicht betrachtet werden. Eine Aussage über eine mögliche Unter-, faire oder Überbewertung der jeweiligen Aktie macht nur im Vergleich zu direkten Konkurrenten Sinn.

curasan in einer Sondersituation

Direkter Vergleich der Bewertungsrelationen nicht sinnvoll

Ausblick - Unsere Prognosen

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 22,60 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
27 Januar 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:
16,0 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
361,6 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 1,52 %

Beta: 0,7

Rechnungslegung: IAS

Kalender: GJ 2003 am
11. März 2003

DPS 2003e: 1,10 CHF

ISIN: CH0000428661

Bloomberg: MTH GR

Reuters: BBMZ.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

BB Medtech

- BB Medtech ist eine Beteiligungsgesellschaft. Daher stellen wir keine Prognosen für den Geschäftsverlauf wie bei den anderen Unternehmen.
- Bislang haben die Maßnahmen zur Reduzierung des hohen Abschlags auf den Inneren Wert den Aktienkurs nur kurzfristig positiv beeinflusst.
- Für die Kernbeteiligungen sind wir zuversichtlich gestimmt. Synthes-Stratec hat bereits vorab eine positive Umsatzentwicklung berichtet, Nobel Biocare wird am 06. Februar 2004 Geschäftszahlen für 2003 vorlegen. Wir erwarten im Jahresverlauf eine weiterhin positive Berichterstattung, insbesondere auch von der erst spät berichtenden Drägerwerk.
- Eine breitere Risikostreuung würde dem Portfolio u. E. gut tun.

Kernbeteiligungen

	31.12.2002	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Nobel Biocare	72,8 %	69,0 %	70,5 %	62,0 %
Synthes Stratec	4,3 %	14,4 %	16,0 %	15,7 %
Drägerwerk	0,7 %	9,3 %	14,0 %	18,5 %
St. Jude Medical	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Pozen	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Unternehmenszahlen

	31.12.2002	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
NAV	17,60 €	17,80 €	21,40 €	23,80 €
Kurs	14,40 €	14,13 €	19,00 €	19,35 €
Prämie/Abschlag	-18,2 %	-20,6 %	-11,2 %	-18,7 %



Stenogramm

- + Fokussierung auf Medizintechnikunternehmen mit hohem Ertragspotenzial
- + Positives Chartbild
- + Hoher Abschlag auf den inneren Wert (NAV)
- Bedingte konjunkturelle Risiken bei den Beteiligungsunternehmen
- Entwicklungs- und Zulassungsrisiken der Beteiligungsunternehmen
- Hohe Konzentration des Portfolios

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.

Halten

Medizintechnik

Kurs: 12,80 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:
17. Dezember 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

25,8 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

363,7 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,55 %

Beta: 0,7

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: Q1 2003/04
am 12. Februar 2004

DPS 2002/03e: -

ISIN: DE0005313704

Bloomberg: AFX GR

Reuters: AFXG.GE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

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

Ausblick - Unsere Prognosen

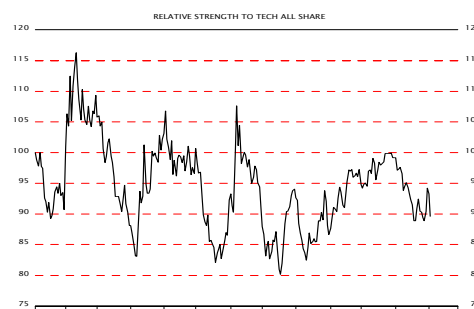
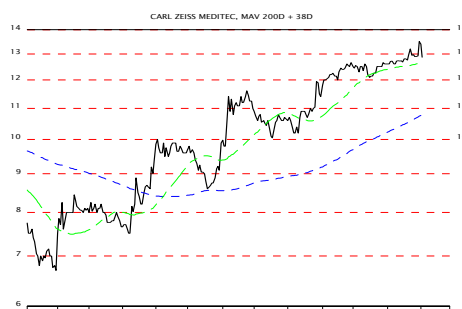
Carl Zeiss Meditec

Erwartete Geschäftsentwicklung

Q1 2003/04	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	66,5	8,9	7,5	11,2 %	4,0
<i>y-o-y</i>	6,6 %	37,0 %	27,6 %	-	56,7 %

- Die Geschäftsentwicklung der Carl Zeiss Meditec (CZM) wird auf der Umsatzseite deutlich vom starken € belastet. Bislang existiert keine Prognose für 2003/04 seitens des Unternehmens.
- Auf der Ergebnisebene kann CZM die Währungseffekte durch Produktionsstätten in verschiedenen Währungsräumen weitgehend ausgleichen.
- Das Management sieht die Wechselkursentwicklung von USD zu € in Richtung 1,20 und damit unseres Erachtens zu optimistisch. Unsere 12-Monats-Prognose von 1,30 erscheint derzeit wahrscheinlicher.
- Mindestens eine weitere Akquisition im Produktbereich ist zu erwarten, allerdings kann diese derzeit nicht genau terminiert werden.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002/03	235,7	30,5	24,7	10,5 %	10,8
2003/04e	261,9	37,7	32,2	12,3 %	14,8
2004/05e	290,7	47,0	41,1	14,2 %	19,5



Stenogramm

- + Weltweit agierender Konzern mit gutem Renommee
- + Komplettanbieter für den ophthalmologischen Gerätebedarf
- + Nutzung von Ressourcen der Carl Zeiss-Gruppe
- Wechselkurseffekte belasten die Top-Line deutlich
- Unklarheit über die Umplatzierungsstrategie des Hauptaktionärs
- Fehlende Prognosen seitens des Managements

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.

Ausblick - Unsere Prognosen

Verkaufen

Medtech/Biotech

Kurs: 4,20 €

Letztes Rating:
VerkaufenLetzte Analyse:
13. Januar 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

5,0 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

21,0 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,06 %

Beta: 1,2

Rechnungslegung: IAS

Kalender: GJ 2003

29. März 2004

DPS 2003e: -

ISIN: DE0005494538

Bloomberg: CUR GR

Reuters: CURG.GE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

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

curasan

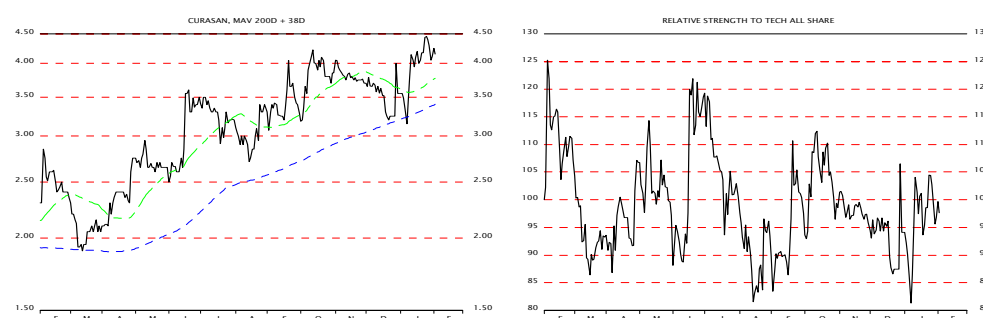
Erwartete Geschäftsentwicklung

GJ 2003*	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	15,3	0,6	-0,3	neg.	2,0
y-o-y	4,1 %	-	-	-	-

- curasan hat bereits Vorabzahlen zum Geschäftsjahr 2003 veröffentlicht, so dass der Geschäftsbericht Ende März keine größeren Überraschungen bergen sollte.
- Mittlerweile ist das Unternehmen in den Bereichen Orthopädie, Veterinär- und Dentalanwendungen mit Cerasorb[®] auch in den USA vertreten. Ob sich die Wachstumshoffnungen in diesem Markt erfüllen, bleibt abzuwarten.
- Wir halten den Eigenvertrieb der Dentalprodukte in den USA für ein hohes Wagnis, das auch bei Erfolg einen hohen Startaufwand erfordert.
- Die Konkurrenz durch andere Produkte bleibt hoch.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002	14,7	-2,4	-3,4	neg.	-2,3
2003e*	15,3	0,6	-0,3	neg.	2,0
2004e	8,3	-1,0	-1,6	neg.	-1,0

* inkl. ausserordentliches Ergebnis



Stenogramm

- + Cerasorb[®] beginnt sich zu etablieren
- + Vertriebsvereinbarungen für Cerasorb[®] in den USA
- + Liquiditätsengpass durch den Verkauf von Pharmaceuticals beseitigt
- Starke Konkurrenz durch andere synthetische Knochenersatzstoffe
- Unseres Erachtens ambitionierte Umsatzprognosen des Unternehmens
- Marktenger Titel

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium angehörten, das Wertpapiere der Gesellschaft übernommen hat, die Gesellschaft am Markt betreuen und Aktien der Gesellschaft im Handelsbestand haben. Stichtag für diese Angaben ist der 31.12.2003.

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 57,34 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:

13. November 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

12,7 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

732,5 Mio. €

Index: TecDAX

Indexgewicht: 2,91 %

Beta: 0,7

Rechnungslegung:

HGB

Kalender: GJ 03 + Q1

04 am 13. Mai 2004

DPS 2003e: 0,40 €

ISIN: DE0005550636

Bloomberg: DRW3 GR

Reuters: DRW_p.GE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBRW.de

Ausblick - Unsere Prognosen

Drägerwerk Vz.

Erwartete Geschäftsentwicklung

GJ 2003	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	1 414,1	114,9	60,9	4,3 %	16,2(36,7)
<i>y-o-y</i>	<i>6,1 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>-3,5 %</i>	-	<i>-7,1 % (110,9 %)</i>

- Drägerwerk konsolidiert seit dem 01. Juli 2003 das Joint Venture mit Siemens. Erste Erfolge (bspw. 150 ICU-Workstations am RWTH Aachen, die in die IT-Struktur von Siemens integriert werden) konnten bereits verbucht werden, allerdings wird die volle Umsetzung aller Synergien noch einige Zeit brauchen.
- 2004 dürfte insofern weniger von größeren Änderungen im Geschäftsmodell als vielmehr von der konsequenten Umsetzung der Synergien und der Konzentration auf die Bereiche Medical und Safety gekennzeichnet sein.
- Die Umstellung der Rechnungslegung auf IAS steht noch aus. Hier laufen derzeit Vorbereitungen, um 2004 entsprechend berichten zu können.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002	1 333,0	113,2	64,5	4,8 %	17,4
2003e	1 414,1	114,9	60,9	4,3 %	16,2
2003e inkl. a.o. Erg.	1 414,1	114,9	60,9	4,3 %	36,7
2004e	1 703,1	183,4	127,4	7,5 %	34,8



Stenogramm

- + Breite Produktpalette
- + Joint Venture mit Siemens startete zum 01. Juli 2003
- + Positive Nachfragetrends in den Bereichen Medizin- und Sicherheitstechnik
- Ergebnismargen noch gering
- Umstrukturierungen wirken ergebnisbelastend
- Wechselkurs belastet

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.

Halten

Medizintechnik

Kurs: 8,28 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:

11 November 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

3,3 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

26,9 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,07 %

Beta: 0,6

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: GJ 2003 am

29. März 2004

DPS 2003e: -

ISIN: DE 0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Ausblick - Unsere Prognosen

Eckert & Ziegler

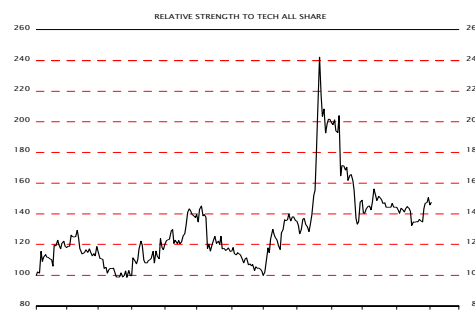
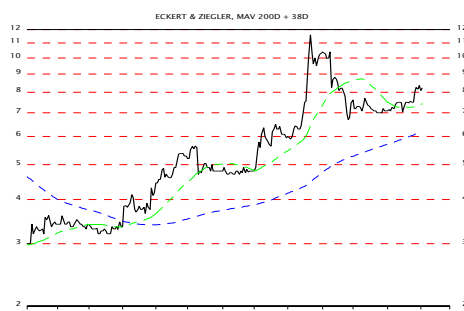
Erwartete Geschäftsentwicklung

GJ 2003*	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	29,1	6,1	2,1	7,2 %	0,8
y-o-y	-6,9 %	-1,9 %	4,9 %	-	132,3 %

- Eckert & Ziegler (EZAG) ist sehr stark im USD-Raum exponiert und leidet dementsprechend stark auf der Umsatzebene unter dem starken €. Die Produktion in den USA mildert den Effekt auf Umsatzebene, allerdings kostet die Innenfinanzierung der US-Tochter buchungstechnisch durch den Wechselkurseffekt Geld.
- Die Aufnahme der Brachytherapie für Prostatakrebs in die DRGs dürfte EZAG im laufenden Geschäftsjahr Wachstum beschern; wir erwarten aber von einer generellen Kostenerstattung, die noch aussteht, mehr.
- Das Anlagenbau-Geschäft hat sich im vergangenen Jahr gut entwickelt und hat auch zu einem Folgeauftrag geführt, der im laufenden Jahr für Umsatzbeiträge sorgt.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002	31,2	6,3	2,0	6,4 %	0,3
2003e*	29,1	6,1	2,1	7,2 %	0,8
2004e	32,6	7,1	2,6	8,0 %	1,4

* ohne Einmalaufwendungen aus SFAS 143 und "changes of accounting principles"



Stenogramm

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + Kooperation mit Theragenics
- + Brachytherapie in die deutschen DRGs integriert
- Dollarschwäche belastet
- Geringe Erfahrung in der Medikamentenentwicklung
- SFAS 143 belastet das Ergebnis

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen die Gesellschaft am Markt betreiben, und Aktien der Gesellschaft im Handelsbestand haben. Stichtag für diese Angaben ist der 31. Dezember 2003

Halten

Health Care

Kurs: 58,47 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:

04. November 2003

S&P-Rating: BB+

Anzahl Aktien:

41,0 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

2,6 Mrd. €

Index: MDAX

Indexgewicht: 2,80 %

Beta: 1,1

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: GJ 2003

24. Februar 2003

DPS 2003e: 1,10 €

ISIN: DE0005785638

Bloomberg: FRE3 GR

Reuters: FREG_p.DE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

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

Ausblick - Unsere Prognosen

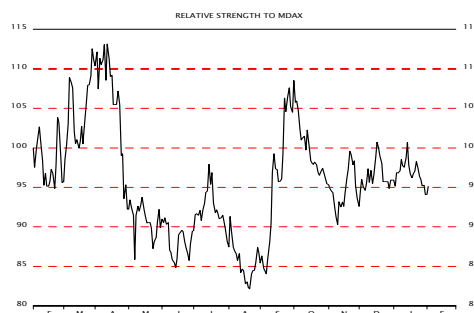
Fresenius Vz.

Erwartete Geschäftsentwicklung

GJ 2003	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	7 065,0	1 101,3	791,3	11,2 %	125,0
y-o-y	-5,9%	-6,5%	-5,5%	-	-6,7%

- Fresenius hat auf einem Capital Markets Day im Januar seine Biotechnologieaktivitäten detailliert vorgestellt. Auch wenn ein positiver Ergebnisbeitrag nicht vor 2008 geplant ist, sind auf diesem Wege sicherlich noch einige kursrelevante Meldungen zu erwarten.
- Es bleibt abzuwarten, ob die Gesundheitsreform in Deutschland dazu geeignet ist, die Marktteilnehmer soweit zu beruhigen, dass wieder Investitionen getätigt werden, was die weitere Entwicklung der ProServe mit beeinflusst.
- Die Wechselkursentwicklung bleibt für Fresenius ein Problem, da die Tochter FMC in USD bilanziert und auch Kabi im USD-Raum aktiv ist.
- Wir erwarten von der Berichterstattung im Februar eher einen negativen Kurseinfluss.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002	7 507,0	1 178,0	837,0	11,1 %	134,0
2003e	7 065,0	1 101,3	791,3	11,2 %	125,0
2004e	7 505,3	1 219,1	881,4	11,7 %	158,0



Stenogramm

- + Fresenius Medical Care ist Marktführer im Dialysebereich
- + Fresenius Kabi ist EU-Marktführer in der Infusions- und Ernährungstherapie
- + Restrukturierungen bei Fresenius Kabi führen zu steigenden Gewinnmargen
- Belastungen aus Restrukturierungen bei Fresenius ProServe
- Unbeständiges regulatorisches Umfeld
- Wechselkursrisiken

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.

Ausblick - Unsere Prognosen

Fresenius Medical Care

Erwartete Geschäftsentwicklung

GJ 2003	Umsatz Mio. USD	EBITDA Mio. USD	EBIT Mio. USD	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. USD
	5 548,0	961,0	749,0	13,5 %	325,0
<i>y-o-y</i>	<i>9,1 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>9,6 %</i>	-	<i>12,2 %</i>

- FMC gehört auf der Umsatzebene klar zu den Gewinnern des starken €, weil das Unternehmen in USD bilanziert.
- Der erwartete durchschlagende Geschäftserfolg der Einwegdialysatoren lässt bislang auf sich warten.
- Die nach wie vor unsicheren politischen Rahmenbedingungen im Hinblick auf die Kostenerstattungen bilden einen nicht zu vernachlässigenden Risikofaktor.
- FMC befindet sich - u. a. auch durch den im Vergleich zum USD starken € mittlerweile in Bewertungsrelationen, die kein größeres Kurspotenzial mehr erwarten lassen.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. USD	EBITDA Mio. USD	EBIT Mio. USD	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. USD
2002*	5 084,1	894,2	683,2	13,4 %	289,8
2003e	5 548,0	961,0	749,0	13,5 %	325,0
2004e	5 951,9	1 061,3	843,0	14,2 %	380,4

*inkl. a.o. Aufwendungen



Stenogramm

- + Weltweite Marktführerschaft im wachsenden Dialysegeschäft
- + Disease State Management-Programm (DSM) dürfte für Wachstum sorgen
- + DSM eröffnet Einsparpotenziale im Personalbereich
- Abhängigkeit von politischen Rahmenbedingungen
- Sparzwänge in nahezu allen internationalen Gesundheitssystemen
- Weitgehend ausgereizte Bewertung

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.

Halten

Health Care/
Medizintechnik

Kurs: 54,17 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:
12. Januar 2004

S&P-Rating: BB+

Anzahl Aktien:
96,2 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
4,7 Mrd. €

Index: DAX

Indexgewicht: 0,43 %

Beta: 0,8

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: GJ 2003 am
24. Februar 2004

DPS 2003e: 1,00 €

ISIN: DE0005785802

Bloomberg: FME GR

Reuters: FMEG.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 11,80 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:

11. Dezember 2003

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

4,2 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

49,6 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,16 %

Beta: 0,8

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: Q2 2003/04

am 11. März 2004

DPS 2002/03e: -

ISIN: DE0005125603

Bloomberg: WLT GR

Reuters: WLTG.DE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Ausblick - Unsere Prognosen

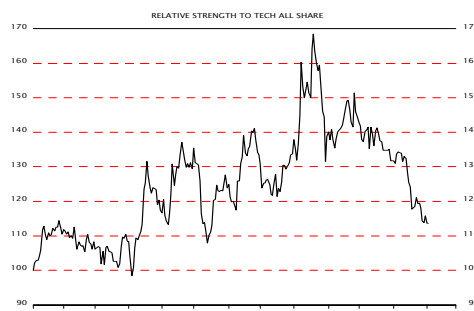
Wavelight Laser Technologie

Erwartete Geschäftsentwicklung

H1 2003/04	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	26,1	3,1	2,1	7,9 %	1,0
<i>y-o-y</i>	<i>23,3 %</i>	<i>54,0 %</i>	<i>55,5 %</i>	-	<i>97,1 %</i>

- Die FDA-Zulassung für den ALLEGRETTO WAVE konnte sich aus zeitlichen Gründen im ersten Quartal nur geringfügig niederschlagen.
- Im zweiten Quartal rechnen wir zum Einen damit, dass die Vertriebspartnerschaft mit Lumenis in den USA erste Früchte trägt.
- Zum Anderen ist aber auch der starke € zu berücksichtigen. Bleibt dieser auf dem hohen Niveau, was unseren Erwartungen entspricht, so wäre die ursprüngliche Umsatzprognose des Unternehmens kaum zu halten, wenn auch nur eine vergleichsweise geringe Korrektur notwendig wäre, da bislang mit einem Umsatzbeitrag von rund 10 Mio. € aus den USA kalkuliert wurde.
- Der avisierte Verkauf der Industrielasersparte steht noch aus.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2002/03	47,8	5,9	4,4	9,2 %	1,3
2003/04e	61,9	7,8	6,1	9,9 %	2,9
2004/05e	76,2	10,0	8,2	10,8 %	4,2



Stenogramm

- + Gehört zu den weltweiten Technologieführern
- + Starkes Wachstum in Asien
- + Unterbewertung der Aktie
- Schwierige, zum Teil sehr konkurrenzintensive Märkte
- Gewinnentwicklung teilweise durch Einmaleffekte hervorgerufen
- Marktenger Titel

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen regelmäßig in Aktien der Gesellschaft handeln.

Unternehmenskalender

2004

Januar			Februar		
			AFX	12. Februar 2004	Q1 2003/04
			FME	25. Februar 2004	GJ 2003
			FRE3	25. Februar 2004	GJ2003
März			April		
MTH	11. März 2004	GJ 2003	MTH	20. April 2004	HV
WLT	11. März 2004	Q2 2003/04	MTH	27. April 2004	Q1 2004
AFX	19. März 2004	HV			
CUR	29. März 2004	GJ 2003			
EUZ	29. März 2004	GJ 2003			
Mai			Juni		
FME	6. Mai 2004	Q1 2004	DRW3	11. Juni 2004	HV
FRE3	6. Mai 2004	Q1 2004	WLT	15. Juni 2004	Q3 2003/04
EUZ	11. Mai 2004	Q1 2004	CUR	24. Juni 2004	HV
CUR	13. Mai 2004	Q1 2004			
DRW3	13. Mai 2004	GJ 2003			
DRW3	13. Mai 2004	Q1 2004			
AFX	14. Mai 2004	Q2 2003/04			
EUZ	25. Mai 2004	HV			
FME	27. Mai 2004	HV			
FRE3	28. Mai 2004	HV			
Juli			August		
			MTH	3. August 2004	Q2 2004
			FME	4. August 2004	Q2 2004
			FRE3	4. August 2004	Q2 2004
			EUZ	10. August 2004	Q2 2004
			CUR	12. August 2004	Q2 2004
			DRW3	12. August 2004	Q2 2004
			AFX	12. August 2004	Q3 2003/04
September			Oktober		
			MTH	26. Oktober 2004	Q3 2004
November			Dezember		
EUZ	9. November 2004	Q3 2004	AFX	15. Dezember 2004	GJ 2003/04
CUR	11. November 2004	Q3 2004			
DRW3	11. November 2004	Q3 2004			

AFX: Carl Zeiss Meditec
 CUR: curasan
 DRW3: Drägerwerk (Vorzüge)
 EUZ: Eckert & Ziegler

FME: Fresenius Medical Care
 FRE3: Fresenius (Vorzüge)
 MTH: BB Medtech
 WLT: Wavelight Laser Technologie

Quelle: Unternehmensangaben, LBBW

Ansprechpartner**Equity Research ++49 / (0) 711 / 127 -****Leitung Equity Research**Horst Soulier – 40 61
horst.soulier@LBBW.de**Leitung Large Caps**Ingo Frommen – 46 48
ingo.frommen@LBBW.de**Leitung Mid/Small Caps**Jürgen Graf – 41 14
juergen.graf@LBBW.de**Leitung Strategy**Werner Bader – 30 63
werner.bader@LBBW.de**Equity Trading & Sales Frankfurt ++49 / (0) 69 / 29975 -****Institutional Sales**Manfred Kuntzsch – 15 14
manfred.kuntzsch@LBBW.de**Institutional Sales Trading**Andreas Radtke – 15 29
andreas.radtke@LBBW.de**Equity Trading Stuttgart ++49 / (0) 711 / 127 -****Leitung**Stephan Simon – 68 10
stephan.simon@LBBW.de**Equity Derivates Sales and Marketing**Jan Krüger – 68 20
Jan.Krueger@LBBW.de**Medizintechnik**Dr. Alexander Burger – 40 29
alexander.burger@LBBW.de**Biotechnologie**Dr. Hanns Frohnmeyer – 65 33
Hanns.frohnmeyer@LBBW.de**Verbund Sales Trading**Ralf Schiller – 15 13
ralf.schiller@LBBW.de**Sales Research**Thomas Mariotti – 15 06
thomas.mariotti@LBBW.de**Equity Derivates Trading**Stephan Simon – 68 10
stephan.simon@LBBW.de**Proprietary Trading
Market Making / Execution**Thomas Ackermann – 68 12
Thomas.ackermann@LBBW.de

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: **Kaufen:** Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. **Halten:** Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. **Verkaufen:** Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet. Alle Angaben ohne Gewähr.