

20. Oktober 2004

Equity Research

Dr. Alexander Burger
+49 711 127 40 29

alexander.burger@LBBW.de

Executive Summary

Warten auf die Medica...

- Die von uns gecoverten Unternehmen konnten im bisherigen Jahresverlauf mit ihren Geschäftszahlen weitgehend überzeugen. Die Abweichungen von unseren Prognosen waren meist gering und boten keine großen Überraschungen.
- Die Konzentration der Investoren auf die „Big Beauties“ der Szene hält nach wie vor an. Insbesondere Fresenius Medical Care (FME) hält sich auch in einem stark schwankenden Umfeld sehr konstant. Das Bewertungsniveau halten wir jedoch nach wie vor für zu hoch. Die Konzernmutter Fresenius (FRE3) konnte sich erstaunlicherweise nach einer sehr lang anhaltenden engen Korrelation mit FME aus dieser Kursabhängigkeit lösen und einen deutlichen Kursanstieg verzeichnen. Derzeit legt aber auch der Kurs der FRE3 eine Verschnaufpause ein.
- Drägerwerk hat an der Börse für einige Unruhe gesorgt. Das langsamer als erwartet anlaufende USA-Geschäft und Standortüberlegungen des Medical-Bereichs haben die Anleger verunsichert. Hier muss das vierte Quartal noch einiges aufholen.
- Klein, aber fein präsentiert sich nach wie vor Wavelight Laser Technologie. Das gebrochene Geschäftsjahr 2003/04 wurde mit einer Punktlandung auf der vor einem Jahr aufgestellten Geschäftsprognose beendet, und auch die USA-Aktivitäten weisen nach der Umstrukturierung des Vertriebs (bisher über Lumenis) klar nach oben.
- Deutliche Impulse für die meisten Unternehmen erwarten wir von der MEDICA, die vom 24.11.2004 bis 27.11.2004 in Düsseldorf stattfinden wird.

	Kurs €	EV Mio. €	EV/EBITDA 2004e	EV/EBITDA 2005e	KGV 2004e	KGV 2005e
Kauf-Empfehlung						
Carl Zeiss Meditec	10,35	280,2	8,0	6,6	20,6	15,8
Drägerwerk Vz.	43,80	930,1	6,5	4,9	21,4	15,9
Eckert & Ziegler	9,10	23,8	4,2	3,1	45,5	18,8
UMS	3,04	59,3	3,6	3,1	18,3	13,1
Wavelight Laser	12,27	62,4	6,1	4,9	22,6	19,2
Halten-Empfehlung						
BB Medtech	25,36	-	-	-	-	-
Rhön Klinikum Vz.	41,45	1 335,6	7,2	6,6	13,2	12,6
Verkaufen-Empfehlung						
Fresenius Vz.	67,52	7 707,7	6,7	6,2	17,6	15,2
Fresenius Medical Care	62,71	7 676,9	9,0	8,2	20,3	17,9

Quelle: Bloomberg, LBBW

Inhalt

	Seite
Executive Summary	1
Überblick	3
Branche	3
Medizintechnik an den deutschen Börsen	5
Indizes	6
Unternehmen	7
Unternehmensentwicklung	9
Newsflow aus den Unternehmen	9
Bewertung	13
Unternehmenskalender	14
Ausblick – Unsere Prognosen	
BB Medtech	15
Carl Zeiss Meditec	16
Dräger	17
Eckert & Ziegler	18
Fresenius Vz.	19
Fresenius Medical Care	20
Rhön-Klinikum	21
UMS United Medical Systems	22
Wavelight Laser	23
Ansprechpartner	24

Überblick

Branche

Nischenplayer als Basiskonzept...

... auch bei großen Unternehmen

Carl Zeiss Meditec als Ophthalmologie-spezialist

Konzentration bedeutet auch Risiko, das gemanagt werden muss

Innovationen als Lösung

Akquisitionen als Alternative

Eckert & Ziegler: Eine Idee für verschiedene Anwendungen

So können auch Misserfolge bei Nischenplayern aufgefangen werden

Auch Eckert & Ziegler akquiriert

- Medizintechnikunternehmen in Deutschland sind in aller Regel Nischenplayer. Das gilt selbst für große Unternehmen wie eine Fresenius Medical Care, die im DAX notiert ist. Das Unternehmen dürfte zwar im laufenden Jahr nach unseren Schätzungen einen weltweiten Umsatz von 5,9 Mrd. USD machen, erwirtschaftet diesen aber fast ausschließlich auf dem Gebiet der Dialyse.
- Bei der Konzernmutter Fresenius kommen zwar noch die Sparten Enterale (den Darm betreffend) und Parenterale (unter Umgehung des Darms) Ernährungstherapie sowie das Krankenhausgeschäft dazu, aber dennoch ist auch dieses Unternehmen weit entfernt von der Produktbreite einer Siemens, Philips oder General Electric.
- Das Nischenplayerkonzept gilt natürlich umso mehr, je kleiner die betrachteten Unternehmen werden. So fokussiert sich beispielsweise Carl Zeiss Meditec klar auf ophthalmologische, d. h. augenheilkundliche Instrumente. Wavelight Laser greift sich sogar noch einen Teilbereich der Ophthalmologie heraus, die refraktive Laserchirurgie, d. h. die Korrektur von Fehlsichtigkeiten mittels Laser.
- Sicherlich bedeutet die Konzentration auf eine Nische ein erhöhtes Risiko, wenn die Produkte aus irgendwelchen Gründen nicht mehr oder zumindest nicht mehr im bisherigen Ausmaß benötigt werden. Deshalb versuchen auch die kleinen Anbieter nach Möglichkeit, sich mehrere Standbeine zu geben oder aber innerhalb der Nische ein möglichst breites Produktportfolio aufzubauen.
- Carl Zeiss Meditec geht beispielsweise den Weg, sein Produktportfolio im Bereich der ophthalmologischen Geräte stetig zu erweitern und zu erneuern, um dadurch immer zu den Innovationsführern in ihrem Markt zu gehören.
- Einen ähnlichen Weg geht Drägerwerk, die über das Joint Venture mit Siemens im Bereich Medical neue Produkte und Vertriebswege hinzubekommen haben und den Bereich Safety mit kleineren Akquisitionen ausbauen.
- Eckert & Ziegler (EUZ) hat bereits vom Start weg auf verschiedene Geschäftsbereiche innerhalb seiner Spezialisierung auf Isotopentechnik gesetzt. Der industrielle Bereich profitiert derzeit sehr von der weltweit angespannten Sicherheitslage. EUZ hat aber auch schon schmerzlich erfahren müssen, was es bedeutet, wenn ein Teilbereich wegbricht: Ein wesentlicher Teil der IPO-Story des Unternehmens war die Entwicklung von radioaktiv beschichteten Stents, das sind Netzgitter, mit denen Arterien nach einer Ballondilatation (Aufdehnung) offen gehalten werden sollen. Dieses Geschäftsfeld sah lange Zeit sehr vielversprechend aus, bis Konkurrenten mit einem medikamentenbeschichteten Stent an den Markt kamen. Das Medikament und der Stent waren jeweils bereits zugelassen, so dass keine langen Testphasen durchlaufen werden mussten. Die klinischen Erfolge waren sehr überzeugend, und die Produkte haben den Vorteil, dass kein Radiologe hinzugezogen werden muss. Für EUZ bedeutete diese den kompletten Wegfall dieses Geschäftsfelds, das aber durch andere Aktivitäten ausgeglichen werden konnte. Ein bislang erfolgloser Ausflug in die Biotechnologie wurde beendet, ebenso die US-amerikanischen Aktivitäten bei radioaktiven Permanentimplantaten zur

Weltweite Aktivitäten können auch risikomindernd wirken

Manche Innovationen sind noch Zukunftsmusik

Fresenius baut seinen Bereich Biotech aus

Rhön-Klinikum mit Fokus auf dem deutschen Krankenhausgeschäft...

... profitiert von einem ungebrochenen Nachfragetrend

UMS: Mobilität als Business-Konzept

Kostenerstattungen sind entscheidend für den Erfolg

Wavelight arbeitet auch mit einer Idee in verschiedenen Geschäftsbereichen

Krebsbekämpfung. Dafür stärkte sich EUZ unlängst im Gerätebereich der Radiotherapie und Gerüchte sehen eine weitere Akquisition im Industriebereich.

- Fresenius Medical Care (FME) verfügt über die beiden Geschäftsbereiche Dialysis Care und Dialysis Products und hat damit Produkte und Dienstleistungen im Angebot. Zudem ist FME weltweit aktiv. Vor einiger Zeit geschürte Erwartungen, FME könne mittelfristig das Geschäft durch xenogene Transplantate, d. h. in Tieren nachgezüchtete Organe wegbrechen, halten wir für Unsinn. Zum Einen sind die bisherigen klinischen Erfolge äußerst rudimentär, und zum Anderen beobachtet ein Unternehmen wie FME auch diese Entwicklungen und wird sich zu gegebener Zeit mit entsprechenden Angeboten aufstellen. Beim derzeitigen Stand der Entwicklungen von sehr begrenzten Erfolgen im Tiermodell halten wir einen ersten Einsatz im Menschen frühestens in 10 Jahren für möglich, eine weitere, vermarktbarere Verbreitung dieser Technik dürfte frühestens in 15 bis 20 Jahren einsatzfähig sein.
- Fresenius war schon immer breiter aufgestellt. Nach Umstrukturierungen im letzten Jahr bearbeitet Fresenius mit FME, KABI und ProServe drei Geschäftsbereiche, hat aber darüber hinaus noch den bislang nicht berichtspflichtigen Geschäftsbereich Biotechnologie im Ärmel, der ein weiteres Standbein werden könnte.
- Rhön-Klinikum ist klar auf das Krankenhaus-Geschäft fokussiert. Zwar werden in geringem Umfang auch Rehabilitationseinrichtungen betrieben, allerdings sind diese vom Geschäftsvolumen kaum geeignet, als separates Standbein zu fungieren. Hinzu kommt, dass Rhön ausschließlich in Deutschland aktiv ist. Der Versuch, das Geschäftsmodell ins Ausland zu übertragen, wurde nach einer „Stippvisite“ in Südafrika beendet, nachdem die erforderlichen Investitionen das geplante Volumen deutlich überschritten hätten. Damit scheint Rhön-Klinikum einem erhöhten Risiko durch die regionale sachliche Konzentration ausgesetzt. Allerdings ist auch zu berücksichtigen, dass die Nachfrage nach Dienstleistungen im Krankenhausbereich kaum Schwankungen unterliegt und durch die demographische Entwicklung sogar gestützt wird.
- UMS bietet mobile Großgerätediagnostik und Therapie an. Die Geräte finden in der Onkologie, der Gynäkologie und anderen Bereichen Einsatz. Seit neuestem wird in den USA sogar die Alzheimer-Diagnose per Positronen-Emissions-Tomographie (PET) von Medicare erstattet, und dort ist UMS über seine Tochter PET Scans of America gut positioniert. Auch UMS ist bereits einmal mit einem Geschäftsbereich auf die Nase gefallen: Die guten Erfahrungen mit PET in den USA hatten das Management zu entsprechenden Investitionen in Europa verleitet. Ein negativer Bescheid über die Kostenerstattung in Deutschland führte jedoch zu einer viel zu niedrigen Geräteauslastung und in der Folge zu einem erheblichen Restrukturierungsaufwand. Die Fokussierung auf hochmarginige Geschäftsbereiche und die Konzentration auf die USA und ausgewählte europäische Märkte, wie beispielsweise Irland, führte zu einem erfolgreichen Turn-around.
- Wavelight Laser Technologie (WLT) ist im ophthalmologischen Bereich ein extremer Nischenplayer. Das Unternehmen bietet refraktive Laser an, mit denen Fehlsichtigkeiten korrigiert werden können. Als erstes europäisches Unternehmen hat WLT eine FDA-Zulassung für seinen refraktiven Laser erhalten und konnte auch schon über 40 Geräte in den USA verkaufen. Neben der

Die Trennung von der Industrielasersparte steht noch aus

Nischenmärkte müssen kein Nachteil, sondern können eine profitable Chance sein

Nur wenige deutsche börsennotierte Unternehmen bringen "viel auf die Waage"

Chancen liegen aber auch in Spezialwerten

Ophthalmologiesparte setzt WLT aber auch auf Ästhetik-Laser, beispielsweise zur Behandlung von Feuermalen, Tattoo- oder Haarentfernung u. a.. Im Bereich Urologielaser besteht eine OEM-Partnerschaft mit Dornier. Der Bereich Industrielaser steht den Planungen des Unternehmens nach schon länger zum Verkauf. Wir rechnen im laufenden Geschäftsjahr 2004/05 mit einer entsprechenden Entscheidung.

- Die Beispiele der von uns gecoverten Unternehmen zeigen, dass das Nischenkonzept nicht zwangsläufig ein Nachteil sein muss. Mehrere Nischenmärkte können einander ausgleichen, und oft ist es auch so, dass die Nischenmärkte effektiv zu klein und uninteressant für die großen Unternehmen der Branche sind, von kleinen, flexiblen und innovativen Unternehmen aber dennoch profitabel bewirtschaftet werden können.

Medizintechnik an den deutschen Börsen

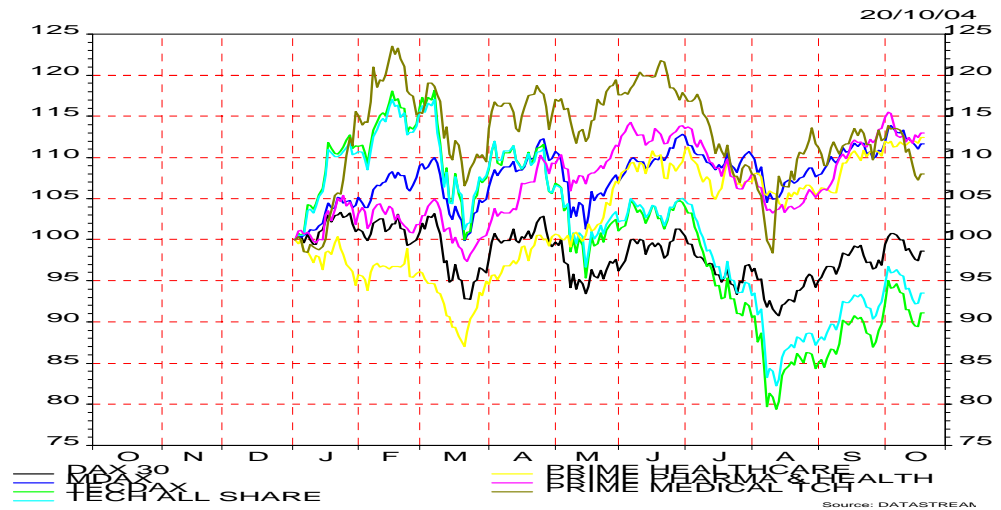
- Die Medizintechnik an deutschen Börsen hat institutionellen Anlegern, die oft strikte Anlagerichtlinien im Hinblick auf Unternehmensgröße und Free-Float beachten müssen, leider nur wenig zu bieten. Gerade drei Unternehmen, Fresenius Medical Care, die Konzernmutter Fresenius und Rhön Klinikum überspringen in der Marktkapitalisierung die Milliardengrenze.
- Für Spezialfonds oder private Anleger, die auch bereit sind, das Risiko einer geringeren Marktkapitalisierung und des damit oft auch einhergehenden geringeren Free-Floats zu tragen, ergeben sich jedoch in den von uns zum Kauf empfohlenen Titel durchaus attraktive Anlagechancen.

Marktkapitalisierung ausgewählter deutscher Medizintechnikunternehmen

Unternehmen	Kurs	Aktienzahl (Mio.)	Marktkapitalisierung (Mio. €)
Fresenius Medical Care	62,71 €	96,2	5 559,2
Fresenius	67,52 €	41,0	2 895,7
Rhön Klinikum	41,45 €	25,9	1 077,2
Drägerwerk	43,80 €	12,7	557,5
Carl Zeiss Meditec	10,35 €	28,4	294,1
Wavelight Laser Technologie	12,27 €	4,2	51,5
biolitec	4,29 €	10,0	43,0
Eckert & Ziegler	9,10 €	3,3	29,6
Pulsion	3,50 €	8,2	28,7
W.O.M. World of Medicine	2,90 €	9,0	26,1
UMS	3,04 €	6,0	18,3
aap Implantate	1,09 €	14,6	15,9
curasan	2,71 €	5,0	13,6

Quelle: Bloomberg, LBBW

Indizes

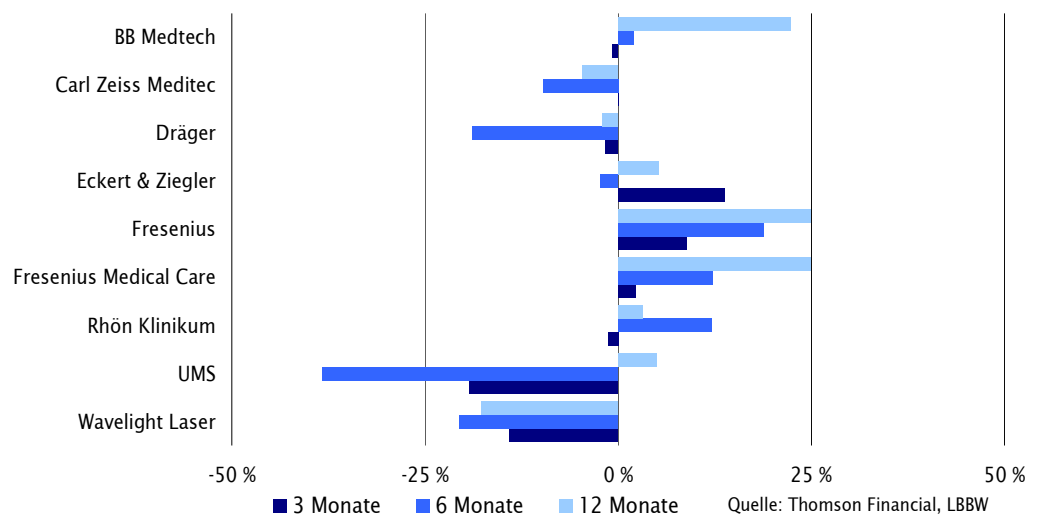


Branchenindizes mit geringer Aussagekraft

- Für die Medizintechnikbranche an sich hat der Prime Pharma & Healthcare nur eine geringe Aussagekraft, da er sehr stark von den Schwergewichten Schering, Altana, Fresenius und Fresenius Medical Care dominiert wird (> 70 % des Indexes).
- Die Deutsche Börse hat zwar im laufenden Kalenderjahr Subindizes eingeführt, die in Ihrer Gestaltung aber ebenfalls nicht sehr hilfreich sind, um ein Bild der Branche abzubilden.
- So wird der Prime Healthcare zu 86 % von Fresenius und Fresenius Medical Care dominiert und beim Prime Medical Technologies machen die drei größten Unternehmen über 78 % des Gesamtindex aus.

Unternehmen

Kursentwicklung (%)



BB Medtech

- Konzentration auf die drei Kernbeteiligungen
- Galenica als „Cash-Parking“-Position
- Kleine Neuinvestition im Pre-IPO-Bereich

Carl Zeiss Meditec

- Größere Akquisition steht noch aus
- Respektable Margenentwicklung beeindruckt Investoren bislang nicht
- Aktienrückkaufprogramm mit geringem Volumen ohne Kurseffekt

Dräger

- Überzeugendes operatives Konzept
- Vertrieb in den USA hat eine länger als erwartete Anlaufphase
- Standortüberlegungen der Medical-Tochter verunsichern

Eckert & Ziegler

- Währungseffekte belasten
- Erfolgreicher Start einer Akquisitionsstrategie
- Kostenerstattungsversprechen für die stationäre Brachytherapie in D

Fresenius

- Wechselkursproblematik belastet den Umsatz deutlich
- Presse-Ente zur Position von ProServe im Konzern durch Vorstand klar gestellt
- Capital Markets Day KABI am 08. Dezember 2004

Fresenius Medical Care

- Umsatzwachstum gestützt durch starken €
- Verharren auf hohem Kursniveau
- Nach wie vor Bewertungsaufschlag gegenüber den Wettbewerbern

Rhön Klinikum

- Wachstum vor allem durch Akquisitionen
- Zurückhaltung bei Groß-Deals wie in Hamburg (Landeskrankenhäuser)
- Bewertungsphantasie unseres Erachtens ausgereizt

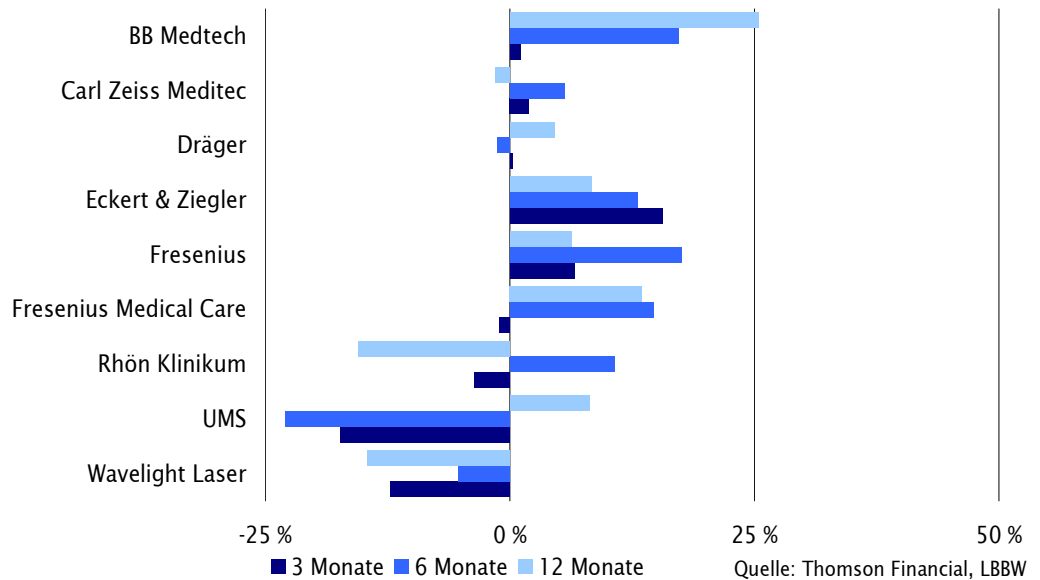
UMS United Medical Systems

- Starker € kostet buchungstechnisch Umsätze
- Erstattung von Alzheimer-Diagnosen in den USA eröffnet zusätzliches Umsatzpotenzial
- Konzernstrukturen belasten noch über hohe Minderheitenanteile

Wavelight Laser

- Erfolgreiche Umstrukturierung des weltweiten Vertriebs
- Punktlandung auf den Prognosen für 2003/04
- Verkauf der Industrielasersparte steht noch aus

Kursentwicklung relativ zum jeweiligen Index (%)



Unternehmensentwicklung

Unternehmen	Geschäftsjahresende	Letzter Bericht	Umsatz (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	Nettoergebnis (Mio. €)	Rating
BB Medtech	Dezember	H1 04	-	-	-	Halten
<i>y-o-y</i>			-	-	-	
Carl Zeiss Meditec	September	9M 03/04	170,4	18,9	9,4	Kaufen
<i>y-o-y</i>			-3,1 %	-2,0 %	99,9 %	
Drägerwerk	Dezember	H1 04	674,7	34,1	9,6	Kaufen
<i>y-o-y</i>			9,5 %	1,8 %	-23,2 %	
Eckert & Ziegler	Dezember	H1 04	16,8	0,9	0,4	Kaufen
<i>y-o-y</i>			29,4 %	77,8 %	-132,8 %	
Fresenius	Dezember	H1 04	3 553,0	412,0	80,0	Verkaufen
<i>y-o-y</i>			2,8 %	5,6 %	14,3 %	
FME¹	Dezember	H1 04	3 011,4	410,9	191,7	Verkaufen
<i>y-o-y</i>			13,0 %	16,5 %	28,3 %	
Rhön Klinikum	Dezember	H1 04	498,8	60,1	37,1	Halten
<i>y-o-y</i>			7,1 %	-4,1 %	1,6 %	
UMS	Dezember	H1 04	29,6	1,7	0,0	Kaufen
<i>y-o-y</i>			-7,2 %	44,9 %	-107,3 %	
Wavelight Laser	Juli	GJ 03/04	62,0	6,2	2,2	Kaufen
<i>y-o-y</i>			29,8 %	40,4 %	65,2 %	

1 in Mio. USD

Quelle: Unternehmensangaben, LBBW

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.

BB Medtech

- BB Medtech lebt als Beteiligungsgesellschaft im Wesentlichen von dem Newsflow seiner Beteiligungsgesellschaften. Eigene Aktivitäten spielen eine eher untergeordnete Rolle. Der Abschlag des Kurses auf den Inneren Wert liegt nach wie vor über der 10 %-Marke.
- Die Hauptbeteiligung Nobel Biocare berichtet diesmal sogar vor BB Medtech am 22. Oktober 2004, so dass wir vom kommenden Freitag für die Kursentwicklung der BB Medtech deutlichere Impulse erwarten als von der eigentlichen Unternehmensberichterstattung am darauffolgenden Dienstag. Die grundlegende Entwicklung der Nobel Biocare sehen wir positiv. Das Unternehmen ist auf dem noch weitgehend unerschlossenen Markt der Zahnimplantate tätig. Dieser Markt wandelt sich seit einigen Jahren zu Gunsten der

Neuigkeiten als Kurstreiber

Abschlag auf den Inneren Wert immer noch über 10 %

Nobel Biocare berichtet endlich einmal vor BB Medtech

Positive mittelfristige Einschätzung

Synthes hat sich mit dem Bundeskartellamt geeinigt und ist seit Anfang Oktober im SMI

Drägerwerk im dritten Quartal traditionell eher schwach

Politischer Aktivismus kam nicht überraschend

Viertes Quartal bietet mit der MEDICA noch Überraschungspotenzial

Die angekündigte Produktakquisition steht noch aus

Der Wechselkurs zwischen USD und € belastet nach wie vor die Umsatzentwicklung

Implantate. Allerdings dauert dieser Wandel seine Zeit, da die etablierten Zahnärzte vergleichsweise schwer zu einem Wechsel von Brücken auf Implantate zu bewegen sind, und der Nachwuchs erst ausgebildet werden muss. Hierbei engagiert sich Nobel überdurchschnittlich, was sich mittelfristig auch auszahlen sollte.

- Synthes litt einige Zeit unter der Untersagung des Zusammenschlusses mit Mathys in Deutschland. Nachdem das ehemalige Osteosynthesegeschäft der Mathys an Auriga Medical Products verkauft wurde, hielt das Bundeskartellamt seine Einwände nicht mehr aufrecht, so dass der Zusammenschluss komplett vollzogen werden konnte. Darüber hinaus wurde Synthes wie erwartet zum 01. Oktober 2004 in den SMI aufgenommen.
- Drägerwerk verbucht üblicherweise ein im Quartalsvergleich eher schwaches drittes Quartal. Größere Impulse sollten erst wieder von der MEDICA im vierten Quartal ausgehen. Die Standortüberlegungen des Medical-Bereichs sollen bis Dezember 2004 abgeschlossen werden. Die politischen Aktivitäten seitens Schleswig-Holstein und Lübeck, über die Drägerwerk kürzlich berichtet hat, kamen nicht wirklich überraschend und dürften mit der ursprünglichen Meldung, den Standort Lübeck auf den Prüfstand zu stellen, beabsichtigt gewesen sein. In der Summe dürfte es durch einen langsamer als geplanten Anlauf der Vertriebsaktivitäten in den USA für Dräger Medical schwierig werden, die Jahresziele zu erreichen. Das vierte Quartal mit der MEDICA bietet hier allerdings noch Überraschungspotenzial. Außerdem läuft offenbar Dräger Safety positiv, so dass wir unsere Jahresschätzungen beibehalten.

Carl Zeiss Meditec

- 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. Eine genaue Terminierung der Akquisitionspläne ist unsererseits derzeit nicht möglich. Unsere ursprüngliche Erwartung, dass die Akquisition noch im Geschäftsjahr 2003/04 hätte stattfinden können, hat sich jedoch mit dem Ablauf des Geschäftsjahres erledigt.
- 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 €. 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. Die aktuelle Entwicklung des Wechselkurses zwischen USD und € unterhalb 1,30 USD/€ spricht eher für Carl Zeiss Meditec.

Dräger hat traditionell ein eher schwaches drittes Quartal, das vierte Quartal hat aber noch Upside-Potenzial

Entkonsolidierung der NEMOD befreit Eckert & Ziegler von Finanzierungsverpflichtungen und sorgt für einen Sonderertrag

Unglückliche Berichterstattung im Halbjahr im Zusammenhang mit dem Entkonsolidierungsertrag

Generelle Kostenerstattung für die Brachytherapie steht noch aus

Wechselkurs USD/€ belastet die Umsatzentwicklung

Akquisitionsgerüchte derzeit nicht fundiert, aber denkbar

Drägerwerk

- Bei Drägerwerk stehen in unmittelbarer Zukunft keine genau terminierbaren Nachrichten außer den Quartalszahlen an. Das dritte Quartal sollte erwartungsgemäß eher wieder schwächer ausfallen, was mit der Kundenstruktur (beispielsweise Krankenhäuser in öffentlicher Hand) und dem Kaufverhalten der Kunden (Kauforders erst nach wichtigen Messen wie beispielsweise der MEDICA im Herbst) zusammenhängt. Die Unsicherheiten im Hinblick auf die Erreichbarkeit der Medical-Ziele (siehe BB Medtech) und der Standortüberlegungen von Dräger Medical belasten den Kurs derzeit etwas, sollten jedoch in absehbarer Zeit erledigt sein und den Kurs dann wieder entlasten.

Eckert & Ziegler

- Eckert & Ziegler und NEMOD haben eine Entkonsolidierung der NEMOD zum 31.12.2004 beschlossen. Eckert & Ziegler wird damit aus der Pflicht zur Weiterfinanzierung der klinischen Entwicklung entlassen, die NEMOD kümmert sich aber weiterhin um die Verwertung der Entwicklungsergebnisse, deren Rechte weiterhin bei Eckert & Ziegler liegen. Der aus dieser Vereinbarung resultierende Entkonsolidierungsertrag in Höhe von 1,3 Mio. € berührt das operative Geschäft nicht und stellt auch nur eine Rückbuchung eines entsprechenden Aufwandes (Übernahme negativen Eigenkapitals) in der Vergangenheit dar.
- Die Art und Weise, wie dieser nicht cash-wirksame Entkonsolidierungsertrag bereits im Halbjahresbericht ausgewiesen wurde, war unseres Erachtens einfach unglücklich. Zum Einen handelt es sich – wie zugegebenermaßen auch ausgewiesen – nur um einen zu erwartenden Entkonsolidierungsertrag, dessen exakte Höhe sich eventuell noch ändern kann. Zum Anderen gehört der Ertrag, auch wenn er der Höhe nach sicher wäre, nicht in die GuV des Halbjahres, da er erst Ende des Geschäftsjahres anfällt.
- 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. Durch die stärkere Fokussierung auf das medizinische Strahlentherapiegeschäft ist allerdings mit einem schrittweisen Absinken des USD-Anteils am Umsatz zu rechnen.
- Derzeit sind Gerüchte über weitere Übernahmen in einschlägigen Publikationen zu lesen. Das halten wir zwar für durchaus möglich, allerdings liegen seitens des Unternehmens dazu noch keine konkreten Äußerungen vor.

Entscheidung über das HIV-Projekt auf Januar 2005 verschoben

Andere Biotech-Studien stehen noch aus

Capital Markets Day KABI am 08.12.2004

Kein Newsflow bei Fresenius Medical Care

Ausweitung der Kostenerstattung für PET in den USA

Vertrieb erfolgreich

Umfangreiche Kapitalerhöhung angekündigt

Fresenius Vz.

- Bei Fresenius standen im Biotech-Bereich bereits im dritten Quartal einige Meldungen und Entscheidungen an. Der Proof of Principle zu einem Zelltherapie-Projekt zur Behandlung von HIV wurde allerdings auf Januar 2005 verschoben. Hier soll eine „Go“- oder „No Go“-Entscheidung getroffen werden. Darüber hinaus wurde der Abschluss einer Phase I-Studie mit dem Antikörper Removab® zur Behandlung von Non-Small-Cell-Lung-Cancer (nicht kleinzelliger Lungenkrebs) erwartet. Beide Entscheidungen dürften keine allzu großen Auswirkungen auf den Aktienkurs der Fresenius haben, da der Biotech-Bereich nur einen kleinen Umsatz- und Ergebnisbeitrag liefert, die von diesen Entscheidungen bzw. Ergebnissen kaum beeinflusst werden.
- Für den 08. Dezember 2004 ist ein Capital Markets Day für die Unternehmenstochter KABI angekündigt. Hieraus könnte ein verstärktes Anlegerinteresse für Fresenius resultieren, allerdings war die Kursreaktion auf den Capital Markets Day Biotech im Januar eher bescheiden, so dass wir auch dem KABI-Tag eher abwartend gegenüber stehen. Eine größere Akquisition, die möglicherweise auch Kapitalmarktmaßnahmen erfordern könnte, ist derzeit noch nicht erkennbar.

Fresenius Medical Care

- Newsflow zeichnet sich für das Unternehmen derzeit nicht ab. Es bleibt abzuwarten, ob Fresenius Medical Care die bisher stark währungsbedingten Umsatzsteigerungen auch im laufenden Jahr halten kann.

UMS

- UMS konnte vor einigen Wochen vermelden, dass Medicare in den USA künftig auch Alzheimer-Untersuchungen mit einem Positronen-Emissions-Tomographen (PET) bezahlen wird. UMS rechnet dadurch mit einem zusätzlichen Umsatz von fünf bis zehn Mio. € im nächsten Geschäftsjahr. Für die Berichterstattung im weiteren Jahresverlauf ist unseres Erachtens von besonderem Interesse, wie UMS die Konzernstrukturen künftig verändern wird, um von den hohen Minderheitenanteilen herunter zu kommen, die im Halbjahr noch nahezu das gesamte Nachsteuerergebnis gekostet haben.

Wavelight Laser Technologie

- Nach der Umstrukturierung des Vertriebs und der entsprechenden Vereinbarungen mit Lumenis konnte Wavelight schnell wieder zum Tagesgeschäft übergehen und seine Geschäftsjahresprognosen für 2003/04 erfüllen.
- Wavelight hat mit den Geschäftsjahreszahlen für 2003/04 überraschend eine Kapitalerhöhung um fast 50 % des Grundkapitals bekannt gegeben. Die Kapitalerhöhung soll Anfang November stattfinden, dürfte dem Unternehmen bei einer vollständigen Platzierung einen Mittelzufluss von fast 25 Mio. € einbringen und zum weiteren Ausbau des Vertriebs und der Produktpalette eingesetzt werden.

Bewertung

	KUV		EV/Umsatz		EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV	
	2004e	2005e	2004e	2005e	2004e	2005e	2004e	2005e	2004e	2005e
Carl Zeiss Meditec	1,2	1,1	1,1	1,0	8,0	6,6	9,4	7,6	20,6	15,8
Drägerwerk	0,4	0,3	0,6	0,6	6,5	4,9	9,4	6,5	21,4	15,9
Eckert & Ziegler	0,8	0,7	0,7	0,6	4,2	3,1	12,3	6,4	45,5	18,8
Fresenius	0,4	0,4	1,1	1,0	6,7	6,2	9,4	8,6	17,6	15,2
FME	1,0	1,0	1,3	1,2	9,0	8,2	9,5	8,6	20,3	17,9
Rhön-Klinikum	1,0	0,9	1,3	1,1	7,2	6,6	10,2	9,7	13,2	12,6
UMS	0,3	0,2	1,0	0,8	3,6	3,1	10,9	8,1	18,3	13,1
Wavelight Laser	1,0	1,2	1,2	1,5	6,1	4,9	13,8	15,2	22,6	19,2

Quelle: LBBW

Vergleich ohne BB Medtech

Kein direkter Vergleich möglich

- BB Medtech haben wir nicht in die obige Betrachtung eingeschlossen. Für eine Beteiligungsgesellschaft machen die oben verwendeten Relationen keinen Sinn.
- Die dargestellten Bewertungskennziffern fallen recht homogen aus. 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 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.

Unternehmenskalender

2004

September

Oktober

MTH 26. Oktober 2004 Q3 2004

November

FME 2. November 2004 Q3 2004
 FRE3 2. November 2004 Q3 2004
 EUZ 9. November 2004 Q3 2004
 RHK 9. November 2004 Q3 2004
 DRW3 11. November 2004 Q3 2004
 UMS 12. November 2004 Q3 2004

Dezember

WLT 9. Dezember 2004 Q1 2004/05
 AFX 15. Dezember 2004 GJ 2003/04

2005

Januar

WLT 12. Januar 2005 HV
 MTH 25. Januar 2005 Prov. GJ 2004

Februar

FME 24. Februar 2005 GJ 2004
 FRE3 24. Februar 2005 GJ 2004

März

WLT 9. März 2005 Q2 2004/05
 MTH 10. März 2005 GJ 2004
 EUZ 30. März 2005 GJ 2004

April

MTH 28. April 2005 HV

Mai

FME 4. Mai 2005 Q1 2005
 FRE3 4. Mai 2005 Q1 2005
 EUZ 10. Mai 2005 Q1 2005
 FME 24. Mai 2005 HV
 FRE3 25. Mai 2005 HV
 EUZ 31. Mai 2005 HV

Juni

WLT 9. Juni 2005 Q3 2004/05

Juli

August

FME 4. August 2005 Q2 2005
 FRE3 4. August 2005 Q2 2005
 EUZ 9. August 2005 Q2 2005

September

Oktober

November

FME 3. November 2005 Q3 2005
 FRE3 3. November 2005 Q3 2005
 EUZ 8. November 2005 Q3 2005

Dezember

AFX: Carl Zeiss Meditec
 DRW3: Drägerwerk (Vorzüge)
 EUZ: Eckert & Ziegler
 FME: Fresenius Medical Care
 FRE3: Fresenius (Vorzüge)
 MTH: BB Medtech
 RHK: Rhön Klinikum
 UMS: UMS United Medical Systems
 WLT: Wavelight Laser Technologie

Quelle: Unternehmensangaben, LBBW

Halten

Medizintechnik

Kurs: 26,64 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:

13. August 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

16,0 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

426,2 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 2,21 %

Beta: n.m.

Rechnungslegung: IAS

Kalender: Q3 2004 am

26. Oktober 2004

DPS 2003: 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.LBRW.de

Ausblick - Unsere Prognosen

BB Medtech

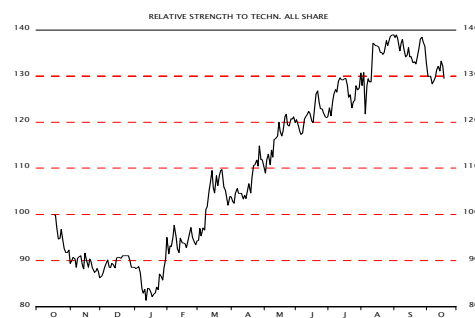
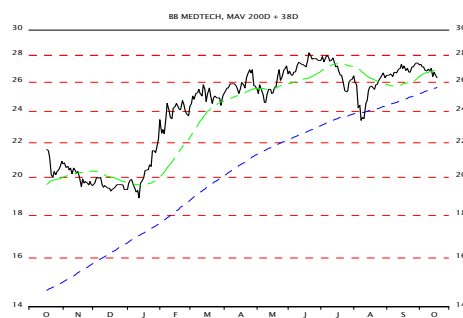
- BB Medtech ist eine Beteiligungsgesellschaft. Daher stellen wir keine Prognosen für den Geschäftsverlauf wie bei den anderen Unternehmen.
- Die Maßnahmen zur Reduzierung des hohen Abschlags auf den Inneren Wert den Aktienkurs hatten begrenzten Erfolg. Der Abschlag liegt derzeit bei über 10 %.
- Die Konzentration auf wenige Kernbeteiligungen bedeutet ein erhöhtes Risiko, was wohl teilweise den Abschlag erklärt. Allerdings schlagen positive Entwicklungen der Kernbeteiligungen deutlich auf den Inneren Wert und den Kurs durch.
- Wir würden nach wie vor eine etwas stärkere Streuung bevorzugen.

Kernbeteiligungen

	31.12.2002	30.06.2003	31.12.2003	30.06.2004
Nobel Biocare	72,8 %	69,0 %	62,0 %	67,7 %
Synthes Stratec	4,3 %	14,4 %	15,7 %	10,7 %
Drägerwerk	0,7 %	9,3 %	18,5 %	15,0 %

Unternehmenszahlen

	31.12.2002	30.06.2003	31.12.2003	12.10.2004
NAV	17,60 €	17,80 €	23,80 €	30,20 €
Kurs	14,40 €	14,13 €	19,35 €	26,64 €
Prämie/Abschlag	-18,2 %	-20,6 %	-18,7 %	-11,8 %



Stenogramm

- + Fokussierung auf Medizintechnikunternehmen mit hohem Ertragspotenzial
- + Indexphantasien bei Synthes-Stratec
- + Immer noch zweistelliger Abschlag auf den inneren Wert (NAV)
- Bedingte konjunkturelle Risiken bei den Beteiligungsunternehmen
- Entwicklungs- und Zulassungsrisiken der Beteiligungsunternehmen
- Konzentration des Portfolios

Ausblick - Unsere Prognosen

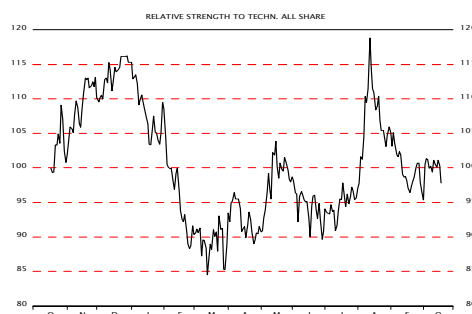
Carl Zeiss Meditec

Erwartete Geschäftsentwicklung

GJ 2003/04	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	238,6	33,2	28,0	11,7 %	13,2
<i>y-o-y</i>	<i>1,2 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>13,1 %</i>	-	<i>22,9 %</i>

- Der Wechselkurs €/USD belastet nach wie vor die Umsatzebene des Unternehmens. Durch einen „natural hedge“ schlägt das jedoch nicht auf die Ergebnisebene durch.
- Die begonnene Akquisitionsstrategie soll in der Zukunft fortgeführt werden, um die langfristigen Umsatz- und Ergebnisziele erreichen zu können.
- Die Bewertung der Aktie ist nach wie vor günstig, der Aktienkurs spiegelt die stetige Ertragsstärke unseres Erachtens noch nicht adäquat wider.

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	238,6	33,2	28,0	11,7 %	13,2
2004/05e	262,5	40,4	34,8	13,3 %	17,4



Stenogramm

- + Global agierender Komplettanbieter für ophthalmologischen Gerätebedarf
- + Nutzung von Ressourcen der Carl Zeiss-Gruppe
- + Unterbewertung
- Wechselkurseffekte belasten die Umsatzentwicklung
- Vergleichsweise geringer Free-float

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 10,35 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
12. August 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:
25,8 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
294,1 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,53 %

Beta: 1,5

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: GJ 2003/04

15. Dezember 2004

DPS 2003/04e: -

ISIN: DE0005313704

Bloomberg: AFX GR

Reuters: AFXG.GE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 43,80 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:

12. August 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

12,7 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

557,5 Mio. €

Index: TecDAX

Indexgewicht: 2,54 %

Beta: 1,0

Rechnungslegung:

HGB

Kalender: Q3 2004 am

11. November 2004

DPS 2004e: 0,42 €

ISIN: DE0005550636

Bloomberg: DRW3 GR

Reuters: DRW_p.GE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

Ausblick - Unsere Prognosen

Drägerwerk Vz.

Erwartete Geschäftsentwicklung

9M 2004	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	1 068,8	76,6	44,6	4,2 %	9,4
<i>y-o-y</i>	<i>12,6 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>3,7 %</i>	-	<i>-12,4 %</i>

- Bei Drägerwerk ist das erste und das dritte Quartal traditionell schwächer, vom vierten sind deutlichere Impulse zu erwarten, auch wenn höhere Minderheitenanteile das Nettoergebnis belasten dürften.
- Die Akquisition des US-amerikanischen Neonatologiespezialisten Air-Shields wurde kürzlich von der zuständigen Wettbewerbsbehörde genehmigt.
- Neben der Geschäftsberichterstattung könnten eventuell größere Aufträge für Dräger Medical nach der Medica den Kurs stützen oder ihm sogar Auftrieb geben.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2003	1 413,5	105,8	61,0	4,3 %	6,7
2004e	1 566,0	144,0	99,0	6,3 %	17,0
2005e	1 681,8	190,4	143,2	8,5 %	35,1



Stenogramm

- + Breite Produktpalette
- + Positive Nachfragetrends
- + Verstärkte Internationalisierung
- Noch geringe Ergebnismarge
- Umstrukturierungen belasten das Ergebnis
- Wechselkurs belastet

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 9,10 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:
10. August 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:
3,3 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
29,6 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,08 %

Beta: 1,6

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: Q3 2004 am
08. November 2004

DPS 2004e: -

ISIN: DE 0005659700

Bloomberg: EUZ GR

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Ausblick - Unsere Prognosen

Eckert & Ziegler

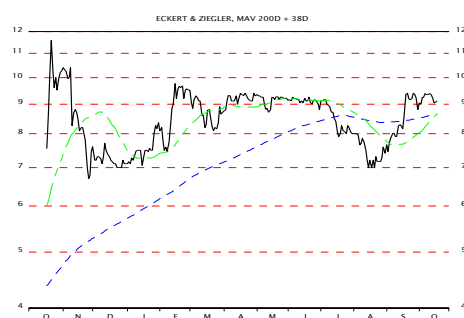
Erwartete Geschäftsentwicklung

9M 2004	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	26,3	4,4	1,6	5,9 %	0,5
<i>y-o-y</i>	<i>38,8 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>106,4 %</i>	-	-

- Bei Eckert & Ziegler dürfte 2004 bereits die Kostenerstattung für die Brachytherapie über den DRG-Katalog leichten Auftrieb geben. Ein wirklicher Geschäfts- und damit auch Kurstrigger wäre aus unserer Sicht aber eine generelle Kostenerstattung, da das Verfahren vor allem im ambulanten Bereich Einsatz findet.
- Durch die einvernehmliche Abtrennung und Entkonsolidierung der NEMOD entsteht zum Jahresende ein nicht cash-wirksamer Ertrag, der einen früheren Aufwand ausgleicht. Das operative Geschäft wird dadurch nicht tangiert.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2003*	29,2	5,9	2,2	7,5 %	0,8
2004e*	35,8	5,6	1,9	5,4 %	0,6
2005e	41,1	7,6	3,7	9,0 %	1,6

* ohne Sondereinflüsse und "changes of accounting principles"



Stenogramm

- + Weltweit bekannter und etablierter Isotopenspezialist
- + Ausbau des Kerngeschäfts durch gezielte Akquisitionen
- + Stationäre Kostenerstattungszusage für die Seed-Implantation
- Ambulante Kostenerstattung noch weitgehend unregelt
- Akquisitionen müssen noch „verdaut“ werden

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

Ausblick - Unsere Prognosen

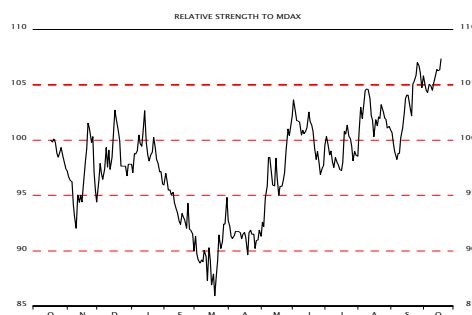
Fresenius Vz.

Erwartete Geschäftsentwicklung

9M 2004	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	5 385,0	860,0	620,0	11,6 %	123,0
<i>y-o-y</i>	2,5 %	4,2 %	11,5 %	-	17,1 %

- Für den Bereich Biotech stehen einige Termine an, die über den Fortgang einzelner Projekte entscheiden.
- Die Restrukturierung im Bereich ProServe geht weiter.
- Im Bereich Kabi ist ein Capital Markets Day geplant, der dem Teilbereich vielleicht ein wenig mehr Aufmerksamkeit bringt, den Aktienkurs unseres Erachtens ohne grundlegend neue Informationen oder Strategien aber nur wenig beeinflussen dürfte.
- Wir bezweifeln, dass sich Fresenius langfristig vom Kurs der Fresenius Medical Care entkoppeln kann und erwarten daher eher rückläufige Kurse.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2003	7 064,0	1 106,0	781,0	11,1 %	115,0
2004e	7 257,0	1 145,7	819,1	11,3 %	156,8
2005e	7 644,0	1 238,6	898,4	11,8 %	181,8



Stenogramm

- + Fresenius Medical Care Weltmarktführer im Dialysebereich
- + Fresenius Kabi in vielen Regionen Marktführer in der Infusion- und Ernährungstherapie
- + Biotech-Phantasien
- Restrukturierungen bei ProServe
- Unbeständiges regulatorisches Umfeld
- Wechselkursrisiken

Verkaufen

Health Care

Kurs: 67,52 €

Letztes Rating:
Verkaufen

Letzte Analyse:
04. August 2004

S&P-Rating: BB+

Anzahl Aktien:
41,0 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
2,9 Mrd. €

Index: MDAX

Indexgewicht: 2,66 %

Beta: 0,9

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: Q3 2004 am
02. November 2004

DPS 2004e: 1,33 €

ISIN: DE0005785638

Bloomberg: FRE3 GR

Reuters: FREG_p.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

Ausblick - Unsere Prognosen

Fresenius Medical Care

Erwartete Geschäftsentwicklung

9M 2004	Umsatz Mio. USD	EBITDA Mio. USD	EBIT Mio. USD	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. USD
	4 650,5	810,5	635,5	13,7 %	299,5
<i>y-o-y</i>	<i>14,1 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>15,6 %</i>	-	<i>26,5 %</i>

- Bei Fresenius Medical Care ist unseres Erachtens in nächster Zeit nicht mit einem größeren Newsflow zu rechnen.
- Der nach wie vor starke Euro begünstigt die Umsatzentwicklung.
- Ein erfolgreiches Kostenmanagement sorgt weiter für hohe Ergebnismargen.
- In der Summe ist Fresenius Medical Care unseres Erachtens im Wettbewerbsvergleich überbewertet.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. USD	EBITDA Mio. USD	EBIT Mio. USD	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. USD
2003	5 527,5	973,4	757,4	13,7 %	331,2
2004e	5 929,9	1 027,7	805,2	13,6 %	358,0
2005e	6 238,5	1 122,1	893,0	14,3 %	404,5



Stenogramm

- + Weltmarktführer im Bereich Dialyse
- + Weitere Marktkonsolidierung könnte FME nutzen
- Abhängigkeit von staatlichen Institutionen und Kostenerstattungsregelungen
- Unsicherheit in Krisenregionen
- Überbewertung

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

Verkaufen

Health Care/
Medizintechnik

Kurs: 62,71 €

Letztes Rating:
Verkaufen

Letzte Analyse:
04. August 2004

S&P-Rating: BB+

Anzahl Aktien:
96,2 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
5,6 Mrd. €

Index: DAX

Indexgewicht: 0,51 %

Beta: 0,9

Rechnungslegung:
US-GAAP

Kalender: Q3 2004 am
02. November 2004

DPS 2004e: 1,10 €

ISIN: DE0005785802

Bloomberg: FME GR

Reuters: FMEG.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

Halten

Krankenhausbetrieb

Kurs: 41,45 €

Letztes Rating: Halten

Letzte Analyse:

15. September 2004

Moody's Rating: Baa2

Ausblick: Stable

Anzahl Aktien:

25,9 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

1,1 Mrd. €

Index: MDAX

Indexgewicht: 0,68 %

Beta: 0,8

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender: Q3 2004 am

09. November 2004

DPS 2004e: 0,80 €

ISIN: DE0007042335

Bloomberg: RHK3 GR

Reuters: RHKG_p.DE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Ausblick - Unsere Prognosen

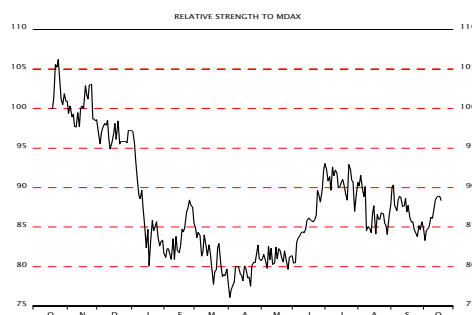
Rhön Klinikum

Erwartete Geschäftsentwicklung

9M 2004	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	777,1	137,1	95,1	12,2 %	58,7
<i>y-o-y</i>	<i>9,5 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>1,0 %</i>	-	<i>6,5 %</i>

- Rhön Klinikum setzt seine Strategie selektiver Akquisitionen gezielt fort.
- Die Akquisitionen und der damit verbundene Nachrichtenfluss sind in der Regel nicht genau terminierbar, sondern eher von passenden Angeboten bzw. Gelegenheiten getrieben.
- Großakquisitionen halten wir nach entsprechenden Äußerungen des Vorstands für eher unwahrscheinlich.
- Das Kurspotenzial ist unseres Erachtens derzeit weitgehend ausgereizt.

Unternehmenszahlen	Umsatz €m	EBITDA €m	EBIT €m	EBIT-Marge	Nettoergebnis €m
2003	956,3	175,0	125,8	13,2 %	73,1
2004e	1 055,5	186,5	130,5	12,4 %	80,7
2005e	1 193,0	202,0	138,0	11,6 %	84,6



Stenogramm

- + Komplettanbieter medizinischer Dienstleistungen (ambulant und stationär)
- + Erfahrung in der Privatisierung von Kliniken
- + Solide Finanzstruktur
- Aktivität in einem Markt mit hohem Preisdruck
- Abhängigkeit von gesetzlichen Regularien
- Aktionärsstruktur

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 3,04 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:

21. September 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

6,0 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

18,3 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,10 %

Beta: 1,6

Rechnungslegung: IAS

Kalender: Q3 2004 am

12. November 2004

DPS 2004e: -

ISIN: DE0005493654

Bloomberg: UMS GR

Reuters: UMSG.DE

Dr. Alexander Burger

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Ausblick - Unsere Prognosen

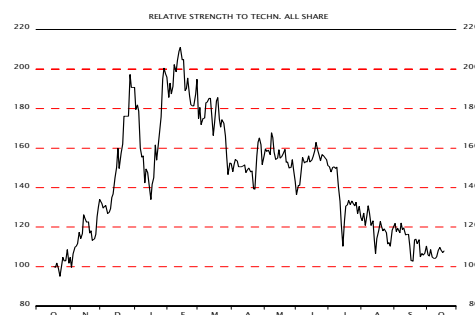
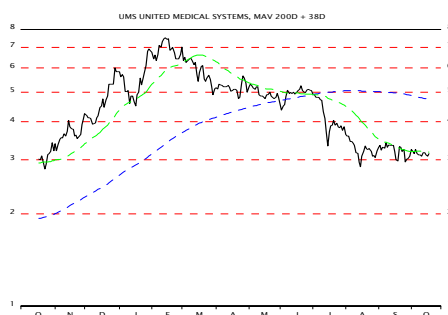
UMS United Medical Systems

Erwartete Geschäftsentwicklung

9M 2004	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	45,5	11,1	3,3	7,3 %	0,3
<i>y-o-y</i>	<i>-4,8 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>41,3 %</i>	-	<i>314,6 %</i>

- In Europa halten wir weitere Kostenerstattungszusagen, die das Geschäftsmodell der UMS anregen könnten, auf absehbare Zeit für eher unwahrscheinlich. Ausnahmen bestätigen aber auch hier die Regel, wie die Einigung mit dem größten irischen Krankenversicherer zur Erstattung von MRT oder PET gezeigt hat.
- Nach der Zusage der Kostenerstattung für Alzheimer-Diagnosen mit PET im September hat das Unternehmen seine Umsatzprognosen für 2005 angehoben. Wir haben unsere Schätzungen bereits entsprechend angepasst.

Unternehmenszahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
2003	62,7	10,7	0,4	0,6 %	- 2,5
2004e	61,0	16,3	5,5	8,9 %	1,0
2005e	74,9	19,3	7,4	9,8 %	1,4



Stenogramm

- + Konzentration auf hochmarginale Geschäftsbereiche
- + Entwicklung und Zugang zu neuesten Technologien
- + Ausweitung von Kostenerstattungen für PET in den USA
- Schwieriges Marktumfeld in Europa
- Abhängigkeit von (staatlichen) Kostenerstattungsentscheidungen
- Marktenger Titel

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

Ausblick - Unsere Prognosen

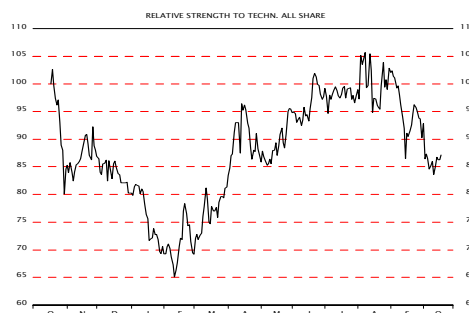
Wavelight Laser Technologie

Erwartete Geschäftsentwicklung

Q1 2004/05	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Nettoergebnis Mio. €
	13,2	1,9	1,2	9,0 %	0,4
<i>y-o-y</i>	<i>9,6 %</i>	<i>62,4 %</i>	<i>80,5 %</i>	-	<i>35,7 %</i>

- Wavelight hat seinen weltweiten Vertrieb im Einvernehmen mit Lumenis umstrukturiert und steht nun zunehmend auf eigenen Füßen.
- Die noch ausstehende Zulassung des ALLEGRETTO WAVE in Japan wird noch einige Zeit benötigen und wird weiterhin zusammen mit Lumenis betrieben.
- Die Trennung von der Industrielasersparte steht noch aus.
- Die avisierte Kapitalerhöhung soll Anfang November durchgeführt werden. Die daraus resultierenden Verwässerungseffekte haben erhebliche Auswirkungen auf unsere EPS-Schätzungen, so dass wir eine Anpassung bis nach der erfolgreichen Durchführung der Kapitalerhöhung zurückstellen.

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	62,0	8,7	6,2	10,0 %	2,2
2004/05e	in Überarbeitung				



Stenogramm

- + Gehört zu den Technologieführern bei Medizinlasern
- + USA- und China-Geschäfte laufen sehr gut an
- + Fundamental nach wie vor unterbewertet
- Konzentrationsrisiko durch den Ophthalmologiefokus
- Schwierige, zum Teil konkurrenzintensive Märkte
- Trotz operativ guter Entwicklung abwartendes Markt sentiment

Kaufen

Medizintechnik

Kurs: 12,27 €

Letztes Rating: Kaufen

Letzte Analyse:

14. Oktober 2004

S&P-Rating: -

Anzahl Aktien:

4,2 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:

51,5 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,31 %

Beta: 1,6

Rechnungslegung:

US-GAAP

Kalender: Q1 2004/05

09. Dezember 2004

DPS 2004/05e: -

ISIN: DE0005125603

Bloomberg: WLT GR

Reuters: WLTC.DE

Dr. Alexander Burger
Equity Research

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

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 Sales ++49 / (0) 69 / 29975 -****Leitung**Andreas Radtke – 15 29
andreas.radtke@LBBW.de**Institutional Sales**Manfred Kuntzsch – 15 14
manfred.kuntzsch@LBBW.de**Equity Derivatives Sales and Marketing**Jan Krüger, Stuttgart
++49/ (0) 711 / 127 – 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**Institutional Sales Trading**Andreas Radtke – 15 29
andreas.radtke@LBBW.de**Sales Research**Felix von Lewinski, Stuttgart
++49/ (0) 711 / 124 – 98 64
felix.vonLewinski@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.