

30. Januar 2003

Equity Research

Dr. Alexander Burger

+49 711 127 40 29

alexander.burger@LBBW.de

3. Berliner Medtech-Tag

- Der Berliner Medtech-Tag hat sich mittlerweile fest etabliert. Allerdings leidet die Veranstaltung ein wenig unter dem Standort Berlin, der vom Finanzzentrum Frankfurt zu weit entfernt ist. Hinzu kommt, dass die Marktkapitalisierung der meisten teilnehmenden Unternehmen zu klein ist, um das Interesse institutioneller Investoren zu wecken.
- Das Grundsentiment der Veranstaltung trägt ebenfalls wenig dazu bei, einen positiven Ausblick zu schaffen. Die Entwicklung der meisten teilnehmenden Unternehmen blieb im vergangenen Jahr hinter den Erwartungen zurück, und vor dem Hintergrund der weltweit nach wie vor lahmdenden Konjunktur sowie zunehmender Sparbemühungen in vielen Gesundheitssystemen sind auch die Erwartungen der Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr zumeist verhalten.
- Teilnehmende Unternehmen waren:
 - aap Implantate (Osteosynthese und Endoprothetik),
 - biolitec (Photodynamische Therapie),
 - Carl Zeiss Meditec (Ophtalmologie),
 - Eckert & Ziegler (Strahlenquellen und Strahlentherapie),
 - Pulsion (Monitoring-Systeme),
 - Wavelight Laser Technologie (Medizinische Lasersysteme) und
 - W.O.M. World of Medicine (Minimalinvasive Chirurgie).
- Die avisierte Teilnahme der Rösch Medizintechnik AG (Nadelfreie Injektions- und Meßsysteme) entfiel nach dem Insolvenzantrag des Unternehmens am 03. Januar 2003.
- Der Tissue Engineering-Spezialist co.don wurde kurzfristig als Gast eingeladen worden, nahm jedoch auf Grund des eher biotechnologischen Schwerpunktes nicht aktiv am 3. Berliner Medtech-Tag teil.

Knapp kalkulierte finanzielle Situation**aap Implantate**

- Der Vortrag des Vorstands brachte keine grundsätzlich neuen Informationen, die unsere letzte Einschätzung ändern könnten. Wir halten die Risiken, die aus der knapp kalkulierten finanziellen Situation des Unternehmens und dem Finanzbedarf zum Aufbau des dritten Geschäftsfeldes Orthobiologie resultieren nach wie vor für sehr hoch. Zudem eignet sich das Unternehmen auf Grund seiner geringen Marktkapitalisierung kaum für institutionelle Investoren.
- Letzte Analyse: 29. November 2002
- Letztes Rating: Verkaufen – Coverage eingestellt

Fragwürdige Equity Story**Biolitec**

- biolitec hat unseres Erachtens eine der aktuell fragwürdigsten Equity Stories an den deutschen Börsen. Das Unternehmen ist mit einem Schwerpunkt im Bereich der Photodynamischen Therapie (PDT) zur Behandlung von Krampfadern gestartet.
- Nach dem Kauf der Rechte an dem Wirkstoff Foscan steht dieses Medikament im Mittelpunkt jeder Präsentation von biolitec. Foscan ist derzeit in der EU zur palliativen Behandlung von Kopf- und Halskrebs zugelassen. In den USA fehlt für die Zulassung noch eine entsprechende klinische Studie nach FDA-Vorgaben, die nach Auskunft des Unternehmens wenigstens 4 Mio. USD kosten dürfte. Bei mindestens 200 einzuschließenden Patienten ist diese Schätzung unseres Erachtens zu niedrig. Zudem beabsichtigt biolitec, Indikationsausweitungen für Foscan zu betreiben, welche wiederum kostspielige klinische Studien voraussetzen.

Foscan nur in der EU zugelassen**Keine generelle Kostenerstattung**

- Eine generelle Kostenerstattung für Foscan existiert derzeit nicht. Lediglich in Großbritannien wird die Behandlung in einigen Kliniken vom National Health Service NHS erstattet. In der Vergangenheit hat sich immer wieder gezeigt, dass die Kostenerstattung durch die Krankenkassen ein wesentlicher Erfolgsfaktor für ein Medikament ist. Ohne diese Kostenerstattung geben wir Foscan nur geringe Chancen.
- Das Unternehmen hat im vergangenen Geschäftsjahr sehr viel Liquidität verbraucht und auch das erste Quartal des gebrochenen Geschäftsjahres macht unseres Erachtens noch keine Hoffnung.
- Letzte Analyse: 09. Oktober 2002
- Letztes Rating: Verkaufen – Coverage eingestellt

Hoher Liquiditätsverbrauch**Carl Zeiss Meditec****Positive Entwicklungen bei einzelnen Produkten**

- Der Ophthalmologiespezialist mit dem weltweit bekannten Namen könnte durch seine breite Produktpalette bei Bedarf wohl fast wöchentlich eine grundsätzlich positive Meldung lancieren. Allerdings wären diese immer mit der Maßgabe zu versehen, dass sie in aller Regel für ein bestimmtes Produkt wichtig sind, für den gesamten Konzern hingegen nur begrenzte Bedeutung haben.

Hoher Kostenerstattung für IOL Master in den USA

- Untersuchungen, die im Vorfeld zu einer Operation des Grauen Stars mit dem CZM-Produkt IOL-Master durchgeführt werden, erhalten in den USA mittlerweile einen um 25 % erhöhten Erstattungsbetrag. Das kommt in erster Linie zwar dem behandelnden Arzt zu Gute, in zweiter Linie aber auch CZM, da Ärzte verständlicherweise Geräte präferieren, mit denen sie mehr verdienen können.
- Für CZM stand beim 3. Berliner Medtech-Tag die Möglichkeit im Vordergrund, das erst im letzten Jahr entstandene Unternehmen nochmals Finanzinvestoren und Analysten zu präsentieren. Gerade die Investoren zeigen sich aber im Moment auf Grund der avisierten Umplatzierung von Anteilen der Carl Zeiss Gruppe an CZM zum Zwecke einer Erhöhung des Free Floats und des damit zunächst zu erwartenden Kursdrucks eher zurückhaltend.
- Letzte Analyse: 18. Dezember 2002
- Letzes Rating: Halten

Eckert & Ziegler

2002 ein schwaches Jahr

- Der Vortrag ließ die gewohnte Dynamik vermissen. Die Enttäuschung über das von Wechselkurs- und anderen Sondereinflüssen geprägte Jahr 2002 war dem Vorstand deutlich anzumerken.

Keine Währungsänderung

- Trotz des hohen Anteils der in den USA erwirtschafteten Umsätze und der dadurch negativ berührten Umsatzentwicklung im Konzern ist eine Umstellung der Rechnungslegung auf USD für Eckert & Ziegler derzeit kein Thema.

Verschiebung der Kostenerstattung in Frankreich

- Die bereits für Sommer 2002 erwartete geregelte Kostenerstattung in Frankreich für die Brachytherapie zur Behandlung von Prostatakrebs hat sich mit dem Regierungswechsel verzögert. Derzeit ist kein planbarer Zeithorizont für die Erteilung einer solchen Kostenerstattung absehbar, so dass Eckert & Ziegler auch in Frankreich weiterhin direkt mit den Kliniken verhandeln und über deren Budgets abrechnen muss.

Potenziale vorhanden

- Eckert & Ziegler bietet sicherlich etliches an Potenzial, wenn geregelte Kostenerstattungen in verschiedenen Ländern der EU erreicht werden können und wenn größere Deals ihres Biotechnologieengagements NEMOD vermeldet werden können. Ohne solche Nachrichten bleibt das Kurspotenzial der Aktie unseres Erachtens nach wie vor begrenzt.
- Letzte Analyse: 12. November 2002
- Letztes Rating: Halten

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen an der Gesellschaft eine Beteiligung von mindestens 1% des Grundkapitals hält, und die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Pulsion

2002 nicht unseren Erwartungen entsprechend

- Der Monitoring-Spezialist hat im ersten Halbjahr 2002 mit seiner Umsatz- und Ergebnisentwicklung Hoffnungen geweckt, die im zweiten Halbjahr unseres Erachtens nicht bestätigt werden konnten.

Schwieriges Instrumentengeschäft; Refinanzierung über Verbrauchsmaterialien

Potenziale vorhanden, aber wie werden sie genutzt?

Entscheidung über USA-Geschäft steht noch aus

Positive Unternehmensentwicklung

Unterbewertung, aber geringe Börsenumsätze

Konjunkturelle Risiken, aber Backup über starke Partner und neue Produkte

Bekannte, schwierige Geschäftsentwicklung

- Der Vortrag des Vorstands hat nochmals verdeutlicht, dass das Instrumentengeschäft extrem schwierig verläuft. Oftmals muss Pulsion die Geräte an die Kliniken verleihen und verdient erst dann Geld, wenn die Gerätekosten durch die Abrechnung der Verbrauchsmaterialien (Katheter) wieder eingespielt sind.
- Erste Zulassungen für das Diagnostikum ICG, das zusammen mit den Monitoren des Unternehmens genutzt wird, sowie die Tatsache, dass das Pulsion-Verfahren deutlich weniger invasiv für den Patienten ist und damit ein geringeres Risiko darstellt, bieten eine gute Basis für die weitere Entwicklung des Unternehmens, die aber nach den Enttäuschungen des letzten Geschäftsjahres 2003 erst durch entsprechende Quartalsabschlüsse bestätigt werden muss.
- USA ist als Umsatzträger fast noch nicht existent. Pulsion sucht hier nach wie vor nach einem Vertriebspartner. Eine entsprechende Vertriebsvereinbarung könnte dem Kurs kurzfristig Auftrieb verleihen, mittelfristig müsste sich eine solche Partnerschaft aber auch erst durch zusätzliche Erträge beweisen.
- Letzte Analyse: 25. November 2002
- Letztes Rating: Verkaufen – Coverage eingestellt

Wavelight Laser Technologie

- Wavelight konnte in Berlin nichts Neues vermelden. Die Geschäftsentwicklung verläuft wie geplant, das Unternehmen schreibt im dritten Jahr in Folge positive Zahlen mit der Tendenz steigender Gewinnmargen.
- Umso erstaunlicher ist die negative Entwicklung des Aktienkurses, denn Wavelight ist derzeit in der lasergestützten Ophthalmologie klarer Technologieführer und baut sein Geschäft im Ästhetikbereich weiter aus. Im Vergleich zu Konkurrenten ist Wavelight deutlich unterbewertet. Die geringe Liquidität des Aktienhandels der Wavelight dürfte allerdings gerade institutionelle Investoren abschrecken.
- Befürchtungen, dass durch die lahmende Konjunktur das Geschäft der Wavelight, das auf typischen Selbstzahlerprodukten beruht, negativ berührt werden könnte, haben sicher ihre Berechtigung. Die Innovationsstärke, der Vertrieb mit starken Partnern und die im Jahr 2003 zu erwartende FDA-Zulassung für den Ophthalmologielaser ALLEGRETTO WAVE dürften jedoch unseres Erachtens mögliche konjunkturelle Risiken weitestgehend auffangen.
- Letzte Analyse: 18. Dezember 2002
- Letztes Rating: Kaufen

W.O.M. World of Medicine

- Auch bei W.O.M. wartete man vergeblich auf Neuigkeiten. Die Schwierigkeiten, mit denen das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr konfrontiert wurde, die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen und auch die Vorabzahlen für Umsatz und Ergebnis des Geschäftsjahres 2002 waren bereits bekannt.

Umsatzschub in Q4 2002

- Der Umsatzschub im vierten Quartal 2002 wird vom Unternehmen als nachhaltig angesehen. Wir bezweifeln dies noch und gehen vielmehr davon aus, dass zumindest einem Teil der unerwarteten Umsätze das bekannte „Dezemberfieber“ anhaftet, insbesondere vor dem Hintergrund von Nullrundendiskussionen im Gesundheitswesen, was bei Lohnsteigerungen de facto auf eine Kurzüng der Sachkostenbudgets hinauslaufen würde.

Weitere Kostensenkungsmaßnahmen zu erwarten

- Wir erwarten nach wie vor im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres Nachrichten über weitere Kostensenkungsmaßnahmen und behalten unser Rating bei.
- Letzte Analyse: 15. Januar 2003
- Letztes Rating: Halten

Resümee

Geringe Marktkapitalisierung

- Ein wesentliches Hindernis für den Erfolg der meisten Medizintechnikunternehmen, die sich beim 3. Berliner Medtech-Tag präsentiert haben, stellt ihre geringe Marktkapitalisierung dar.

Teufelskreis

- Das geringe Interesse institutioneller Investoren, die geringe Marktkapitalisierung und geringe Börsenumsätze stellen dabei einen Teufelskreis dar, aus dem die Unternehmen nur durch eine stetige und positive Geschäftsentwicklung ausbrechen können.

Wavelight als „Top-Pick“

- Dafür bieten unseres Erachtens aktuell nur Carl Zeiss Meditec und Wavelight Laser Technologie, wobei CZM im Vergleich zu seinen Konkurrenten derzeit fair bewertet erscheint und das „Damoklesschwert“ einer Umplatzierung von Aktien des Hauptaktionärs das Kurspotenzial begrenzt.
- Die anderen Medizintechnikunternehmen müssen erst im Laufe des Jahres 2003 zeigen, dass sie wieder auf einen stetigen Wachstumspfad zurückkehren und Sondereinflüsse weitgehend abgearbeitet sind.

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.