



22. August 2008

Institutional Equity Research

Company

Report

MeVis Medi- cal Solutions

Rating

Kaufen (Ersteinstufung)

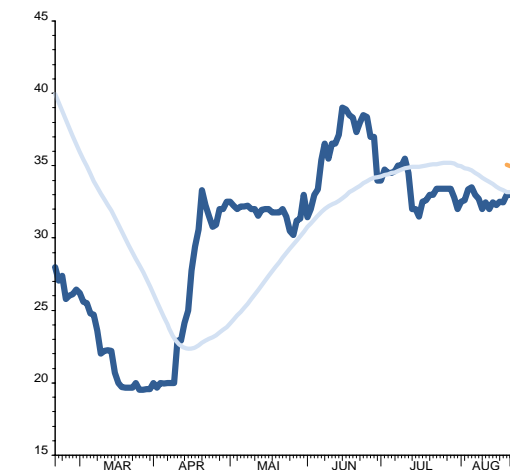
Aufnahme der Coverage

Weiterhin große Nachfrage nach Brustkrebs-Diagnostik-Software ▶

Hohe Skalierbarkeit der Produkte ermöglicht Überrenditen ▶

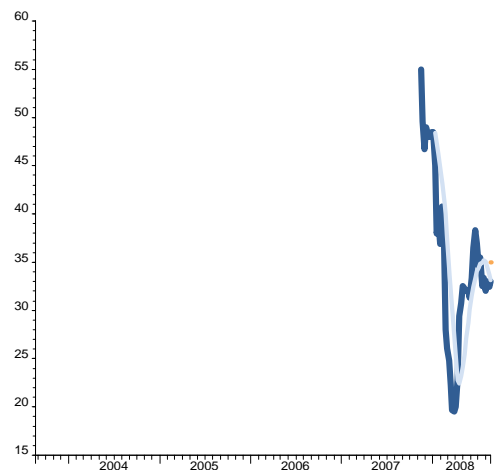
Vielversprechende Diagnoseprodukte stehen kurz vor Einführung ▶

Ersteinstufung der Aktie mit Kaufen und Kursziel 49 € ▶



— 38D Moving Average
— 200D Moving Average

Source: Thomson Datastream



— 38D Moving Average
— 200D Moving Average

Source: Thomson Datastream



Kaufen

Kursziel: 49,00 €

Kurs: 33,00 €

21.08.08

17:28 h

Letztes Rating

Kein Rating

Letzte Analyse:

n.a.

S&P-Rating: n.a.

Software

Anzahl Aktien:

1,8 Mio.

Marktkapitalisierung:

60,1 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,07 %

Beta: 1.3.

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender: Q2 2008

am 27.08.2008

Dividende 2008e: 0,00

Div. Rendite 2008e:

0,00 %

ISIN: DE000A0LBFE4

Bloomberg: M3V GR

Reuters: M3VGn.DE

Michael Busse

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42839

Michael.Busse@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

www.LBBW.de

MeVis Medical Solutions

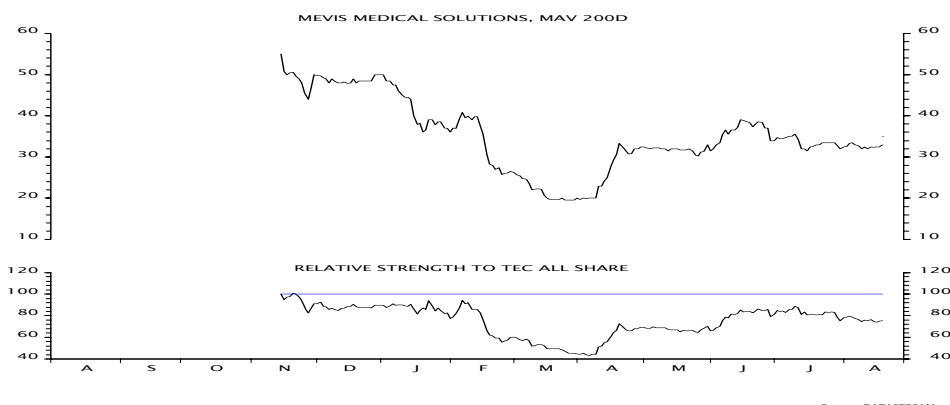
22.08.2008

Renditen über 50% dank hoher Skalierbarkeit der Produkte

In ihrem Kerngeschäft Softwarelösungen zur Brustdiagnose verdient die MeVis nach wie vor operative Margen über 50%. Die Investitionen im Zuge der Ausweitung der Diagnose-Applikationen auf Lunge, Prostata, etc. dürften sich aufgrund der hohen Skalierbarkeit der Softwareprodukte bezahlt machen. Bereits 2009 rechnen wir nach Einführung mehrerer neuer Softwarelösungen mit einem Umsatz- und Ertragschub. Daher lautet unser Votum Kaufen mit Kursziel 49 €.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2007	0,07	0,07	4,0	33,5	471,4
2008e	1,60	1,60	3,6	10,0	20,6
2009e	2,46	2,63	2,4	5,3	13,4
2010e	3,23	3,35	1,9	3,7	10,2

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2007	7,9	0,9	0,5	6,3 %	0,1
2008e	10,5	3,7	2,9	27,4 %	2,8
2009e	15,5	7,0	5,0	32,3 %	4,3
2010e	19,7	10,3	6,8	34,5 %	5,6



Stenogramm

- + Skalierbarkeit der Produkte
- + Partnerschaften mit OEMs
- + Kooperationen mit Endkunden
- + Renditestarke Basisprodukte
- + Gut gefüllte Produktpipeline
- Geringe Marktkapitalisierung
- Hoher Umsatzanteil in den USA
- Kommunikationsfehler des Vorstands

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.

Ansprechpartner

Equity Research +49 711 127 -

Head of Institutional Equity Research

Dr. Stefan Steib, CFA – 42662
Stefan.Steib@LBBW.de

Head of Sector Analysis I

Jürgen Graf – 74114
Juergen.Graf@LBBW.de

Head of Sector Analysis II

Alexander Groschke, CBA – 42712
Alexander.Groschke@LBBW.de

Head of Strategy

Michael Köhler, CEFA – 42664
Michael.Koehler@LBBW.de

Equity Sales +49 711 127 -

Head of Equity Sales

Uwe Müller-Kasporick - 25050
Uwe.Mueller-Kasporick@LBBW.de

Institutional Sales

Manfred Kuntzsch – 25070
Manfred.Kuntzsch@LBBW.de

Institutional Client Management

Felix von Lewinski – 25022
Felix.vonLewinski@LBBW.de

Derivatives Sales +49 711 127 -

Head of Derivatives Sales

Jan Krüger – 25110
Jan.Krueger@LBBW.de

Derivatives Sales Institutionals

Jan Krüger – 25110
Jan.Krueger@LBBW.de

Verbund Sales Trading

Ralf Schiller – 25060
Ralf.Schiller@LBBW.de

Institutional Sales Trading

Andreas Radtke – 25065
Andreas.Radtke@LBBW.de

UK Equity Sales

Quentin Paterson - +44-20/7826-8158
Robert Winterton - /7826-8159
Marcus Wüsten - 25069

Derivatives Marketing

Oliver Gerst – 25120
Oliver.Gerst@LBBW.de

Derivatives Product Management

Volker Honold – 25008
Volker.Honold@LBBW.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	5
SWOT-Profil	6
Unternehmensprofil	7
Markt und Wettbewerb	19
Das Unternehmen in Zahlen	36
Bewertung	50
Empfehlung	54
Anhang	55

Executive Summary

Die 1997 gegründete MeVis Medical Solutions AG ist ein weltweit führender, unabhängiger **Hersteller von Softwareprodukten für die bildbasierte Medizin**, insbesondere für die digitale Radiologie. Die **MeVis-Produkte analysieren und verarbeiten komplexe medizinische Bilddaten**, sodass sie den Medizinern einen deutlichen Mehrwert für die Früherkennung, Diagnose und Intervention von Krebs-, Lungen- sowie neurologischen Erkrankungen verschaffen.

Der Schwerpunkt der Softwarelösungen liegt bisher in der **Diagnoseunterstützung von Brustkrebs** und der Leberchirurgie. Ein bedeutender **Wettbewerbsvorteil ist die Nutzung der firmeneigenen Softwareentwicklungs-Plattformen**. Diese ermöglichen die schnelle Erstellung von Software-Prototypen für verschiedene Krankheitsbilder.

Die MeVis-Gruppe ist damit technologisch führend in ihren Bereichen und verfügt über eine **reichhaltige Pipeline an innovativen Produkten**. Zudem glauben wir, dass **hohe Eintrittsbarrieren in MeVis Geschäftsfeld** bestehen. Für die Jahre 2008 und 2009 ist die **Einführung neuer Softwarelösungen für die Diagnose häufiger Krebserkrankungen** (Lunge und Prostata) und der Planung neurochirurgischer Eingriffe vorgesehen.

Strategie der MeVis Medical Solutions AG

- Ausbau des Produktportfolios unter Ausnutzung von erheblichen Skaleneffekten aufgrund der firmeneigenen Entwicklungsplattform
- Absicherung der Innovationsführerschaft durch enge Einbindung der auf den einzelnen Gebieten führenden Mediziner, Ausbau dieser Kooperationen
- Schon zu Beginn der Produktentwicklung Kooperation mit den potenziellen Kunden zugleich vertriebliche Unabhängigkeit von einzelnen OEMs
- Ausweitung der bestehenden Partnerschaften mit Hologic, Siemens und Philips sowie Gewinnung neuer OEMs

Wir sehen die MeVis Medical Solutions AG als **gut positioniertes Unternehmen**, das in einem attraktiven Markt tätig ist.

Dennoch enttäuschten die Zahlen des Unternehmens in H2 2007:

Über 80% der Umsätze werden in den USA erzielt. Daher litt das Unternehmen erheblich unter der schwachen US-Währung. Zudem änderten sich die Abrechnungsmodalitäten eines wichtigen Kunden, was eine einmalige Verschiebung von Lizenzzahlungen von Q4 2007 in das Geschäftsjahr 2008 zur Folge hatte. Überdies wirkten sich hohe Kosten des Personalaufbaus für die Entwicklung neuer Produkte sowie die IPO-Aufwendungen negativ auf das EBIT aus.

Eine Nachfrageabschwächung im Kerngeschäft ist jedoch nicht erkennbar, denn die Anzahl der abgesetzten Lizenzen wuchsen auch in Q1 08 im hohen zweistelligen Bereich. Zudem ist das Kerngeschäft unverändert hoch profitabel – die hohen Investitionen finden außerhalb des Mammographie-Bereichs statt.

Als entscheidende Katalysatoren für die MeVis-Aktie sehen wir erfolgreiche Produkteinführungen ab Ende 2008 sowie weitere Abschlüsse von Kooperationen mit neuen Kunden. Unsere Bewertungsmodelle implizieren einen fairen Wert von 49 € je MeVis-Aktie.

SWOT-Profil

Stärken

- Gut gefüllte Produktpipeline in Verbindung mit einem positiven Track record bei der Einführung neuer Softwarelösungen
- Hohe Skalierbarkeit der Produkte ermöglicht überdurchschnittliche Rendite
- Partnerschaften mit Forschung, OEM's und auf ihrem Gebiet führenden Endanwendern sichert Marktakzeptanz
- Effiziente Anwendungsplattform ermöglicht eine relativ einfache Ausweitung auf weitere Modalitäten und einen kurzen Anpassungsprozess auf OEM spezifische Anforderungen
- Unabhängigkeit von einzelnen OEM's
- International anerkannte Führungsriege
- Messbarer Nutzen einer verbesserten Diagnose durch MeVis-Software überzeugt OEMs, Endkunden und Krankenkassen

Schwächen

- Hoher Anteil von in US-Dollar erzielten Umsätzen, Kosten fallen fast alle in Euro an
- Bisher nur wenige Umsatz tragende Produkte
- Aktuell sind für den Großteil der Erlöse nur drei Abnehmer verantwortlich
- Management muss Vertrauen der Investoren nach Kommunikationsfehlern in H2 2007 zurückgewinnen

Chancen

- Wachstumsschub im Kerngeschäft Mammographie durch erhöhte Nachfragedynamik in Europa
- Schnelle Platzierung der neuen Produkte dank effizienter eigener Entwicklungsplattformen und etablierten Partner-Netzwerks
- Ertragsprung bereits 2009 aufgrund deutlicher Verlangsamung des Personalaufbaus
- Stetig ansteigendes Wartungsgeschäft im Zuge der Lizenzverkäufe
- Gewinnung weiterer OEMs durch neue technologisch überlegene Produkte
- Pharmaindustrie und PACS-Hersteller zusätzliche potenzielle Kunden

Risiken

- Abwanderung eines Top-Kunden hätte aktuell noch erhebliche Auswirkungen auf Umsatz und Ertrag
- Mögliche Verzögerung der Markteinführung einiger Produkte
- DRA in den USA könnte Mammographie-Systeme- Hersteller treffen
- Preisdruck bei OEM-Produzenten wird auch an MeVis weitergegeben

Unternehmensprofil

Key facts

- 1997 Gründung der heutigen MeVis Medical Solutions AG
- Kerngeschäft: Entwicklung krankheitsorientierter Softwarelösungen für die bildgebende Medizin
- Fokussierung auf die weibliche Brust (BreastCare Software zur Unterstützung der Mammographie-Früherkennung und Diagnose) sowie die Leber (ASP)
- Umfangreiche Partnerschaften mit OEM's, internationalen Forschungseinrichtungen sowie mit über 100 führenden Kliniken weltweit
- Akquisition des FDA-zugelassenen "R2 Image Checker CT" (Lungen-Ct Software zur automatischen Erkennung von Lungenknoten) von Hologic im April 2008 und Markteinführung in Q3 unter eigenem Markennamen. Ausbau durch eigene Software-Entwicklungen zur umfassenden Anwendung für Lungenerkrankungen.
- Zwei Applikationen für Neurologie und Prostataerkrankungen kurz vor der Einführung
- Umsatz 2006: 8,3 Mio. € (Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 113%); Umsatz 2007: 7,9 Mio. € (Schwacher US-Dollar sowie Änderung der Abrechnungsmodalitäten eines OEM führte zum Umsatzrückgang).
- EBIT 2006: 4,7 Mio. € (EBIT-Marge 56,8%); EBIT 2007 0,5 Mio. €. Starker Personalaufbau in 2007 zusammen mit Dollar-Schwäche und IPO-Kosten verantwortlich für EBIT-Rückgang; Kerngeschäft blieb hochprofitabel
- 139 Mitarbeiter zum 31.03.08 (Vorjahreszeitraum: 72)

Unternehmensstruktur und Management

Die MeVis Medical Solutions AG befindet sich auch nach dem Börsengang (Free float 38%) mehrheitlich in Besitz der Gründer bzw. Mitgründer der MeVis-Gruppe. So halten der Vorstandsvorsitzende Dr. Evertsz (19,5%), der Aufsichtsratsvorsitzende Prof. Dr. Peitgen (19,5%) sowie Mitgründer Dr. Jürgens (16,5%) zusammen über 55% der Aktien. Des Weiteren hält der CFO Dr. Sieker gut 2%. Im Rahmen des IPO wurden Marktschutzvereinbarungen abgeschlossen, die den Verkauf der Anteile bis zum 15. Februar 2009 ausschließen. Nach Abschluss eines Aktienrückkaufprogramms, das im Zuge des Kurseinbruchs Anfang März begonnen wurde, hält die MeVis inzwischen 5% eigene Aktien, die aber nicht eingezogen, sondern als zusätzliche Akquisitionswährung bereitstehen sollen.

Gründer halten Aktienmehrheit

Den Vorstandsvorsitz bekleidet Dr. Carl J. G. Evertsz, Mitgründer der MeVis-Research GmbH und MeVis Medical Solutions. Herr Dr. Evertsz kann auf eine ausgesprochene Fachkompetenz in den Bereichen Analyse medizinischer Bilddaten, computergestützte Diagnose, Finanzmathematik und fraktale Geometrie verweisen. Die beiden Vorstandsmitglieder Dr. Olaf Sieker (Finanzen) und Thomas E. Tynes (Marketing & Sales) sind erst im August 2007 in das Gremium gestoßen. Herr Dr. Sieker arbeitete bei KPMG Deutschland und UK in den Bereichen Wirtschaftsprüfung und Financial Advisory Services und ist Gründer der ifas Financial Advisory Services AG. Herr Tynes war bis zu seinem Wechsel zu MeVis Director of Clinical Solutions der Invivo Corporation (heute Philips) und soll mit seinen Kontakten vor allem das US-Geschäft weiter forcieren.

Unternehmensbeschreibung

Wissenschaftliche Wurzeln

Die MeVis Medical Solutions AG mit Sitz in Bremen ist fokussiert auf die Entwicklung von Softwarelösungen die in dem Wachstumsmarkt der medizinischen Bildgebung zum Einsatz kommen. Die MeVis-Lösungen bilden dabei eine zentrale Schnittstelle zwischen bildgebendem Gerät und Mediziner und sind daher hochgradig erfolgskritisch. Die Gründung der MeVis-Gruppe geht auf Herrn Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen zurück, eine weltweit anerkannte Kapazität auf den Gebieten der dynamischen Systeme, Numerischen Analyse, Computergrafik, Bild- und Datenanalyse und -verarbeitung und Computerunterstützung in der bildbasierten medizinischen Diagnostik und Therapieplanung. Der MeVis AG steht Herr Prof. Dr. Peitgen als Vorsitzender des Aufsichtsrates zur Verfügung

Exkurs: Historie der MeVis-Gruppe

- 1992 Gründung des Forschungsinstituts CeVis durch Prof. Peitgen
- 1995 Gründung der MeVis Research GmbH als CeVis-Ausgründung
- 1997 Gründung der heutigen MeVis Medical Solutions AG
- 2001 Joint Venture mit Siemens für Lösungen zur Brustkrebsbekämpfung
- 2002 Gewinnung des Mammographie-Kunden Hologic
- 2003 Gewinnung des Kunden Invivo (heute Teil der Philips-Gruppe)
- 2004 Weltweite Unterstützung bei der Planung komplexer Leberoperationen
- 2006 Deutscher Gründerpreis (Kategorie „Visionär“)
- 2007 Kapitalerhöhung und Börsengang der MeVis
- 2008 Erwerb von Patenten im Bereich Lunge

Großteil der Mitarbeiter sind Informatiker und Ingenieure

Mitarbeiter

Diese wissenschaftlichen Wurzeln spiegeln sich heute noch in der Mitarbeiterstruktur der MeVis AG nieder. Mehr als die Hälfte der 139 Mitarbeiter (per 31.03.2008) sind Informatiker oder Ingenieure und weitere etwa 25% kommen aus dem naturwissenschaftlichen Bereich (Physiker, Mathematiker,...)

Langfristige Kooperationen mit führenden OEMs

Umfangreiche Partnerschaften als Teil des Geschäftsmodells

Die Softwareapplikationen von MeVis sind in hohem Maße erfolgskritisch für die Akzeptanz der bildgebenden Geräte bei den Endanwendern. Vor diesem Hintergrund geht die Beziehung zwischen MeVis und den OEM's (wie Siemens, Holgic, und Philips) weit über den Status eines reinen, auswechselbaren Zulieferers hinaus. MeVis pflegt daher mehrere, zum Teil enge Partnerschaften mit führenden Geräteherstellern bis hin zu einem gemeinsamen Joint Venture mit der Siemens AG (MeVis Breast Care). Die Intensität reicht von einer exklusiven Zusammenarbeit bis zu einer multilateralen Partnerschaft. Die Vorteile für MeVis liegen vor allem in der Möglichkeit eines beschleunigten Marktzugangs durch z.T. global führende OEM's, wobei das Marktpotenzial mittels paralleler Partnerschaften noch ausgebaut werden kann. MeVis kann aufgrund dieser engen Kundenbeziehung auf eine Vertriebsmannschaft im eigentlichen Sinne weitgehend verzichten. Die Gerätehersteller profitieren von einer Partnerschaft mit MeVis unseres Erachtens durch 1) ein schnelles Time to market, 2) die wegfallende Notwendigkeit zur Vorhaltung eigener hochspezialisierter FuE-Kapazitäten und 3) dem tiefgehenden Know How von MeVis auf den Endanwendermärkten. Trotz der Vorteile einer zum Teil sehr engen produktspezifischen Partnerschaft ist die generelle Unabhängigkeit der MeVis AG mindestens ebenso wichtig. Sie sichert eine eigenständige aktive Produktentwicklung und ermöglicht den Marktzugang durch den jeweils stärksten OEM bzw. den Einsatz von MeVis-Lösungen in konkurrierenden Produkten. Diese grundsätzliche Unabhängigkeit von einem OEM ist andererseits aber auch Voraussetzung für die optimale Nutzung der klinischen sowie Forschungs- und Entwicklungs-Partnernetzwerke. Dass diese Voraussetzung bei der MeVis gegeben ist, verdeutlicht unseres Erachtens die Tatsache, dass der mit Abstand größte Kunde des gemeinsamen Joint Ventures mit Siemens die US-amerikanische Hologic ist. Ein Ziel des Börsengangs war es dann auch, die Unabhängigkeit der MeVis von dem Joint Venture Partner Siemens nach außen klar darzustellen.

Enge Partnerschaft mit Endanwendern in den Kliniken

Die Partnerschaften auf der OEM-Seite werden durch Kooperationen auf der Abnehmerseite einerseits und der Forschungs- und Entwicklungsseite andererseits ergänzt. Durch die Zusammenarbeit mit weltweit mehr als 100 zum Teil sehr renommierten Kliniken eröffnet sich der MeVis eine sehr bedarfsorientierte Schnittstelle zur medizinischen Spitzenforschung, erhält ein tiefes Verständnis medizinischer Rahmenbedingungen sowie für Workflow-Anforderungen. Gleichzeitig dienen die Koryphäen aus verschiedenen medizinischen Bereichen auch als Multiplikatoren im relevanten Absatzmarkt.

Zugang zu Grundlagenforschung gesichert

Die hohe Bedeutung welche die Forschung für die MeVis AG besitzt wird durch Partnerschaften mit führenden internationalen Forschungseinrichtungen, insbesondere aber durch die 25,1%ige Beteiligung an der MeVis Research GmbH untermauert. Durch die zum Jahreswechsel geplante Umwandlung der Researcheinrichtung in ein Fraunhofer Institut wird sich die Research-Basis für MeVis nochmals verbreitern.

Die Vernetzung auf allen Ebenen der Wertschöpfungskette schafft die Grundlage für eine Überführung innovativer Forschungsergebnisse in marktfähige Produkte.

**Plattformtechnologie senkt
Entwicklungszeit und Kosten****Schnelles time to market durch MeVis Application Platform**

Die Software von MeVis basiert auf einer Plattformtechnologie, die vor allem den besonderen Anforderungen hinsichtlich der Gestaltung der grafischen Benutzeroberfläche (GUI) gerecht wird. Daher kommt nicht wie üblich JAVA oder .Net zur Anwendung sondern eine Lösung von Trolltech, die eine C++ Entwicklungsumgebung mit einer objektbasierten Architektur enthält. Damit sind die Entwickler von MeVis in der Lage, auf einer einheitlichen Programmier- und Anwendungsschnittstelle (API) Anwendungen für alle wichtigen bildgebenden Systeme zu entwickeln. Dank des hohen Anteils standardisierter Basis-Funktionen ist es zum Teil möglich, direkt beim Kunden schon erste Vorschläge für ein Produkt zu präsentieren. Das Prototyping und die eigentliche Entwicklungszeit werden somit erheblich verkürzt, was für MeVis einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil darstellt. Es ist sogar möglich mit einem vertretbaren Aufwand unterschiedliche Geschäftsmodelle durch zielgruppenspezifische Releases, wie z.B. Sonderversionen für klinische und OEM-Partner, zu realisieren.

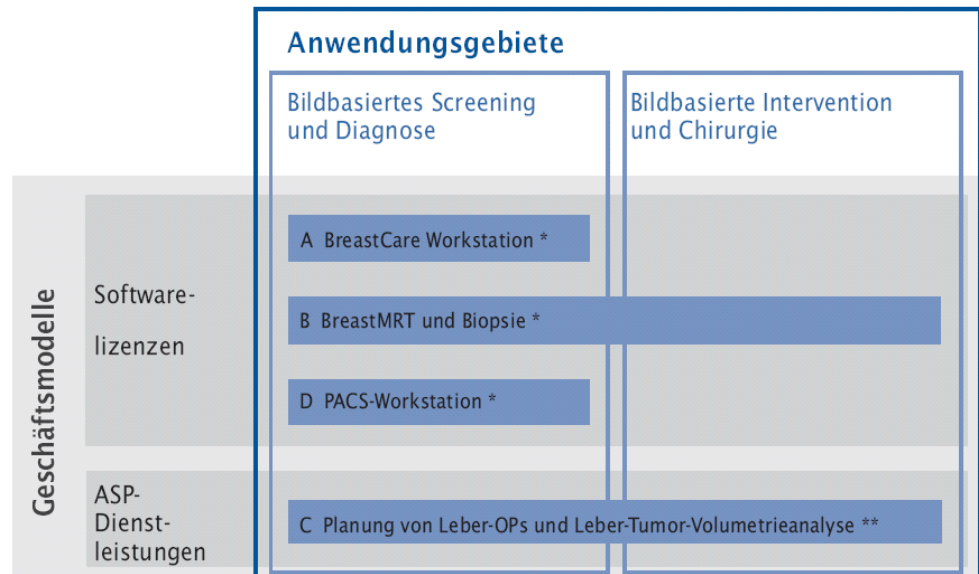
**Software ermöglicht Erhöhung
der Diagnosequalität****Die Produkte der MeVis AG****Anwendungsgebiete**

Die Produkte der MeVis AG kommen hauptsächlich im bildbasierten Screening bzw. Diagnose im Rahmen der medizinischen Befundung sowie im Vorfeld eines medizinischen Eingriffs zur Anwendung. Die MeVis-Software dient primär einer Steigerung der Befundungsqualität (u.a. durch Integration von Computer Aided Detection oder Tumor-Volumetriemessungsverfahren). Des Weiteren wird eine Verbesserung der Befundungseffizienz durch Optimierung der Workflows, der Bildanalysen oder der Bilddarstellungen erzielt. Zusätzlich kommt der Software auch in der Grundlagenforschung Bedeutung zu, wenn es um die Erweiterung der bildgebenden Befundung auf weitere Anwendungsgebiete geht. Für Chirurgen bietet die medizinische Bildgebung (und somit auch die spezifische Software) eine wertvolle Unterstützung bei der Planung und Durchführung von Eingriffen. So kann eine Organanalyse durch Segmentierung oder Lokalisierung von Tumoren schon präoperativ wichtige Informationen über den zu tätigen medizinischen Eingriff liefern. Die interoperative Unterstützung durch die medizinische Bildgebung ist heute noch weitgehend Zukunftsmusik, dürfte sich aber zu einem weiteren wichtigen Anwendungsgebiet entwickeln. Die typischen Endnutzer sind in der Regel Radiologen, Neurologen, Gynäkologen, Chirurgen und medizinisch technische Assistenten/-innen.

Bisher zwei umsatzstarke Produkte auf dem Markt

Produkte / Lösungen

Die aktuelle MeVis-Produktpalette ist mehrheitlich auf bestimmte anatomische Regionen oder Krankheitsbilder fokussiert:



* OEM

** Kliniken und Pharma

Quelle: MeVis AG

Deutliche Diagnoseverbesserung durch MeVis Breastcare

BreastCare Workstation

Das mit Abstand wichtigste Produkt der MeVis AG ist eine Softwareapplikation der MeVis BreastCare GmbH & Co. KG (JV mit Siemens) die in Mammographiegäräten zum Einsatz kommt. Die digitalen Mammographiefraufnahmen ermöglichen bis zu 4800 x 6000 Pixel je Brustaufnahme und 8 Aufnahmen je Patientin und kommen vorwiegend bei Frauen über 40 Jahren zur Anwendung, deren Gewebedichte ein auf Röntgenstrahlen basierendes Screening zulässt.



Quelle: MeVis AG

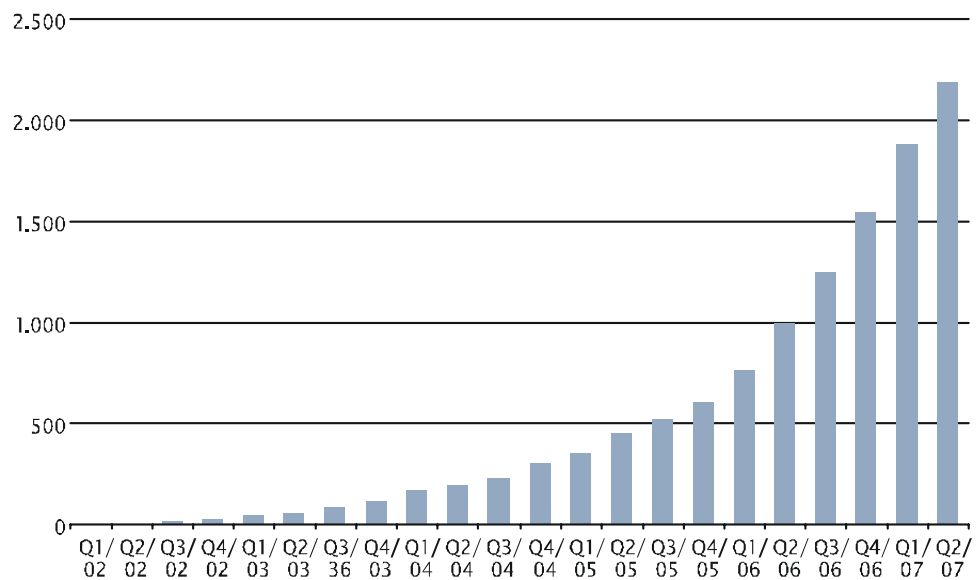
Die digitale Mammographie zeichnet sich insbesondere durch folgende Punkte gegenüber der bisherigen analogen Befundung bei der Früherkennung von Brustkrebs aus:

- Komfortable Darstellung der generierten Daten ohne Informationsverlust durch Verkleinerung
- Erhöhter Patientendurchsatz und reduzierte Fehlerquoten durch anwenderfreundlichen und effizienten Workflow, was insbesondere dem nach Fallpauschalen abrechnenden Mediziner zugute kommt
- Geringere Strahlenbelastung für die Patientin durch Möglichkeit der nachträglichen Korrektur von Aufnahmen
- Möglichkeit der computerunterstützten, automatischen Befundung (CAD)

Hologic ist umsatzstärkster Kunde der MeVis

Die Abnehmer sind Hologic und Siemens, wobei der JV-Partner Siemens den deutlich kleineren Anteil ausmacht. Beide OEM's beziehen jeweils individuell entwickelte Produkte. Der Kundensupport erfolgt durch die OEM-Partner, so dass sich die Lizenzverkäufe ungeschmälert in der Ertragsrechnung niederschlagen. Die typische Preisspanne der MeVis-Applikationen liegt je nach Produkt und OEM zwischen 5 Tsd. bis 25 Tsd. € zuzüglich 10 - 15% jährlich wiederkehrender Wartungserlöse. Der Preis für ein komplettes digitales Mammographiegerät liegt etwa bei 180 Tsd. bis 260 Tsd. €, so dass die MeVis-Applikation bei einem bis zwei Lizenzen je Gerät für die OEM's nicht in hohem Maße kostenentscheidend ist. Die Vorteile der digitalen Mammographie werden vom Markt zunehmend erkannt und spiegeln sich bei der MeVis AG in einer Verdopplung der mit MeVis-Software ausgestatteten installierten Einheiten in einem Zeitraum von nur 12 Monaten in wider.

BreastCare Workstation: Installierte Units mit MeVis-Software



Quelle: MeVis AG

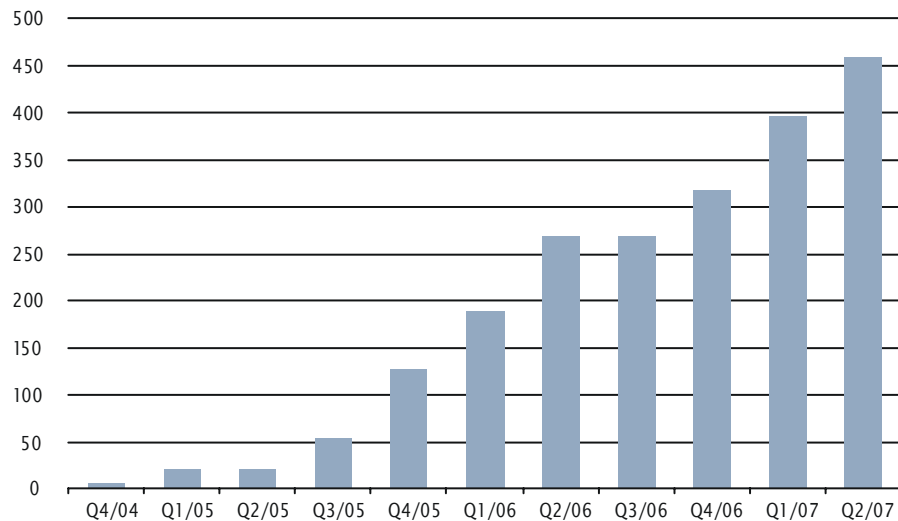
Screening und Biopsie in einem Produkt

BreastMRT und Biopsie

Eine weitere Softwareapplikation von MeVis ist ebenfalls auf die Diagnose der weiblichen Brust fokussiert. BreastMRT kommt allerdings im Zusammenhang mit der Kernspintomographie (auch Magnetresonanztomographie) zum Einsatz. Dieses Verfahren das unter Ausnutzung der nuklearen Dipolarität von Atomen und Molekülen sehr sensible Diagnosen ermöglicht, lässt das Erkennen auch sehr frühphasiger Brustkrebsrisikopatienten zu. Dass es dennoch trotz der in klinischen Studien erwiesenen Überlegenheit gegenüber Mammographie und Sonographie überwiegend nur bei Brustkrebsrisikopatienten und Frauen mit dichtem Brustgewebe zum Einsatz kommt liegt vor allem in den hohen Kosten und in der relativ langen Behandlungsdauer begründet. Nichtsdestotrotz gilt die MRT-Technologie als zukünftiger Standard für Erkennung und Therapie von Brustkrebs. Die MeVis AG kooperiert bei der MRT-Software mit der 100%igen Philips-Tochter Invivo. Dabei dient die Applikation nicht nur der reinen Diagnose des Gewebes, sondern steuert bei Bedarf eine gezielte Gewebeentnahme (Biopsie), was gegenüber der herkömmlichen Vorgehensweise eine erhebliche Vereinfachung bedeutet. Das Invivo-MeVis-Kooperationsprodukt war die erste Biopsie-

Lösung am Markt (Markteinführung 2004) und zählt heute zu den Weltmarktführern. Neben Invivo vertreibt seit September 2005 auch Siemens das Produkt unter dem Namen DynaCAD.

BreastMRT: Installierte Units mit MeVis-Software



Quelle: MeVis AG

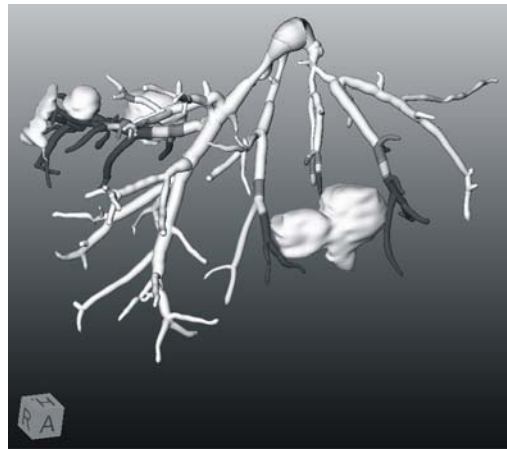
Erstellung eines Operationsplans mit MeVis ASP-Lösung

Präoperative Leberoperationsplanung

Das zweite menschliche Organ für das die MeVis AG Diagnose-Lösungen anbietet ist die Leber. Die Software der Bremer ermöglicht im Rahmen einer ASP-Lösung eine funktionale Segmentierung und Darstellung der Gefäßstrukturen der Leber sowie die Volumetrieanalyse von Lebertumoren. Dabei werden die CT- und MRT-Daten über eine speziell entwickelte Internetübertragungstechnologie zu MeVis geschickt und im Hinblick auf die Erstellung eines Operationsplans analysiert und ausgewertet. Grundlage der Lösung sind Algorithmen mit Ursprung aus der fraktalen Mathematik, die eine Berechnung der Gefäßstruktur der Leber bzw. der versorgten Areale ermöglichen. Dabei steht der Arzt vor einem grundsätzlichen Zielkonflikt: Einerseits sinkt die Gefahr einer Widererkrankung mit einer möglichst großzügigen Gewebeentfernung rund um den Tumor, andererseits wird die Funktionsfähigkeit des Organs mit steigender Gewebeentnahme zunehmend in Mitleidenschaft gezogen. Die Softwarelösung von MeVis ermöglicht, die Auswirkungen von unterschiedlichen operativen Vorgehensweisen auf die Funktionsfähigkeit des verbleibenden Organs zu simulieren und somit den Erfolg der Operation zu optimieren. Anhand dieser Daten kann der Arzt schon im Vorfeld der eigentlichen Operation einen möglichst schonenden Eingriff bei Tumorerkrankungen und Lebend-Leber-Transplantationen planen. Im Idealfall kann er dann den eigentlichen Eingriff nach einem vorher erarbeiteten Plan durchführen. Dem behandelnden Arzt steht somit ein umfangreiches Expertenwissen zur Verfügung, das bei einem Eingriff in ein lebenswichtiges Organ nicht hoch genug eingeschätzt werden kann. Die Abrechnung erfolgt pro Fall, für die Klinik fallen keine weiteren IT- und Personalkosten an.

MeVis arbeitet hier weltweit mit mehreren renommierten Kliniken zusammen, von denen die Charité in Berlin wohl die in Deutschland bekannteste sein dürfte. Bisher wurden von MeVis mehr als 3000 Datensätze ausgewertet, über 830 Lebertransplantationen und mehr als 750 Lebertumorresektionen geplant.

Präoperative Szenarioanalyse



Gefährdete Lebervenen bei 5, 10 und 15mm Sicherheitsräumen

Quelle: MeVis AG

PACS Workstation für MeVis nur eine Randaktivität

PACS Workstation

Die über die Medos AG – einer Tochtergesellschaft des amerikanischen Medizintechnik-Unternehmens Ortivus – vertriebene PACS-Workstation stellt die einzige nicht auf bestimmte anatomische Regionen oder Krankheiten fokussierte Anwendung von MeVis dar. PACS-Systeme (Picture Archiving and Communication System) sind in ein Krankenhausinformationssystem eingebettete Bildarchivierungsprogramme. Durch die standardisierte (DICOM), digitale Erfassung der von bildgebenden Systemen generierten Datenmengen ergeben sich umfassende Möglichkeiten zur Effizienzsteigerung bei den beteiligten Abteilungen im Vergleich zur herkömmlichen Methode, bei der die Bilddaten auf Papier- oder Filmträgern dokumentiert, aufbewahrt und physisch weitergeleitet werden. Dieses aus der Historie gewachsene Produkt zählt nicht zum Hauptgeschäft der MeVis AG. Der Wettbewerb auf dem PACS-Markt ist ausgesprochen intensiv und die Erzielung eines Alleinstellungsmerkmals ist auf diesem Gebiet nicht möglich.

Unternehmensstrategie

Vorhandene Stärken dienen als Basis

Die weitere strategische Entwicklung der MeVis Medical Solutions AG basiert vor allem auf den schon vorhandenen Stärken des Unternehmens:

- Unabhängigkeit von einzelnen OEM's
- Etablierte weltweite Partnerschaften mit Abnehmern (OEM's), Kliniken und Forschungseinrichtungen
- Hochqualifizierte Mitarbeiter, die dank innovativer Ideen eine reichhaltige Produktpipeline ermöglichen
- Hohe Skalierbarkeit und schnelle Entwicklung neuer Produkte dank einer über mehrere Jahre optimierten Standardplattform stellt einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil dar.

Kooperationen mit weiteren OEMs im Visier

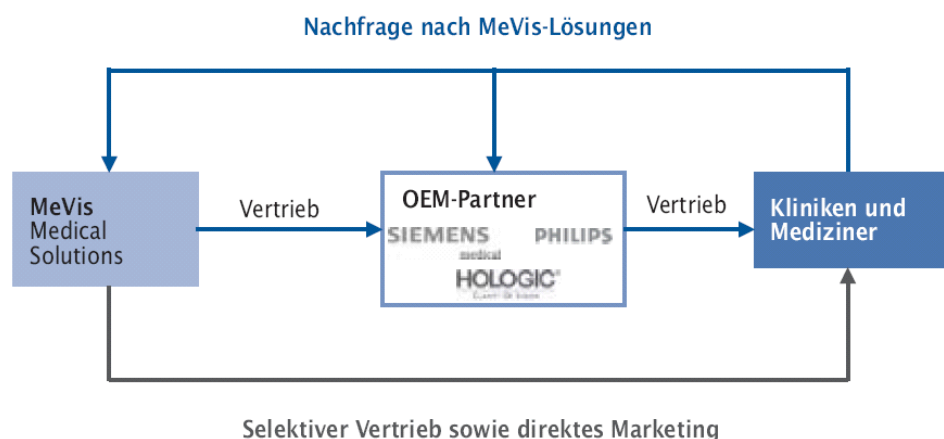
Dabei dürfte die MeVis AG in einem Markt agieren, der auf der Hardware-Seite nur ein moderates Wachstum aufweisen sollte. Die Chancen von MeVis liegen unseres Erachtens vor allem in der Modernisierung der schon installierten Basis. Zu nennen sind hier vor allem Kostensenkungspotenziale, der anhaltende Trend zur Digitalisierung, neue Technologien (3D-Ultraschall) mit einem kontinuierlich steigenden Datenvolumen sowie eine stetige Ausweitung der bildgestützten medizinischen Anwendungen. In diesem Umfeld lassen sich die strategischen Potenziale der MeVis AG wie folgt skizzieren:

- ⇒ Ausweitung der Partnerschaften mit OEMs
- ⇒ Internationalisierung der MeVis-Gruppe
- ⇒ Kontinuierlicher Ausbau des Produkt- und Leistungsspektrums
- ⇒ Selektive Akquisition von Teams und Ideen

Ausweitung der Partnerschaften mit OEMs

Die schon existierende partnerschaftliche Zusammenarbeit zwischen der MeVis AG und bisher 3 OEM's (Siemens, Philips, Hologic) einerseits sowie mit Kliniken und Medizinern andererseits soll intensiviert und auf weitere Partner ausgeweitet werden. Dabei dienen die klinischen Partnerschaften vor allem bei der Besetzung neuer Märkte durch eine frühe Produkteinführung als Multiplikatoren und Meinungsführer. Der Maßnahmenkatalog zur Erreichung der Ziele reicht von einem Aufbau systematischer Vertriebsstrukturen in allen relevanten Regionen über eine stärkere Präsenz auf Messen und Kongressen bis zu einer systematischen Direktansprache ausgewählter Kliniken und Mediziner für weitere Pilotprojekte und den Direktvertrieb frühphasiger Produkte.

Vertriebsmodell der MeVis AG



Quelle: MeVis AG, LBBW

Verstärkte Präsenz in Asien und USA

Lizenzgeschäft steht im Vordergrund

Kunden aus der Pharma-Industrie könnten an Bedeutung gewinnen

Internationalisierung

MeVis sieht in der geographischen Nähe einen Schlüsselfaktor zur Gewinnung weiterer Kunden. Da das Unternehmen in einem globalen Markt ohne nationale, kulturelle oder sprachliche Barrieren arbeitet und die weltweit führenden OEM's etwa gleichverteilt in Westeuropa, Nordamerika und Japan sitzen, ist der Aufbau einer Präsenz in Kundennähe nur folgerichtig. Mit der Rekrutierung des US-basierten Vorstands Thomas Tynes wurde in dieser Hinsicht der Schritt auf dem wichtigen nordamerikanischen Markt bereits gemacht. Hier sollen die Aktivitäten weiter ausgebaut werden und auch in Asien ist der Aufbau einer Präsenz geplant.

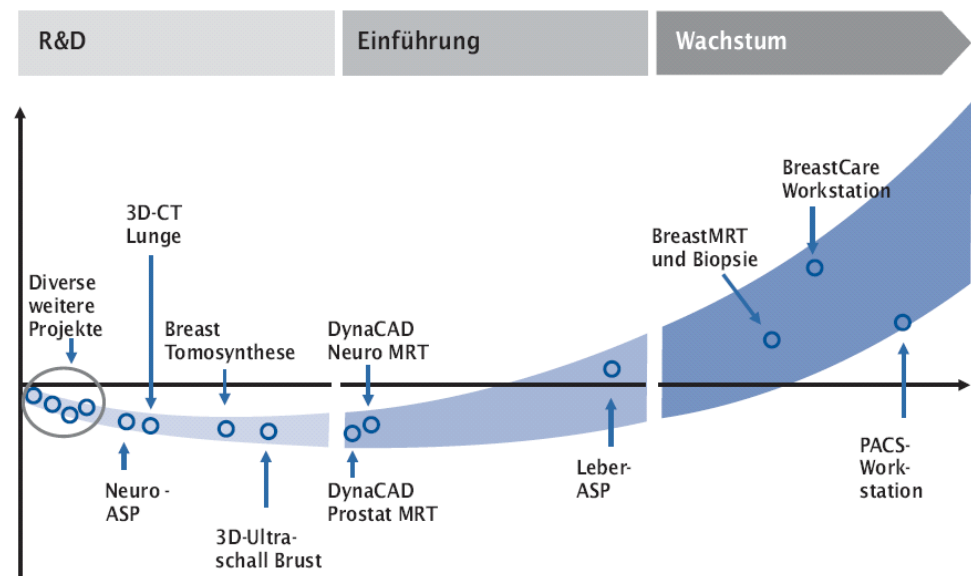
Ausbau des Produkt- und Leistungsspektrums

Insbesondere im **Lizenzgeschäft** ist die Erschließung zahlreicher weiterer Krankheitsbilder und medizinischer Fachgebiete durch MeVis-Lösungen geplant. Hier sind zum Beispiel die Orthopädie, kardiovaskuläre Erkrankungen, neurodegenerative Erkrankungen oder die computerunterstützte Chirurgie zu nennen. Zudem bietet die ständige Weiterentwicklung der bildgebenden Medizintechnik sowie die Kombination bestehender Techniken weitere Wachstumschancen (Optical Imaging, MRT-Spektroskopie, Molecular Imaging). Hier kann MeVis auf eine gut gefüllte Pipeline an bereits entwickelten Produkten verweisen, deren Markteinführung zum Teil schon im kommenden Jahr bevorsteht.

Auf der Produktebene plant MeVis die Erschließung zahlreicher weiterer Krankheitsbilder. Aktuell ist die Befundung vor allem auf die weibliche Brust im Lizenzgeschäft und auf die Leber im ASP-Geschäft fokussiert. In beiden Segmenten gibt es umfangreiche Möglichkeiten zur Ausweitung des Geschäftsvolumens.

Das **ASP-Modell** ist aufgrund der fallspezifischen Abrechnung besonders interessant für komplexe, seltenere Krankheitsbilder, bei denen für einzelne Krankenhäuser der Aufbau der notwendigen Kompetenz nicht rentabel ist. Zudem wurde die erste kommerzielle Partnerschaft mit Pharmaunternehmen zur systematischen Auswertung von Feldversuchen vereinbart. MeVis sieht vor allem Chancen bei medizinischen Eingriffen in die Bauchspeicheldrüse, die Lunge und in die Niere. Neben den Krankenhäusern als Endabnehmer kommen aber auch weitere Unternehmen aus der pharmazeutischen Industrie als potenzielle Kunden in Frage. Durch eine frühzeitige Identifizierung eines Therapieerfolgs bei der Erprobung neuer Chemotherapeutika mittels bildgebender Diagnostik lassen sich ebenso Kosten einsparen, wie bei der Berechnung einer vom Tumorbefall abhängigen Dosisberechnung.

Produkte und Produktpipeline der MeVis AG



Quelle: MeVis AG

Akquisitionsstrategie

Durch das umfangreiche Partnernetzwerk mit OEM's, Kliniken und Forschungs- und Entwicklungspartnern ergeben sich für MeVis immer wieder interessante Akquisitionsmöglichkeiten. Dabei ist allerdings nicht die Übernahme von Wettbewerbern beabsichtigt sondern der gezielte Zukauf von einzelnen Produkten, Know how oder auch Technologien. Typischerweise betrifft dies vor allem Arbeitsgruppen aus dem akademischen oder kommerziellen Umfeld, die maßgeblich an der Konzeption und Entwicklung neuer Produkte mitgewirkt haben. Als angenehmer Nebeneffekt solcher Akquisitionen erleichtern diese die Aufnahme von Geschäftsbeziehungen mit bestimmten OEM's und beschleunigen somit die Adressierung attraktiver Marktsegmente.

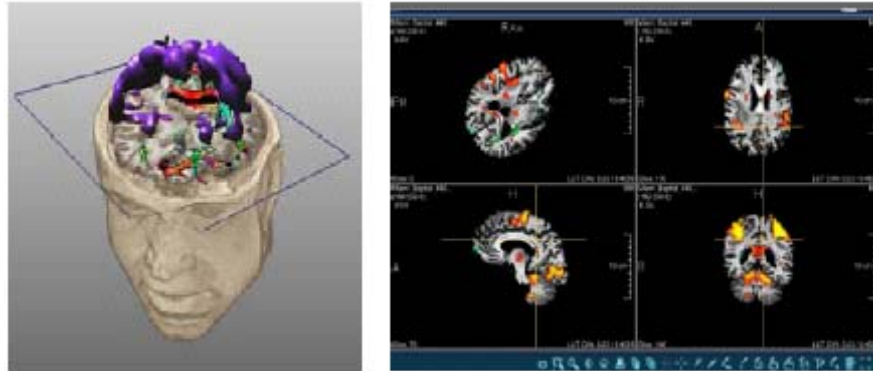
Erste Akquisition im Bereich Lungen-CT abgeschlossen

Mitte April hat die MeVis eine erste Akquisition abgeschlossen. Die Bremer haben das Lungen Computer Tomographie (Lungen-CT) Software-Geschäft der Firma Hologic R2, einer Tochtergesellschaft der amerikanischen Hologic Inc. erworben. Die Akquisition beinhaltet die Hologic R2-Produkte, die Technologie und die Patente für den Bereich Computer-Aided-Detection (CAD), fortgeschrittene Visualisierung und Analyse von Multi-Slice CT (MSCT) Aufnahmen der Lunge. Daneben erhält MeVis Zugang zu weiteren führenden Medizintechnikfirmen, die die vorhandene Kundenbasis ergänzen.

Wachstum als klare Zielvorgabe

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die strategische Zielrichtung der MeVis AG klar auf starkes Wachstum ausgerichtet ist.

Exkurs: Ausgewählte Beispiele aus der Produktpipeline von MeVis DynaCAD Neuro MRT



Die Software von MeVis leistet die Darstellung und Analyse von Hirndaten verschiedener Bildgebungsverfahren wie MRT, fMRT, DTI zur Identifikation potenzieller Läsionen, kognitiver Hirnareale oder wichtiger Nervenverbindungen im Hirninneren. Zusätzlich erleichtern Workflow- und Visualisierungskomponenten Neurologen und Neurochirurgen die OP-Planung. Die Markteinführung von DynaCAD Neuro MRT ist für Ende 2008 geplant, der Vertrieb erfolgt über die installierte Basis an MRT-Kopfspulen von Invivo/Philips

**U-Systems wird 2009 neuer
OEM-Vertriebspartner**

3D-Brust-Ultraschall

Ein weiteres Verfahren der Brustkrebsvorsorge ist eine technische Innovation der Sonographie, das Vollfeld- oder 3D-Brust-Ultraschall. Die Vorteile gegenüber der herkömmlichen Mammographie liegen vor allem in der Eignung für dichtes Brustgewebe und in der fehlenden Strahlenbelastung. Die Lösung von MeVis bietet die Möglichkeit einer Ergänzung zur digitalen Mammographie- und MRT-Aufnahmen. Aktuell existieren laut MeVis etwa 50 3DBUS-Systeme, aufgrund der Annahme, dass dieses Verfahren eine wichtige Rolle im Brustkrebscreening einnehmen wird, dürfte die Anzahl der jährlichen Neuinstallationen aber auf über 1.000 ansteigen. Die Markteinführung von 3DBUS ist für 2009 geplant, OEM-Partner ist hier die amerikanische U-Systems, die auf diesem Gebiet als weltweit führend gilt.

Breast Tomosynthese

Die Tomosynthese ermöglicht durch ein Schnitt- oder Schichtbildverfahren einen weiteren erheblichen Fortschritt in der 3D-Mammographie. Erste Studien zeigen eine höhere Zuverlässigkeit der Befundung auch bei dichtem Brustgewebe. MeVis entwickelt seit zwei Jahren in enger Zusammenarbeit mit Siemens und Hologic eine spezialisierte Applikation, deren Markteinführung Mitte 2009 erwartet wird. Das Marktpotenzial der Brustkrebsuntersuchung mittels Tomosynthese könnte laut MeVis das Volumen des Mammographie-Marktes erreichen. Aufgrund der umfangreichen Datenmengen kommt in diesem Verfahren der Softwareapplikation eine sehr hohe Bedeutung zu.

Markt und Wettbewerb

MeVis Ansatzpunkt in der Medizintechnik

Die MeVis AG entwickelt Softwarelösungen für die bildgebende Medizintechnik. Dabei muss nach Angeboten für einzelne Indikationen (Krankheitsbilder/Organe) unterschieden werden. Das Geschäftsfeld der MeVis AG sollte im breiten Kontext des gesamten Gesundheitssystems betrachtet werden. Denn selbst Themen die das Unternehmen auf den ersten Blick nicht direkt betreffen, wie die Gesetzgebung im Gesundheitswesen, die Anschaffungspolitik der Krankenhäuser oder die Akzeptanz einzelner Bildgebender Verfahren durch Krankenkassen können einen maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung des Softwareherstellers haben.

MeVis im Kontext des Gesundheitssystems



Quelle: LBBW, Fotos: © Internet

Schnelle Anpassung an unterschiedliche Kundenanforderungen

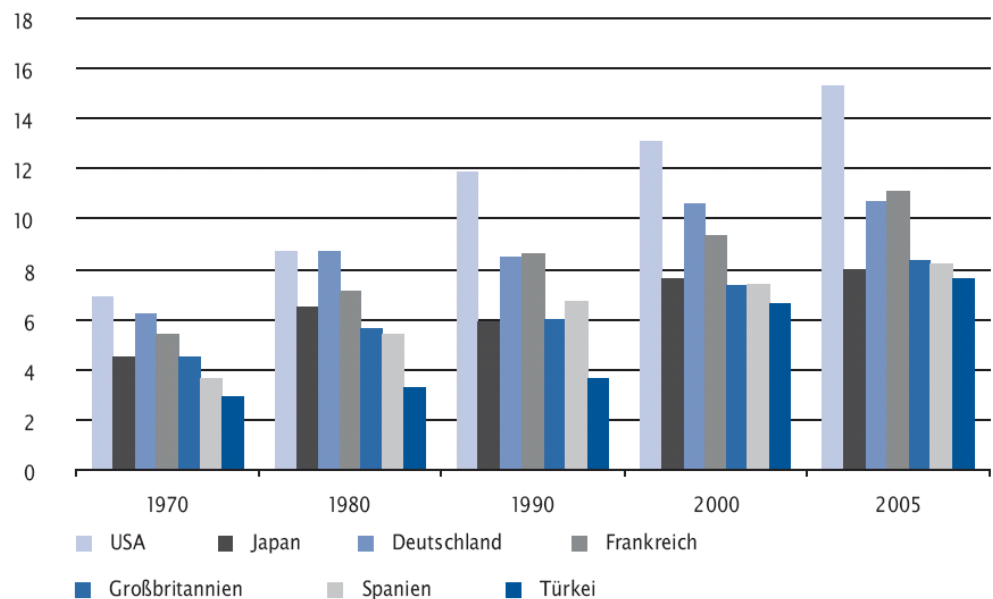
So können die großen Anbieter im Geschäftsfeld bildgebende Medizintechnik, wie Siemens oder Philips, sowohl Kunde als auch Konkurrent im Software-Bereich sein. Die Softwarelösungen der MeVis basieren auf einer Plattform, die eine schnelle Anpassung an verschiedene Kundenlösungen ermöglicht. Hierbei ist zu beachten, dass nicht eine Anpassung an die Geräte verschiedener Endkunden die große Herausforderung darstellt. Sondern die Bilderfassung verschiedener Organe (etwa von Leber zu Lunge) in Kombination mit den jeweiligen bildgebenden Verfahren (etwa CT und MRT) erfordert hohe F&E-Leistungen. Im Folgenden betrachten wir zunächst die Entwicklung des weltweiten Gesundheitswesens wovon wiederum die Geschäftsperspektiven der MeVis-Kunden abhängen.

Weltweite Gesundheitsausgaben

Weltweite Gesundheitsausgaben

Die weltweiten Gesundheitsausgaben stiegen beständig innerhalb der letzten 40 Jahre und werden wohl auch in Zukunft stärker als das Bruttosozialprodukt zulegen.

Gesundheitsausgaben in % des BIP



Quelle: OECD-Daten Juli 2007

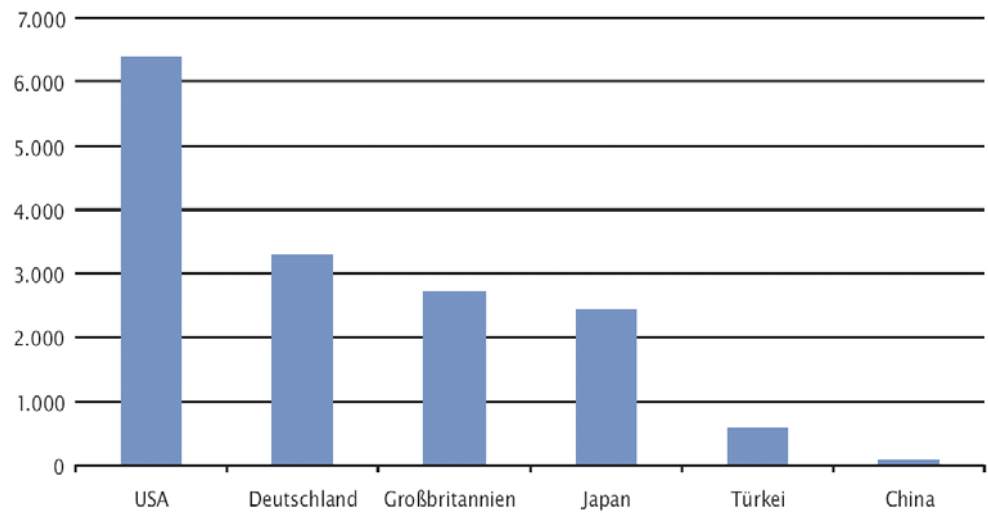
Diese Entwicklung ist u.E. auf vier Megatrends zurückzuführen.

1. Zunahme der Zivilisationskrankheiten (v.a. auf Fettsucht zurückzuführende Krankheiten)
2. Steigender Wohlstand in den Industrieländern und Emerging Markets
3. Demografische Entwicklung in den Industrie- und Schwellenländern
4. Fortschritt in der Medizin

USA mit Abstand bedeutendster Markt

Betrachtet man die Gesundheitsausgaben pro Kopf der Bevölkerung wird schnell ersichtlich, dass die USA der mit Abstand wichtigste Markt sind, auf den mehr als die Hälfte (2,1 Billionen USD) der weltweiten Gesundheitsleistungen entfallen – die MeVis AG erzielt sogar mehr als 80% der Umsätze in Nordamerika. Interessant erscheint uns das Entwicklungspotenzial in Schwellenländern. Sowohl was den absoluten Betrag der Gesundheitsausgaben pro Kopf als auch der Gesundheitsausgaben gemessen in % des BIP angeht dürften die Schwellenländer noch ein enormes Aufholpotenzial besitzen. Dies sollte das weltweite Wachstum nach Gesundheitsleistungen über Jahrzehnte hinweg befeuern. Aber auch in den Industrienationen, die nach wie vor über 80% der weltweiten Gesundheitsausgaben auf sich vereinen, wurden trotz erheblicher Bemühungen Kosten einzusparen zuletzt ansehnliche Wachstumsraten erzielt. Per saldo ein günstiges Umfeld für den Gesamtmarkt Gesundheitsleistungen in dem die Geschäftsaktivitäten der MeVis-Kunden angesiedelt sind.

Gesundheitsausgaben pro Kopf (2005 in USD; Kaufkraftparitäten)

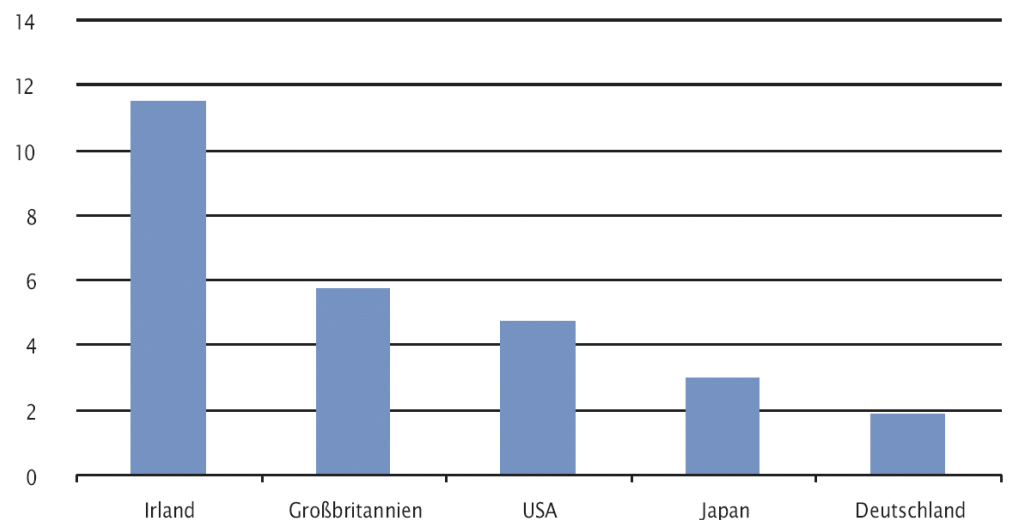


Quelle: OECD-Daten Juli 2007

Demografische Entwicklung ist größter Kostentreiber

Der größte Kostentreiber dürfte weiterhin die demografische Entwicklung sowohl in den Industrie- als auch Schwellenländern sein. D.h. die Lebenserwartung und auch der Anteil der über 65-jährigen sollte auf Jahre hinaus wachsen. Insbesondere in den Schwellenländern steht man erst am Anfang dieser Entwicklung, welche sich mit zunehmendem Wohlstand weiter beschleunigen sollte.

Wachstumsraten der Gesundheitsausgaben (in % gegenüber dem Vorjahr)



Quelle: OECD-Daten Juli 2007

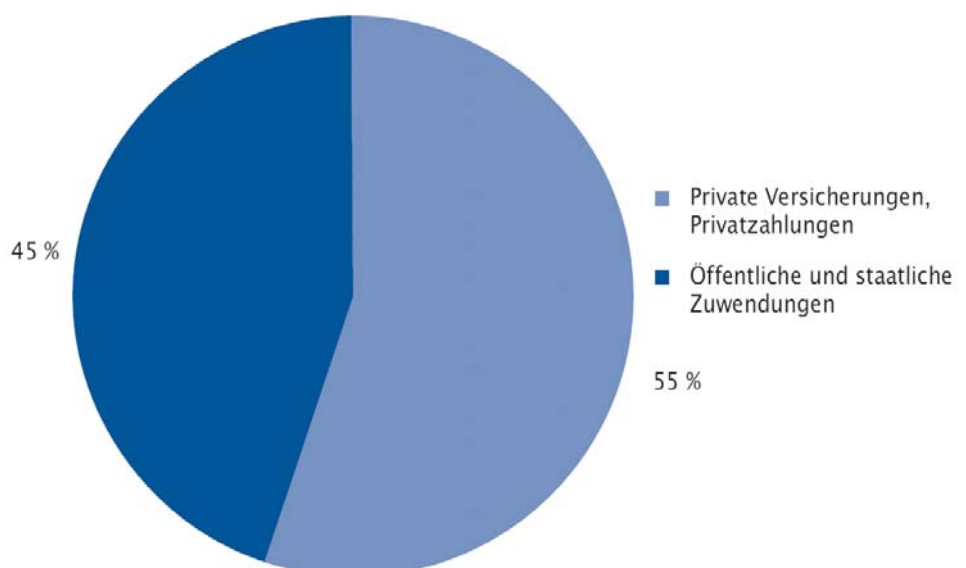
Private Versicherungen dominieren in den USA

Die über 65-jährigen benötigen im Durchschnitt das vierfache an medizinischen Leistungen im Vergleich zu einem 25 bis 45-jährigen. Eine wichtige Ursache hierfür ist das signifikant häufigere Auftreten von Krebsfällen bei der Bevölkerung die über 65 Jahre alt ist. Aufgrund der demographischen Entwicklung ist bis 2020 mit einem Anstieg der weltweiten Krebserkrankungen von 50% auf 15,7 Mio. Fälle jährlich zu rechnen. Weltweit entfallen auf Krebs bereits rund 13% aller Todesfälle, in den Industrieländern sogar 25%. Fast bei 40% der Bevölkerung der Industriestaaten dürfte einmal während ihres Lebens Krebs diagnostiziert werden. Die Softwarelösungen für die bildgebende Medizintechnik der MeVis sind überwiegend auf die Diagnose und Therapie von unterschiedlichen Krebsformen ausgerichtet. Aufgrund der aufgezeigten demografischen Entwicklung und daraus resultierender ständig zunehmender Behandlungszahlen sollte der Bedarf nach MeVis-Lösungen insgesamt deutlich steigen.

Rahmenbedingungen des Gesundheitswesens

Die Rahmenbedingungen des Gesundheitswesens werden größtenteils vom Gesetzgeber und den Krankenkassen vorgegeben. Direkten Einfluss auf die Anschaffung von Geräten haben hingegen überwiegend die Krankenhäuser und behandelnden Ärzte. Der Gesetzgeber ist in den Industriestaaten zum einen zuständig für die Zulassung von medizinischen Geräten und Arzneimitteln. Dabei stehen sowohl die Sicherheit als auch der erkennbare Nutzen der medizinischen Innovationen im Mittelpunkt. Zum anderen haben die staatlichen Behörden in allen Industrieländern einen maßgeblichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Gesundheitssysteme. D.h. in welchem Umfang öffentliche und private Krankenkassen das Gesundheitssystem dominieren und wer in welchem Ausmaß überhaupt in den Genuss staatlicher Leistungen kommt. So wurden 2005 in den USA, dem mit Abstand wichtigsten Markt für Gesundheitsdienstleistungen und auch für die MeVis AG, ca. 55% aller Ausgaben durch private Versicherungen sowie Privatzahlungen erbracht, 45% stammen aus staatlichen und öffentlichen Kassen.

Verteilung der Gesundheitsausgaben in den USA 2005



Quelle: OECD-Daten Juli 2007

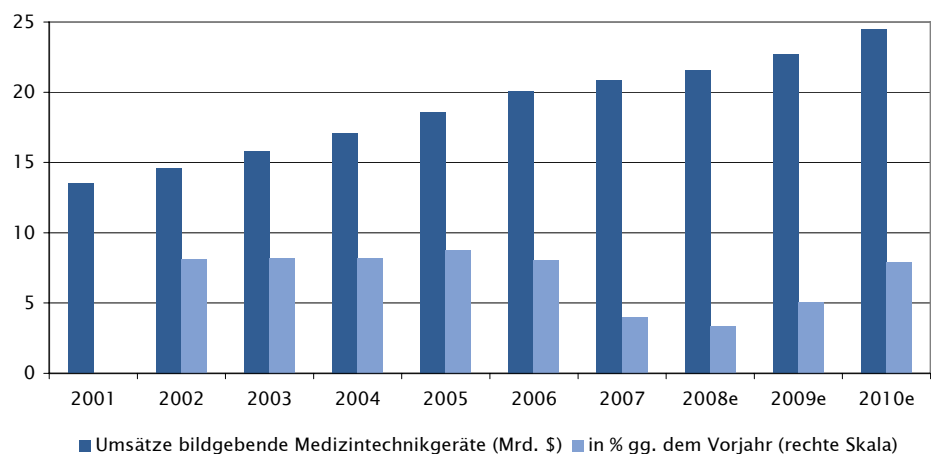
Einen bedeutenden Anteil an den öffentlichen Zuwendungen machen die beiden staatlichen Krankenversicherungsprogramme Medicaid und Medicare aus, die zusammen über 50 Mio. Amerikaner versichern. Medicare kann von Bürgern über 65 Jahre in Anspruch genommen werden. Die Ausgaben werden zumindest zum Teil über Beiträge der Versicherten gedeckt. Medicaid gewährleistet hingegen die gesundheitliche Versorgung von sozial schwachen Bürgern, die Anspruch auf Sozialversicherungsleistungen haben. Medicaid wird von den Bundesstaaten organisiert und den einzelnen Staaten sowie der Bundesregierung paritätisch finanziert. In den meisten Bundesstaaten ist das Medicaid-Programm eines der größten Ausgabenposten (durchschnittlich 25% des Gesamthaushaltes). Seit 1999 sind die Ausgaben um ca. 13% jährlich gestiegen. Auch im laufenden Jahr werden die Aufwendungen der öffentlichen Hand für die Gesundheitsausgaben voraussichtlich wieder zweistellig auf 830 Mrd. \$ zulegen. Bereits mit dem 2005 beschlossenen Deficit Reduction Act (DRA) wurde versucht, dem Ausgabenanstieg gegenzusteuern. Davon sind auch die Hersteller von bildgebenden Geräten betroffen, der wichtigsten Kundengruppe der MeVis AG.

Markt für bildgebende Medizintechnik

Marktentwicklung

Der Weltmarkt für Medizintechnik betrug letztes Jahr über 265 Mrd. USD, was ca. 7% des gesamten Umsatzes auf dem Gesundheitsmarkt entspricht. Der Weltmarkt für bildgebende Verfahren – Medizintechnikgeräte für Ultraschall- oder Computertomografieuntersuchungen - hatte im vergangenen Jahr ein Volumen von ca. 21 Mrd. \$ erreicht. Die durchschnittlichen Wachstumsraten lagen in den letzten 5 Jahren bei über 7% p.a.

Umsätze bildgebende Medizintechnikgeräte

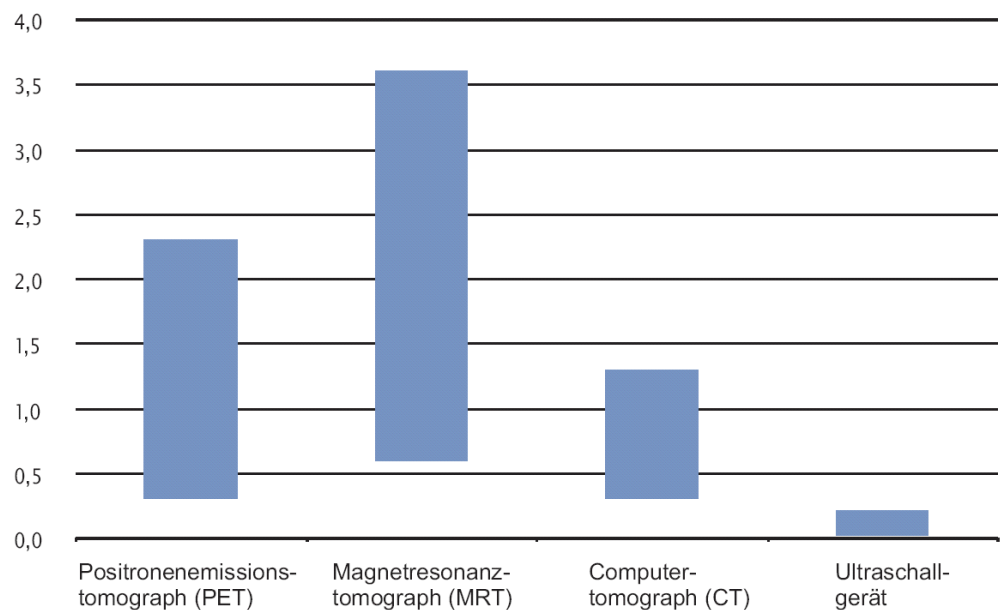


Quelle: Biotechnology Associates, LBBW

Negative DRA-Effekte dürften allmählich auslaufen

Die Wachstumsdelle in 2007 und im laufenden Jahr ist auf den Deficit Reduction Act (DRA) in den USA zurückzuführen. Von den Einsparungsbemühungen bei den staatlichen Krankenversicherungsprogrammen Medicaid und Medicare wurden auch die Leistungen für Patientenuntersuchungen mittels bildgebender Systeme nicht verschont. Die geringeren Erstattungen für die Diagnosen durch bildgebende Verfahren haben die Radiologiezentren dazu veranlasst, weniger medizinische Geräte bei den Produzenten zu ordern. Allerdings traf dies überwiegend teure Hybridsysteme, d.h. Kombinationen aus mehreren bildgebenden Verfahren wie die Kombination von PET und CT. Auch die Zuwachsraten der vergleichsweise teuren Magnetresonanztomographie-Geräte büßten zuletzt an Dynamik ein.

Preisspannen bei bildgebenden Geräten (Mio. €)



Quelle: Philips Medical, LBBW

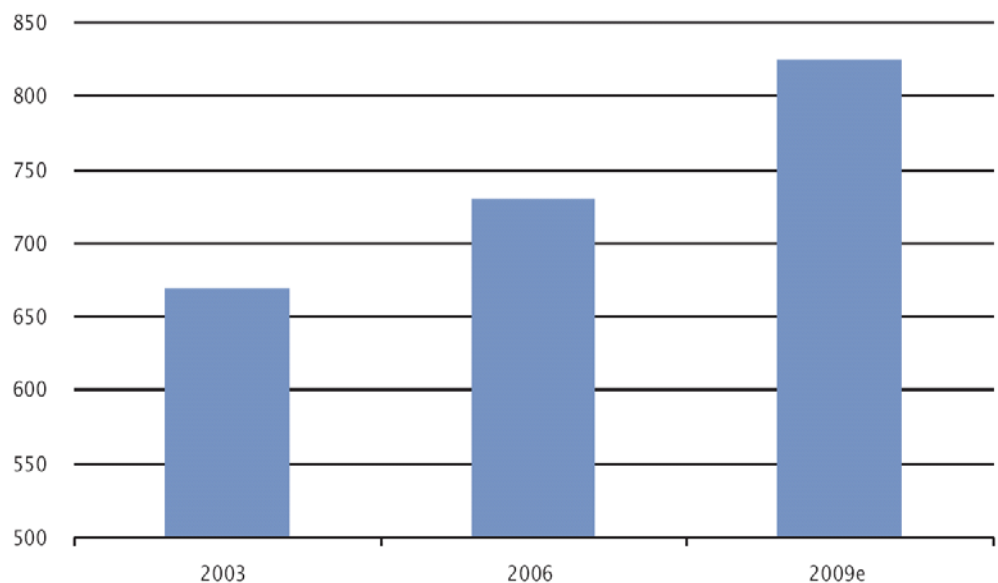
Digitale Mammographie ist vom DRA kaum betroffen

Der von der MeVis AG bisher adressierte Markt der digitalen Mammographiegeräte (überwiegend CT-Systeme) war davon jedoch nicht betroffen. Ganz im Gegenteil. Wurden 2005 erst 300 Geräte in den USA installiert, waren es 2006 937 digitale Mammographie-Systeme und 2007 bereits über 1500 Geräte.

Trotz der jüngsten Wachstumsdelle durch die Sparbemühungen im öffentlichen Gesundheitswesen der USA rechnen wir mittelfristig wieder mit einer steigenden Erlösdynamik des weltweiten Marktes für bildgebende Systeme. Denn auf dem wichtigen US-Markt dürften die negativen Effekte aus dem DRA allmählich auslaufen. So betrug der Anteil der durch die öffentliche Hand finanzierten Diagnosen mittels bildgebender Geräte zuletzt nur noch 25% an den Einnahmen der Radiologiezentren. Der Großteil der Patientenscans wird von den privaten Versicherungen und durch Eigenleistungen bezahlt, worauf der DRA keinen direkten Einfluss hat. Zudem zielten die Einsparungen des DRA überwiegend auf die in den letzten Jahren stark gewachsenen kleineren weniger effizienten Radiologiezentren ab, mit nur ein oder zwei Diagnostik-Geräten.

Noch ist der Markt für Radiologiedienstleistungen in den USA (Umsatz 2007 ca. 100 Mrd. \$) sehr zersplittert. Neben fast 5800 Krankenhäusern mit einer Radiologieabteilung existieren rund weitere 6000 Diagnostik-Zentren. Lediglich 450 der Zentren gehören zu einem der fünf großen Radiologieserviceanbietern. D.h. kein Serviceanbieter hat einen Marktanteil, der ein Prozent übersteigt. Unseres Erachtens erzwingt der DRA die Bildung größerer und effizienterer Diagnosezentren. Zum einen sollten die Radiologieabteilungen in den Krankenhäusern gestärkt aus dem Konzentrationsprozess herausgehen. Zum anderen glauben wir, dass es aufgrund der reduzierten Leistungsvergütungen der öffentlichen Hand zu einem Konzentrationsprozess bei den Serviceanbietern kommen wird.

Anzahl der weltweiten Patientenscans (Mio.)



Quelle: GE, LBBW

Sprunghafter Anstieg der digitalen Radiologiegeräte

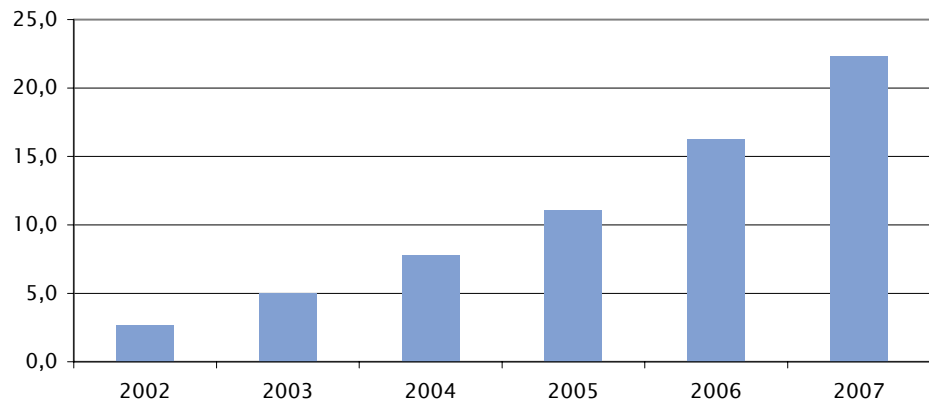
Ein wichtiger Trend im Bereich bildgebender Systeme ist der sprunghaft steigende Marktanteil von digitalen Radiologie-Geräten. Gründe für die zunehmende Nachfrage sind trotz des höheren Anschaffungspreises:

- Merklich höhere Bildqualität und daher verbesserte Diagnosequalität
- Bei röntgenbasierten Anwendungen erheblich geringere Strahlenbelastung
- Studien haben die Diagnosequalität bestätigt, Kunden verlangen digitale Geräte für ihre Untersuchungen
- Deutlich geringere Betriebskosten, schneller ROI
- Echtzeitbetrachtung der untersuchten Bereiche
- Schnelle Verfügbarkeit der Diagnoseergebnisse
- Problemlose Speicherung der Ergebnisse und Einbindung der gespeicherten Daten in den IT-Workflow der Diagnosezentren
- Nachbearbeitung der gespeicherten Bilder und dadurch erweiterte Diagnosen möglich

MeVis ist auf digitale Verfahren spezialisiert

Die Softwareanwendungen der MeVis AG beziehen sich ausschließlich auf digitale bildgebende Verfahren, d.h. das Unternehmen profitiert von dem Boom in diesem Bereich. Der aktuell wichtigste Markt für MeVis sind Softwareanwendungen für digitale Mammographie-Geräte. Der Verbreitungsgrad digitaler Mammographie-Systeme in den einzelnen Ländern ist sehr unterschiedlich ausgeprägt. Entscheidende Faktoren sind u.E. Erstattungszusagen durch Krankenkassen und das Bewusstsein in der Bevölkerung über die Bedeutung der verbesserten Diagnosemöglichkeiten. In Korea werden ausschließlich digitale Mammographie-Systeme angeschafft. In den USA beträgt der Anteil an der installierten Basis inzwischen ca. 30%, in Frankreich dürfte möglicherweise demnächst eine Zulassung durch die Krankenkassen erfolgen.

Anteil der digitalen Geräte an den weltweit verkauften Mammographie-Systemen



Quelle: Biotechnology Associates

Wir glauben, dass die digitalen Systeme die filmbasierten Geräte in den Industriestaaten mittelfristig ersetzen werden. Diese Entwicklung sollte sich in den Schwellenländern aufgrund geringerer Anschaffungskosten der filmbasierten Radiologiegeräte hingegen noch über eine Dekade hinaus hinziehen.

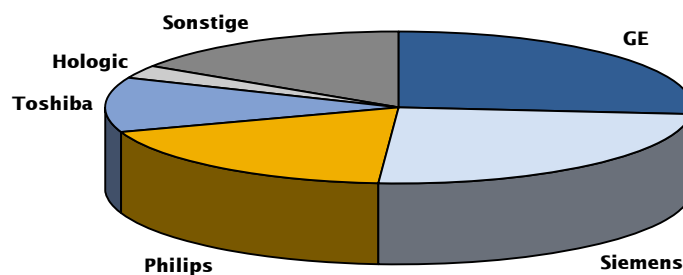
Wachstumstreiber sind unseres Erachtens:

- Die von uns bereits beschriebene demographische Entwicklung in den Industrie- und Schwellenländern.
- Der wachsende Wohlstand in den Industrie- und Schwellenländern, der den Anteil der Gesundheitsausgaben überproportional zum BIP ansteigen lässt.
- Aufgrund des häufigeren Auftretens von Krebsfällen bei den über 65-jährigen werden vermehrt Diagnostische Leistungen mittels bildgebender Systeme nachgefragt
- Immer mehr Krankheitsbilder kommen aufgrund verbesserter radiologischer Verfahren für eine Diagnose mittels bildgebender Systeme in Frage.
- Die Vorteile der digitalen Radiologiesysteme sollte für eine zunehmende Dynamik beim Ersatzgeschäft, d.h. für einen beschleunigten Austausch der installierten Basis, sorgen.

Marktteilnehmer

Der Markt für bildgebende Systeme wird überwiegend von einem Oligopol – GE, Siemens und Philips – beherrscht. Die drei Konzerne haben zusammen einen Marktanteil von ca. 70%. Toshiba spielt lediglich in Japan eine größere Rolle. Exakte Daten über die weltweiten Umsätze der einzelnen Wettbewerber liegen allerdings nicht vor, da die großen Unternehmen die einzelnen Bereiche ihrer Medizintechnik-Sparten zumeist nicht gesondert ausweisen. Weitere Unternehmen mit einem Marktanteil von mehr als 2% sind Hitachi, Eastman Kodak, Varian und BioMérieux. Innerhalb der letzten drei Jahre kam es zu einer Verschiebung der Marktanteile zugunsten der drei Marktführer – zum Teil auch durch Akquisitionen bedingt. Zuletzt hat jedoch auch die amerikanische Hologic im für MeVis wichtigen Markt für Mammographie ihre Marktanteile deutlich ausbauen können.

Marktanteile bildgebende Medizintechnik (2008e, %)



Quelle: Unternehmen, LBBW

Alle drei führenden Hersteller im Bereich bildgebende Medizintechnik erzielen 2008 voraussichtlich ca. 45% bis 55% ihrer Umsätze in den USA – obwohl auf diese Region nur rund 41% der weltweiten Erlöse entfallen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die japanischen Firmen Toshiba und Hitachi in Nordamerika kaum präsent sind und ihren Erlösschwerpunkt in Asien haben, wo wiederum die großen drei nur geringe Marktanteile erreichen. Allein bei Philips entfallen auf Asien noch sehr ansehnliche Umsatzanteile des Geschäftsfelds bildgebende Medizintechnik. Während GE in Nordamerika die Nummer 1 ist – Siemens hat auf dem Heimatmarkt des Konkurrenten jedoch deutlich aufgeholt – sind die Deutschen und Philips die unangefochtenen Platzhirsche in Europa. Rund jeweils ein Drittel der Spartenumsätze der beiden Unternehmen werden auf diesem zweitwichtigsten Markt für Radiologie-Systeme erzielt.

Hologic wichtigster Kunde

Kunden der MeVis AG sind bisher Siemens, Philips und Hologic – fast 50% des weltweiten Marktanteils im Bereich bildgebende Medizintechnik entfallen auf diese drei Unternehmen. Da das Hauptprodukt von MeVis im Bereich Mammographie angesiedelt ist, werden bisher die meisten Umsätze mit dem Weltmarktführer in diesem Segment – der Hologic – erzielt. Mit der Platzierung von neuen Produkten für die Diagnose weiterer Indikationen, etwa in der Neurologie und Pneumologie, kann das große Marktpotenzial der Kunden Siemens und Philips sukzessive erschlossen werden.

Verfahren der bildgebenden Medizintechnik

Grundlagen der medizinischen Bildverarbeitung

Die *Diagnose* bleibt ein wesentlicher Schwerpunkt in der Medizin. Ohne die Erkennung, Zuordnung und Bestimmung des Stadiums einer Krankheit können keine oder nicht die optimalen Therapiemaßnahmen folgen. Ein Arzt muss wissen, an welcher Krankheit sein Patient leidet. Nur dann ist auch eine sachgerechte Therapie möglich.

Bildgebende Verfahren ermöglichen dem Arzt einen Einblick in den Körper, der ihm ohne diese Technologien verwehrt bleiben würde. Die beiden wichtigsten technologischen Triebfedern in der klinischen bildbasierten Medizin sind in den letzten zehn Jahren die rasante Weiterentwicklung der bildgebenden Verfahren sowie die Digitalisierung und Vernetzung der Krankenhäuser. Insbesondere in der Computertomografie (CT) und der Magnetresonanztomografie (MRT) existiert ein Trend zu immer feineren Auflösungen verbunden mit einer Explosion der Datenmengen.

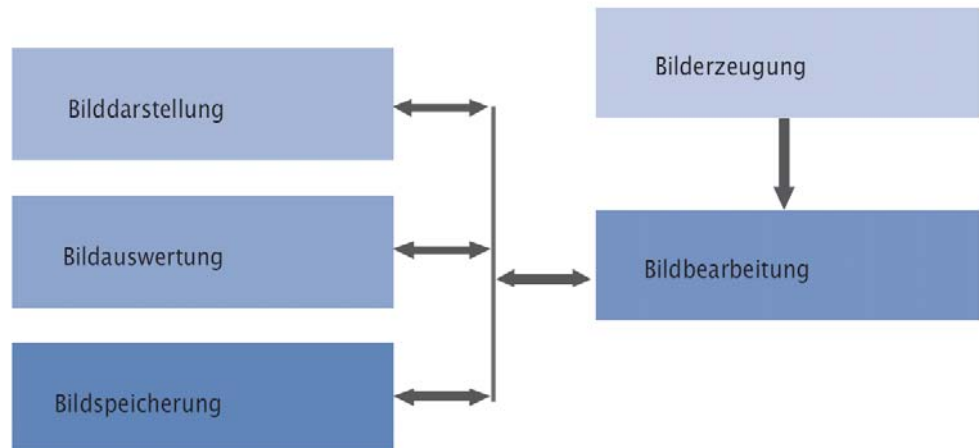
Parallel zur gerätetechnischen Fortentwicklung haben sich in den letzten zehn Jahren bedeutende Fortschritte in der informationstechnologischen Infrastruktur der Krankenhäuser vollzogen. Heute ist die digitalisierte Radiologie, beginnend mit den bildgebenden Systemen über digitale Archive und Anbindung an administrative Systeme, schon nahezu Standard. Maßgebliche Innovations- und Produktivitätstreiber sind neue Softwareprogramme in der Medizintechnik. Diese ermöglichen insbesondere in der digitalen medizinischen Bildgebung zusätzliche Informationsgewinne und die Steigerung der Effizienz der Datenanalyse.

Schlüsselstellung der Software in der Medizintechnik

Wir sehen die Weiterentwicklung der Software als eine Schlüsselstellung im Medizintechnik-Bereich. Hier setzen die Produkte von MeVis an. MeVis entwickelt krankheitsorientierte Softwarelösungen für die bildgebende Medizintechnik. Der Fokus liegt hierbei auf der Onkologie (Krebserkrankungen), Neurologie und Chirurgie. Durch Partnerschaften mit weltweit führenden Medizintechnikunternehmen bietet MeVis Softwarelösungen zur Unterstützung der Diagnose, Therapie, Intervention und Chirurgie für spezielle Krankheitsbilder.

Die medizinische Bildverarbeitung kann in fünf verschiedene Bereiche eingeteilt werden: Die Bilderzeugung, die Bildbearbeitung, die Bildauswertung, die Bilddarstellung und die Bildspeicherung.

Stufen der medizinischen Bildverarbeitung



Quelle: Forschungsbericht Nr. 04 -3 (Universität Trier), LBBW

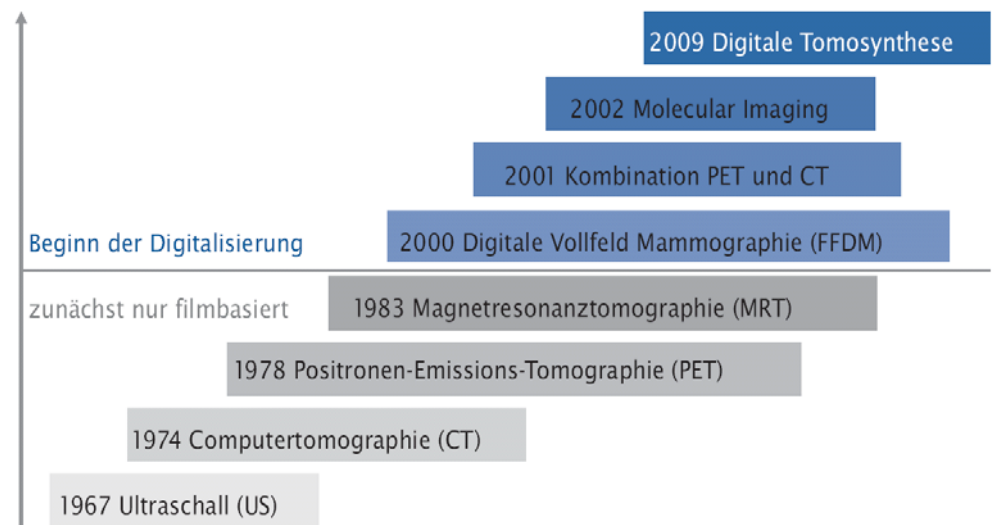
Definitionen:

- Die *Bilderzeugung* umfasst alle Schritte von der Bildaufnahme bis hin zum Aufbau der digitalen Bildmatrix.
- Die *Bildbearbeitung* schließt verschiedene manuelle oder automatische Operationen mit ein, die ohne Wissen über den konkreten Inhalt der einzelnen Bilder realisiert werden können.
- Mit *Bilddarstellung* werden alle Manipulationen an der Bildmatrix bezeichnet, die der optimierten Ausgabe des Bildes dienen.
- Die *Bildauswertung* umfasst Maßnahmen, die sowohl zur quantitativen Vermessung als auch zur abstrakten Interpretation medizinischer Bilder eingesetzt werden können.
- Unter *Bildspeicherung* können alle Techniken zusammengefasst werden, die der Übertragung, Archivierung und dem Zugriff auf die Daten dienen.

Kommerzielle Produkteinführung digitaler Bildgebungsverfahren

Aus der Sicht des Softwareentwicklers und des Mediziners unterscheiden sich die Bilddaten in erster Linie nach der Art ihrer Erzeugung. Das Verständnis von den Grundlagen der Bilderzeugung bei den unterschiedlichen Verfahren stellt eine wichtige Voraussetzung für die optimale Gestaltung und Bedienung von rechnergestützten Bildverarbeitungssystemen dar.

Kommerzielle Produkteinführung digitaler Bildgebungsverfahren



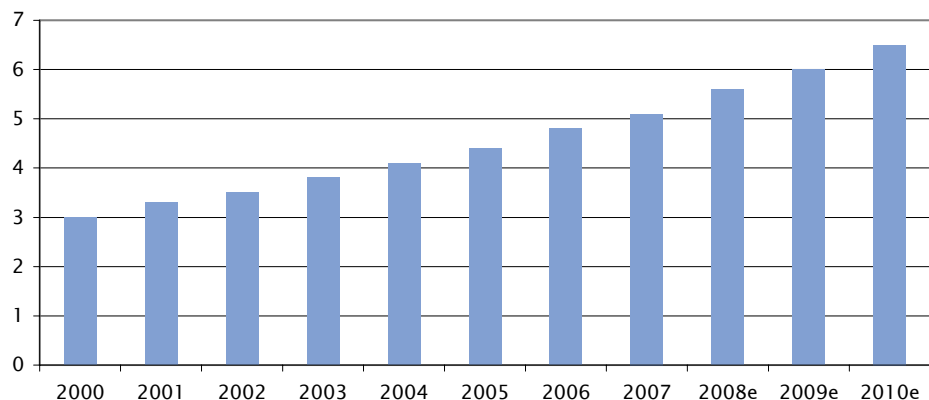
Quelle: MeVis AG, LBBW

Ultraschall (Sonographie)

Die Sonographie ist das am häufigsten verwendete bildgebende Verfahren in der Medizin. Ein wesentlicher Vorteil der Sonographie gegenüber dem in der Medizin ebenfalls häufig verwendeten Röntgen liegt in der Unschädlichkeit der eingesetzten Schallwellen. Auch sensible Gewebe wie bei Ungeborenen werden nicht beschädigt, die Untersuchung verläuft weitgehend schmerzfrei. Die Ultraschallwellen werden in einem Schallkopf erzeugt und nach dem Reflektieren von diesem wieder empfangen. Die empfangenen Schallimpulse werden in elektrische Impulse umgewandelt, diese wiederum werden in Bildpunkte umgesetzt. Aus einer Vielzahl solcher Punkte wird ein 2-dimensionales Bild erzeugt.

Die einfacheren Bilder erfordern eine langjährige Erfahrung des Radiologen, um sie zu diagnostischen Zwecken verwenden zu können. Bei Medizinerinnen die sich nur gelegentlich mit sonographischen Auswertungen beschäftigen besteht somit eine erhöhte Gefahr von Fehldiagnosen. Zuletzt konnte die Bildqualität jedoch aufgrund höherer Auflösungen verbessert werden. Die bedeutendste Entwicklung in den letzten Jahren war neben der Ultraschall-Doppler-Methode, durch die sich die Durchblutung von Organen plastisch abbilden lässt, vor allem der Übergang zur dreidimensionalen Darstellung. Damit haben sich die Anwendungsmöglichkeiten für die Sonographie deutlich ausgeweitet.

Weltweiter Umsatz mit Ultraschallgeräten (Mrd. \$)



Quelle: Biotechnology Associates

Die einfache Anwendbarkeit des Ultraschalls, die weitgehende Nebenwirkungsfreiheit und auch das Preisniveau – zumindest für die einfachen Geräte – hat zur weiten Verbreitung der Sonographie als Diagnoseinstrument beigetragen. Der weltweite Ultraschallmarkt dürfte 2008 ein Volumen von rund 5,5 Mrd. \$ erreichen. Neue Softwarelösungen der MeVis sind 2008 beim 3D-Ultraschall für die Diagnose von Brustkrebs geplant. Bereits Ende 2009 könnten Produkte für die Kardiologie, 41% der weltweiten Sonographie-Untersuchungen entfielen im letzten Jahr auf das Herz, die Marktreife erlangt haben.

Röntgen basierte Verfahren

Die Röntgentechnik ist das älteste bildgebende Verfahren und kam bereits Anfang des letzten Jahrhunderts zur Anwendung. Die zu untersuchende Körperregion wird von der Röntgenstrahlung durchdrungen, die sich hierbei unterschiedlich abschwächt. Anschließend wird die Intensität der geschwächten Röntgenstrahlen von Detektoren, wie z.B. Film oder digitaler Sensor aufgenommen. Man erhält ein Projektionsbild, in dem verschiedene Körperschichten überlagert dargestellt sind. Spezielle Varianten der Röntgentechnik finden sich in der Mammographie – dem bisher wichtigsten Markt für MeVis – sowie der digitalen Radiographie. Durch den Einsatz digitaler Röntgengeräte kann insbesondere die Strahlenbelastung merklich reduziert werden.

Auch bei der herkömmlichen Röntgendiagnostik ist die Unterscheidung von gesundem und krankem Weichteilgewebe für den Mediziner schwierig. Die Software von MeVis erleichtert das Erkennen von Gewebeanomalien. An die spezifischen Gewebestrukturen eines bestimmten Organs angepassten Algorithmen lassen Abweichungen deutlicher sichtbar werden und ermöglichen dadurch eine erheblich verbesserte Diagnose.

Computertomografie (CT)

Die Computertomografie (CT) ist ein 1976 eingeführtes bildgebendes Verfahren, das unter Verwendung von Röntgenstrahlung eine überlagerungsfreie Darstellung von einzelnen Körperschichten erlaubt. Das Funktionsprinzip eines CT-Gerätes basiert auf einer um den Patienten rotierenden Röntgenröhre, deren abgegebene Strahlung von dem Körper des Patienten absorbiert wird. Der Compu-

MeVis-Software erleichtert Erkennen von Gewebeanomalien

CT ermöglicht 3D Organrekonstruktionen

ter rechnet die gemessenen Signale unter Verwendung von entsprechenden Algorithmen in Schichtbilder um. Die benachbarten Schichtbilder dienen dann als Grundlage für eine 3D Objektrekonstruktion.

Der heutige Goldstandard sind sogenannte Mehrschicht CTs. Diese Geräte erlauben die gleichzeitige Aufnahme von 64 Schichten und eine hohe Rotationsgeschwindigkeit die dafür sorgt, dass die Untersuchung schnell durchgeführt werden kann. Die neuen Systeme bieten eine sehr hohe Auflösung und sehr klare Darstellung der untersuchten Organe. Die Bedeutung der CT vor allem in Industrieländern kommt auch in der steigenden Anzahl der Geräte zum Ausdruck, die in den verschiedenen Ländern im Einsatz sind. Der weltweite Umsatz mit Computertomografie-Systemen dürfte 2008 über 4 Mrd. \$ betragen. Insbesondere in der Neurologie (Schlaganfalldiagnose) und bei der Krebserkennung mittels CT sehen wir beachtliche Möglichkeiten für die MeVis neue Produkte zur Diagnoseunterstützung einzuführen.

MRT erzielt beste Ergebnisse bei Darstellung innerer Organe

Magnetresonanztomografie (MRT)

Die Magnetresonanztomografie (MRT) oder auch Kernspintomografie ist ein bildgebendes Verfahren zur Darstellung der inneren Organe und Gewebe. Im Gegensatz zu röntgenologischen Untersuchungen arbeitet die MRT nicht mit Röntgenstrahlen, sondern mit Magnetwellen und Radiowellen. MRT erzielt bei der Darstellung innerer Organe und Gewebe sicherlich die besten Ergebnisse. Die Systeme sind allerdings deutlich teurer als CTs und finden daher überwiegend in den Schwellenländern nur einen geringen Verbreitungsgrad. Die Bedeutung von MRT für die Krebsdiagnose dürfte dennoch aufgrund der hohen Bildqualität künftig weiter zunehmen.

MRT-Markt im Visier von MeVis

Ein Teil der MeVis Strategie ist die multimodale Anwendbarkeit ihrer Software. D.h. die Softwarelösungen für die Diagnoseunterstützung eines bestimmten Krankheitsbildes sollen für möglichst viele im Idealfall sogar alle bildgebenden Verfahren anwendbar sein. Daher dürfte die MeVis ihre Forschungsaufwendungen zur Produktentwicklung im lukrativen MRT-Markt unseres Erachtens noch intensivieren.

Positronen-Emissions-Tomographie (PET)

Die Positronen-Emissions-Tomographie (PET) ist ein radiologisches Schnittbildverfahren, mit dem Krankheiten von Organen oder Geweben diagnostiziert werden können. Beim PET-Verfahren kommen Positronenstrahler zum Einsatz. Der Patient muss vor der Untersuchung Radiopharmaka zu sich nehmen. Diese reichern sich im Tumorgewebe besonders stark an. Die Aktivitätsverteilung der Radiopharmaka wird computertomografisch aufgezeichnet und daraus ein Schnittbild errechnet. PET eignet sich besonders gut zur Darstellung von Stoffwechselfvorgängen. Das ist deshalb von besonderem Interesse weil Tumore einen erhöhten Zuckerverbrauch aufweisen. Über PET können so Tumore im ganzen Körper nachgewiesen werden. Allerdings hat PET eine begrenzte Auflösung. Dadurch ist es schwierig, kleinste Metastasen im ganzen Körper zu lokalisieren. Während PET-Anwendungen von europäischen Krankenkassen zumeist noch nicht erstattet werden, haben PET-Systeme in den USA aufgrund der Erfolge bei der Alzheimer-Diagnose innerhalb der letzten fünf Jahre einen regelrechten Boom erlebt. Allerdings mussten aufgrund von Einsparbemühungen bei den staatlichen Gesundheitsausgaben (DRA) in 2007 erstmals stagnierende Umsätze (PET USA: 2007: 1,1 Mrd. \$; 2006: 1,2 Mrd. \$) hingenommen werden.

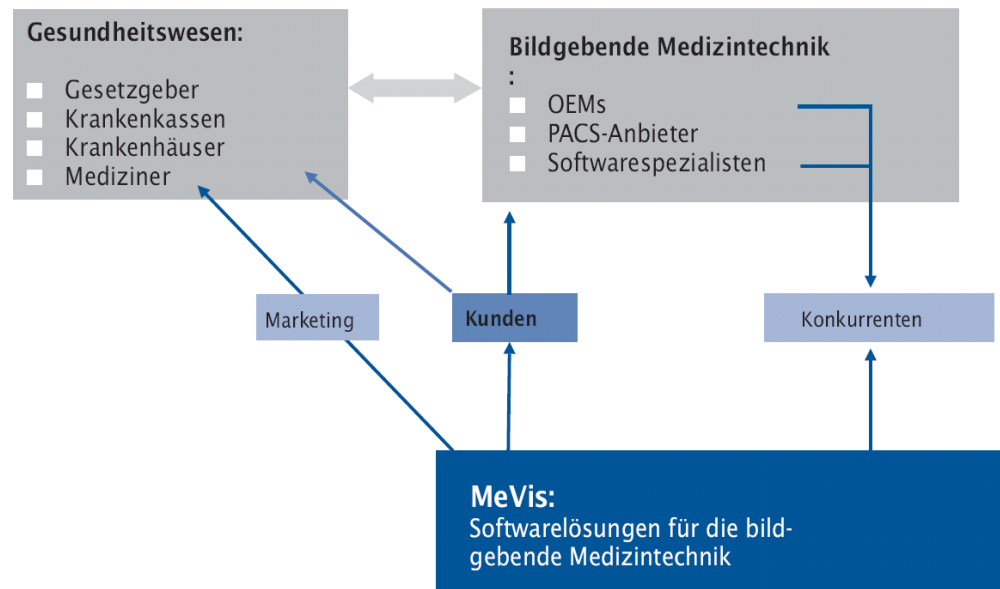
Ehemalige Konkurrenten (OEMs) als Kunden gewonnen**Hybridgeräte**

Um die jeweiligen Stärken von PET und CT zu kombinieren wurden Hybridgeräte entwickelt, die beide Technologien integrieren. Die Vorteile des einen Systems gleichen dabei jeweils die Nachteile des anderen aus. Vor dem Hintergrund der Nachteile die Einzelgeräte haben, wird den Hybridsystemen in den kommenden Jahren ein deutliches Wachstum zugestanden. Der mit Abstand wichtigste Markt dürfte zunächst die USA bleiben, mit einem erwarteten Volumen von über 1,2 Mrd. \$ im laufenden Jahr. Mittlerweile sind auch kombinierte PET/MRT-Geräte verfügbar. Diese Geräte befinden sich allerdings noch in einer sehr frühen Marktphase. Zum anderen fallen PET/MRT-Systeme in das Hochpreis-Segment der bildgebenden Diagnostik. Vor dem Hintergrund der weltweit bestehenden Einsparbemühungen in den Gesundheitssystemen halten wir es für eher unwahrscheinlich, dass PET/MRT-Hybridsysteme einen breiten Markt finden werden. Weitere Verfahren, die noch am Anfang ihrer Entwicklung stehen sind die Molekulare Diagnostik und die digitale Tomosynthese. Die MeVis arbeitet mit führenden Medizintechnikherstellern an der Entwicklung von Software zur Diagnoseunterstützung für diese Applikationen. Wir rechnen mit Softwarelösungen der MeVis für diese Anwendungen jedoch frühestens Mitte 2009.

Softwaremarkt für medizinische Bildgebung

Die MeVis hat sich auf einem Nischenmarkt im Bereich Diagnose unterstützende Software-Lösungen für digitale bildgebende Systeme, etabliert. Valide Daten des für die MeVis relevanten Marktes für Softwarelösungen sind unseres Erachtens kaum zu finden. Ein Großteil der Applikationen wird von den großen Medizintechnikunternehmen In-house erstellt und nicht gesondert ausgewiesen. Die MeVis hat den Zugang zu den Medizintechnikunternehmen zunächst über Kooperationen mit Marktführern wie Siemens (Gemeinschaftsunternehmen MeVis Breastcare) oder Invivo-Philips gefunden. Das MeVis die potentiellen Konkurrenten Siemens und Invivo als Kunden gewinnen konnte ist u.E. darauf zurückzuführen, dass MeVis Applikationen anbietet, die die OEMs nicht entwickeln konnten. Wir sehen die Softwarelösungen von MeVis vor allem als "Enabling Technologie". D.h. sie konkurrieren weniger mit einem bereits bestehenden gleichwertigen Produkt, sondern bieten ganz neue Möglichkeiten der Diagnose an, die mit den bisherigen am Markt existierenden Lösungen nicht erreichbar waren. Die OEMs integrieren die Applikationen der MeVis in ihre digitalen bildgebenden Systeme und vertreiben die Lösungen unter ihrem Label. Da die großen Medizintechnikunternehmen ihre Softwarelösungen im allgemeinen nicht untereinander lizenzieren erwarten wir von der Seite keinen Konkurrenzdruck für die MeVis.

MeVis Kundenbeziehungen



Quelle: MeVis AG, LBBW

GE bleibt als Kunde zunächst außen vor

Ziel der Bremer ist es, weitere OEMs davon zu überzeugen, ihre technologisch führende Software als "Enabling-Produkt" zu lizenzieren. Wir haben sehr konservative Annahmen bezüglich der Gewinnung weiterer Kunden getroffen. Insbesondere den Marktführer GE zu überzeugen, der stark darauf bedacht ist eigene exklusiv entwickelte Produkte zu verwenden, Applikationen von der MeVis zu lizenzieren, halten wir zunächst für unwahrscheinlich. Am ehesten können wir uns weitere Partnerschaften mit japanischen Medizintechnikunternehmen vorstellen.

Zuwächse mit etablierten OEM-Kunden

Wir sehen weitere Umsatzzuwächse vor allem durch den Ausbau der Partnerschaft mit den bestehenden OEMs. Hier liegen noch riesige Potenziale, da die MeVis bisher erst Produkte für die Diagnose von Brustkrebs und der Leberchirurgie auf dem Markt hat. MeVis steht vor der Produkteinführung für zahlreiche weitere Krankheitsbilder (Prostata-, Lungenkrebs, etc.). Durch den Ausbau des Produktportfolios dürfte mittelfristig auch das Interesse von PACS-Anbietern für eine Kooperation gewonnen werden. Die Hersteller von Bildarchivierungssystemen (PACS) haben ihrer Kernkompetenz im Hardware-Bereich und können bei innovativen Softwarelösungen in der Diagnostik zumeist nicht mit den OEMs konkurrieren.

Marktteilnehmer: Wettbewerber und Kunden von MeVis

OEM (In-house Entwicklung)	Software spezialisten	PACS-Anbieter
General Electric	Barco (Voxar)	Agfa
Siemens	Brainlab	Amicus
Philips	CADScience	Carestream (Kodak)
Hologic	Confirma	Eclipsys
Toshiba	iCAD	Fuji
Hitachi	ImageDiagnost	McKesson
Instrumentarium	Medipattern	Sectra
Varian	Merge (Cedara)	
Planmed	TeraRecon	
Giotto	Viatronix	
	Vital Images	

Quelle: MeVis, LBBW

Hohe Eintrittsbarrieren in MeVis Spezialgebiet

Zwar existieren zahlreiche Softwarespezialisten im Bereich diagnostische Medizintechnik. Allerdings sind die meisten keine direkten Wettbewerber der MeVis, da deren Schwerpunkte überwiegend in anderen Themengebieten wie z.B. Workflow-Optimierung liegen. Im Bereich Brustkrebs sehen wir am ehesten Confirma als direkten Konkurrenten, sehen aber bei den Produkten von MeVis Alleinstellungsmerkmale, die der Wettbewerber unseres Erachtens nicht bieten kann.

Wir glauben, dass die Eintrittsbarrieren in dem Geschäftsfeld Software für die Diagnoseunterstützung von onkologischen Krankheitsbildern sehr hoch sind:

- Die Entwicklung der entsprechenden Algorithmen für die Erfassung der verschiedenen Gefäßstrukturen benötigt jahrelange, intensive Forschungsarbeit.
- Die patentierte Entwicklungsplattform MeVisAP ermöglicht die Ausnutzung von erheblichen Skaleneffekten.
- Eine langjährige Zusammenarbeit mit den führenden Mediziner und Krankenhäusern ist erforderlich.
- Ohne eine leistungsfähige Softwareplattform auf der bereits die wichtigsten immer wieder benötigten Algorithmen vorhanden sind, erscheint uns eine schnelle Entwicklung innovativer Lösungen für neue bildgebende Systeme (z.B. Hybrid-Geräte) kaum möglich.

Die MeVis verzichtet bisher bewusst auf ein eigenes umfangreiches Marketing. Die Vermarktung der Produkte erfolgt über Partnerschaften mit OEMs und durch die Meinungsführer in den Kliniken.

Das Unternehmen in Zahlen

Historische Entwicklung

Segmente	Produkte	Produktpipeline
MeVis Breastcare (JV mit Siemens)	BreastCare Workstation	
Sonstige Befundung	Breast MRT u. Biopsie PACS Workstation Präoperative Planung Leber-Operation	Alle neuen Produkte werden im Segment Sonstige Befundung entwickelt

Quelle: LBBW

Vervierfachung des Umsatzes von 2004 bis 2006

Hohe Zuwachsraten bei Umsatz und Ergebnis bis 2006

Die Beurteilung der Entwicklung von Umsätzen und Erträgen von 2004 bis 2006 fällt durchweg positiv aus. Der Umsatz lag 2006 mit 8,3 Mio. € um mehr als das Doppelte über dem Vorjahresniveau, wobei auch 2005 schon eine Zuwachsrate von 125% erzielt werden konnte. Die Margenentwicklung spiegelt die hohe Skalierbarkeit der Software wider, insbesondere da die Lizenzerlöse fast 90% des Konzernumsatzes ausmachen. Zusätzliche Umsätze mit einer neu verkauften Lizenz erfordern in einem deutlich geringeren Ausmaß zusätzliche Kosten, so dass die Auswirkungen in der GuV entsprechend positiv ausfallen. Dementsprechend stieg etwa die EBIT-Marge von 13% in 2004 auf knapp 57% in 2006. Dass sich dieser Anstieg in 2005 im Nettoergebnis nicht 1:1 wiederfindet liegt an der Rechtsform der Gesellschaft. Gemäß IFRS zählt das Kommanditkapital einer Personengesellschaft nicht als Eigenkapital, so dass es im Jahresabschluss 2005 GuV-wirksam als Fremdkapital eingestuft wurde. Die entsprechende Umbuchung belastete die GuV mit 1,8 Mio. €. Rechnet man diesen Effekt heraus, so hätte die Nettomarge bei 27% gelegen. Die entsprechende Gegenbuchung in 2006 wurde hingegen direkt im Eigenkapitalkonto verbucht, hatte also keine Auswirkungen auf den ausgewiesenen Jahresüberschuss. Die hohe Nettomarge des Geschäftsjahres 2006 in Höhe von 35% ist somit operativ erwirtschaftet worden.

Rekord EBIT-Marge von 57% in 2006, Absturz in 2007

Konzern-GuV 2004 bis 2007 im Überblick (IAS)

in TEUR	2004	2005	2006	2007
Umsatzerlöse	1.752	3.953	8.342	7.892
<i>Δ ggü. Vj.</i>		125,6%	111,0%	-5,4%
EBITDA	369	1.659	4.994	939
<i>Marge</i>	21,1%	42,0%	59,9%	11,9%
EBIT	227	1.472	4.741	496
<i>Marge</i>	13,0%	37,2%	56,8%	6,3%
EBT	106	1.075	4.477	487
<i>Marge</i>	6,1%	27,2%	53,7%	6,2%
Jahresüberschuss	60	-846	2.935	132
<i>Marge</i>	3,4%	-21,4%	35,2%	1,7%

Quelle: MeVis, LBBW

Unverändert hohe Lizenzabsatzzahlen in H1 2007

Hohe Lizenzabsatzzahlen in H1 2007

Bereits in H1 2007 waren zwar Bremsspuren beim Umsatz (+15% gg. VJ) und eine rückläufige EBIT-Marge ersichtlich. Dies war jedoch nicht auf eine nachlassende Absatzdynamik bei den Lizenzverkäufen zurückzuführen. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum stieg die Anzahl der konzernweit verkauften Lizenzen um 47%. Im Umsatz spiegeln sich diese Wachstumsraten allerdings nicht in gleichem Maße wider. MeVis reduzierte die Lizenzpreise differenziert nach Produkt und Region im ersten Halbjahr um bis zu 30%. Diese Maßnahme sehen wir zum einen als eine Gegenreaktion auf die aus dem amerikanischen Deficit Reduction Act resultierende Bremswirkung bei dem Neugeräteabsatz und zum anderen als einen Anreiz im Einklang mit den OEM's zur Einführung digitaler Mammographiegeräte in Ländern in denen man bisher noch nicht vertreten war. In diesem Zusammenhang hat das Management allerdings den außergewöhnlichen Charakter dieser Preissenkung betont und bekräftigte dass auf absehbare Zeit keine ähnlichen Aktionen zu erwarten seien.

H1 2007: Solide EBIT-Marge trotz Personalaufbaus

Die EBIT-Marge im Bereich Digitale Mammographie lag in H1 2007 trotz des Gegenwinds durch die schwache US-Währung immer noch bei beachtlichen 56%. Allerdings machte sich der starke Personalaufbau im Zuge der verstärkten Entwicklung neuer Produkte im Segment Sonstige Befundung negativ bemerkbar und lastete auf der Konzern-Rendite, die aber mit 41% (H1 2006: 56%) selbst für ein Softwareunternehmen immer noch sehr hoch ausfiel. Diese Entwicklung – starker Personalaufbau mit dem Ziel einer schnelleren Einführung neuer Produkte auch auf Kosten der EBIT-Marge - war von MeVis jedoch so geplant und ist an die Investoren kommuniziert worden.

Ergebniseinbruch in H2 2007 durch Einmaleffekte

Umsatz- und Ergebniseinbruch in H2 2007

Der Ergebniseinbruch in H2 2007 ging jedoch überwiegend auf nicht "geplante Belastungsfaktoren" zurück:

- Die Abrechnungsmodalitäten eines wichtigen Kunden (Philips-Invivo) änderten sich, was eine einmalige Verschiebung von Lizenzzahlungen (ca. 1 Mio. €) von Q4 2007 in das Geschäftsjahr 2008 zur Folge hatte.
- Über 80% der Umsätze werden in den USA erzielt. Daher litt das Unternehmen erheblich unter der schwachen US-Währung.
- Die oben beschriebene einmalige Preissenkung wirkte sich zwar positiv auf die Anzahl der verkauften Lizenzen aus, aber nicht in dem Ausmaß wie von uns prognostiziert.

Hinzu kamen die im Zuge des IPO und Personalaufbaus erwarteten Belastungsfaktoren:

- Hohe Kosten des im Vergleich zu H1 nochmals beschleunigten Personalaufbaus für die Entwicklung neuer Produkte lasteten auf dem Konzern-EBIT
- Die IPO-Aufwendungen wirkten sich negativ auf das operative Ergebnis aus.

Starkes Auftaktquartal 2008**Hoher Aufwand für Produktentwicklung****Q1 08: EBIT über Erwarten****Siemens JV als Wachstums- und Profittreiber****Kerngeschäft unverändert hochprofitabel****Rückkehr auf den Wachstumspfad in Q1 2008**

Nach dem Umsatz- und Ergebniseinbruch in H2 2007 konnte MeVis im Auftaktquartal des Geschäftsjahres 2008 wieder ansehnliche Erlöszuwächse erzielen. Der Umsatz stieg um 35% gg. VJ auf 2,4 Mio. € trotz deutlichem Gegenwind aufgrund der schwachen US-Währung. Der Anzahl der abgesetzten Lizenzen erhöhte sich im größten Geschäftsfeld Digitale Mammographie (75% Anteil am Konzernumsatz) sogar um 58%. Aber auch im kleineren Geschäftsfeld Sonstige Befundung (überwiegend BreastMRT und Biopsie) stiegen die Absatzzahlen um 25%.

Zwar wurde gemäß IAS erstmals eine Aktivierung von 47% der Entwicklungskosten für Produkte die noch keinen Umsatzbeitrag leisten vorgenommen. Allerdings lasteten die übrigen 53% an F&E-Kosten (überwiegend Personalkosten; Mitarbeiterzuwachs 100% gg. VJ), denen ja noch keinerlei Erlöse gegenüberstehen sowie Kosten für die Personalakquisition auf dem operativen Ergebnis.

Dennoch erzielte MeVis ein EBIT (0,31 Mio. €; VJ: 0,65 Mio. €) über unseren Erwartungen. Der Konzerngewinn profitierte von den hohen Zinseinnahmen sowie einer normalisierten Steuerquote und legte daher deutlich gg. VJ zu (auf 0,39 Mio. €; VJ: 0,21 Mio. €).

Umsatz nach Segmenten**Siemens JV als wesentlicher Wachstumstreiber**

Bei genauerer Analyse der historischen Daten wird ersichtlich, dass das Siemens Joint Venture (MeVis BreastCare) mit der Software zur digitalen Mammographie der wesentliche Treiber der Umsatz- und Ertragsentwicklung ist. 2007 machte der quotale berücksichtigte Umsatz von MeVis BreastCare 70% des gesamten Konzernumsatzes aus. Aufgrund umfangreicher Investitionen für neue Produkte, die allesamt im zweiten Segment Sonstige Befundung stattfinden, entfiel alleine auf die Digitale Mammographie ein hoher positiver EBIT-Beitrag.

Umsatz nach Segmenten

in TEUR	2004	2005	2006	2007
Digitale Mammographie				
Umsatz	1.356	2.391	6.055	5.556
EBIT	89	763	3.713	2.778
EBIT-Marge	7%	32%	61%	50%
Sonstige Befundung				
Umsatz	387	1.562	2.287	2.336
EBIT	-25	539	857	-354
EBIT-Marge	-6%	35%	37%	-15%
Konsolidierung				
Umsatz	0	0	0	0
EBIT	161	170	171	-1.928
Konzern				
Umsatz	1.743	3.953	8.342	7.892
EBIT	225	1.472	4.741	496
EBIT-Marge	13%	37%	57%	6%

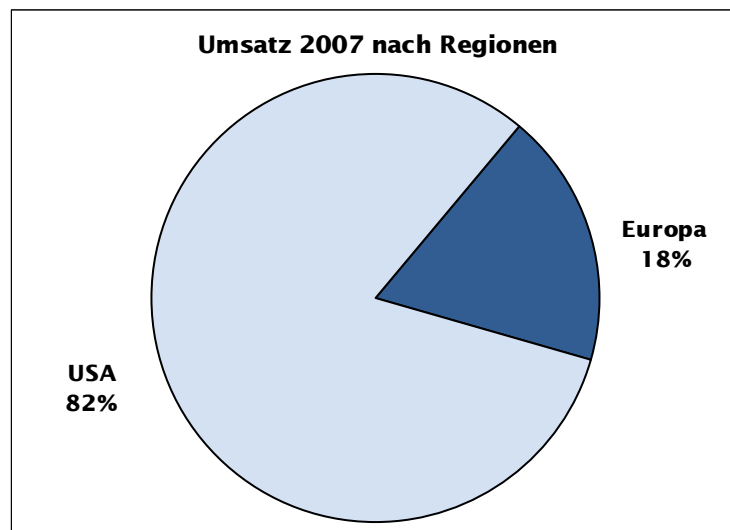
Quelle: MeVis, Schätzungen Segment-EBIT 2007 LBBW

Auch in 2007 50% Marge in der Digitalen Mammographie

Trotz des Umsatzrückgangs im Kerngeschäftsfeld Digitale Mammographie aufgrund einmaliger Preisnachlässe und der schwächeren US-Währung wurde in diesem Segment in 2007 noch eine beachtliche Rendite iHv. ca. 50% erzielt. Der Gewinnrückgang ist daher überwiegend auf die Bereiche „Sonstige Befundung (Personalaufbau für neue Produkte) sowie den IPO-Kosten (Konsolidierung) zurückzuführen.

Hologic wichtigster Kunde

Der größte Abnehmer der Software zur Befundung in digitalen Mammographieverfahren (BreastCare) ist die US-amerikanische Hologic, die mit einem Umsatzanteil von deutlich über 50% auch auf Konzernebene der mit Abstand wichtigste Kunde ist. Auf Platz 2 und 3 folgen Siemens und Invivo (Philips). Da die geographische Zuordnung des Umsatzes bei MeVis nach Sitz des Kunden erfolgt, sind die USA das bedeutendste Absatzgebiet.

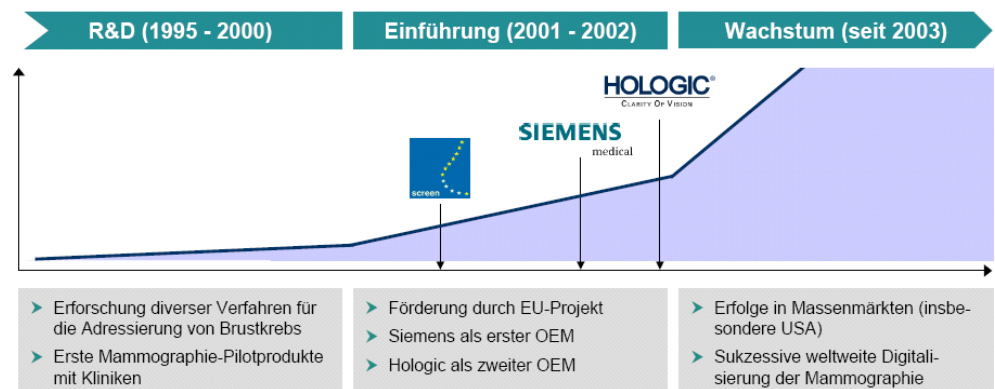


Quelle: MeVis AG, LBBW

Mammographie als Blaupause für Produktexpansion

Das Segment digitale Mammographie dient unseres Erachtens auch als Blaupause für die Einführung neuer Produkte. Nach der Erforschung verschiedener Technologien bzw. der notwendigen Software zur Diagnose von Brustkrebs und ersten Pilotprojekten in den Jahren 1995 bis 2000 erfolgte in den beiden Jahren danach die Einführung der Softwareapplikation BreastCare mit dem Partner Siemens als erstem und Hologic als zweitem Kunden. Vor allem über Hologic konnte der Erfolg im Massenmarkt erzielt werden.

Produktstrategie am Beispiel der digitalen Mammographie



Quelle: MeVis AG

Lizenzpreis variiert zwischen 5 und 25 Tsd. €

Die MeVis Breast Care GmbH konnte daraufhin von Quartal zu Quartal steigende Lizenzverkäufe erzielen, wobei der durchschnittliche Umsatz je Lizenz bis 2006 relativ stabil blieb. Laut Unternehmensangaben variiert der Lizenzpreis zwischen 5 und 25 Tsd. €, was auf die unterschiedliche individuelle Gestaltung der Lizenzen (Voll- oder Teillizenz) zurückzuführen ist. Auf die Sondereffekte (Einmaliger Preisnachlass für Großkunden, schwache US-Währung), die zu einem deutlichen Rückgang der Umsätze je Lizenz in 2007 (-44%) führten sind wir bereits oben ausführlicher eingegangen.

Preisnachlass und USD belasteten Umsatz je Lizenz

BreastCare Workstation* (Tsd. €)	2004	2005	Δ VJ	2006	Δ VJ	2007	Δ VJ
Verkaufte Lizenzen (Stck.)	183	300	64%	937	212%	1.503	60%
Lizenzumsatz*	2.328	4.404	89%	10.892	147%	9.808	-10%
Umsatz je Lizenz	12,7	14,7	15%	11,6	-21%	6,5	-44%
Installierte Basis	307	607	98%	1.544	154%	3.047	97%
Wartungsumsatz*	114	213	87%	725	241%	959	32%
Wartungsu./inst. Lizenz (€)	462	454	-2%	411	-9%	347	-16%
Sonstige	216	72	-67%	255	254%	131	-48%
Umsatz Breastcare	2.658	4.689	76%	11.873	153%	10.898	-8%
Anteil MeVis (51%)	1.356	2.391	76%	6.055	153%	5.558	-8%

* Umsätze gehen quotal in MeVis-Zahlen ein

** Wartungsumsatz/installierte Lizenz: Rollierender Durchschnitt der letzten 4 Quartale

Quelle: MeVis, ab 2007 Schätzungen LBBW

Wartungserlöse gewinnen an Bedeutung

Mit steigender installierter Basis gewann der aus Wartungsdienstleistungen generierte Umsatz zunehmend an Bedeutung. Aus dem uns vorliegenden Datenmaterial lässt sich ein durchschnittlicher Umsatz von gut 350 € je installierter Lizenz p.a. errechnen, was in der Summe mittlerweile einem Umsatzbeitrag von ca. 300Tsd. € pro Quartal entspricht.

Dynamische Entwicklung im Bereich Breast MRT

Eine ähnlich dynamische Entwicklung konnte auch das seit 2004 mit Invivo als Partner vertriebene Produkt Breast MRT, auf das ein Großteil der Umsätze im zweiten Segment der MeVis (Sonstige Befundung) entfällt, verzeichnen. Allerdings liegen hier die Volumina im Vergleich zu dem Hauptprodukt Breastcare Workstation noch auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Zudem trat in diesem Bereich in Q4 die oben genannte Problematik (Änderung der Abrechnungsmodalitäten) auf, was eine Verschiebung von Umsätzen ins nächste Geschäftsjahr zur Folge hatte.

Moderate Annahmen für Erlöswachstum getroffen

Umsatzplanung

Prämissen

Die Prognose der zukünftigen Umsatzentwicklung ist wesentlich durch unternehmensspezifische Faktoren geprägt. Unserer Detailplanungsprognose (bis 2010) liegen folgende Prämissen zugrunde:

- ⇒ Abflachung des Aufwärtstrends bei BreastCare bei leicht rückläufigen Erlösen je Lizenz, konservative Annahme bzgl. Nachfrageschub aus Europa
- ⇒ CAGR 10-15% bei BreastMRT
- ⇒ Markteinführung von DynaCAD Neuro MRT in Q4 2008
- ⇒ Markteinführung von DynaCAD Prostata MRT in Q1 2009
- ⇒ Markteinführung von 3D Brust Ultraschall in H1 2009
- ⇒ Markteinführung von Brust Tomosynthese in H1 2009
- ⇒ Akquirierte Visia CT Lunge erzielt bereits erste Umsätze
- ⇒ Schnellere Einführung der eigenen CT Lungen-Produkte und Verschmelzung mit Visia CT Lunge Mitte 2009
- ⇒ Die Gewinnung neuer OEM's als Kunden haben wir nicht berücksichtigt
- ⇒ Grundlage unserer Schätzungen ist ein US-Dollar/Euro Wechselkurs von 1,54.

Bestehende Produkte	Erlösperspektiven	Bestehende OEM-Partner	mögliche neue OEM-Partner
Breastcare Workstation (JV)	Potenzial in Europa	Hologic, Siemens	nicht möglich*
Breast MRT und Biopsie	CAGR 10-15%	Ph.-Invivo, Siemens	Hitachi, Toshiba, (GE)
Sonstige (Präop. Plan.,etc.)	Deutliche Zuwächse	100 Krankenhäuser	weitere Krankenhäuser

*Exklusivverträge mit JV-Partner Siemens u. Hologic

Quelle: LBBW

Erlösschub aus Europa für BreastCare Workstation möglich

BreastCare Workstation

Die digitale Mammographie ist unseres Erachtens noch lange nicht am Ende ihres Wachstumspfadens angelangt. Dafür sprechen einerseits der noch geringe Anteil dieser Technologie an der Gesamtzahl der installierten Geräte und andererseits das zunehmende Problembewusstsein hinsichtlich der Vorteile einer Früherkennung von Brustkrebs in Ländern, die bisher noch deutlich niedrigere Screening-Zahlen aufweisen als z.B. die USA. MeVis wird von diesem Trend dank der Partnerschaften mit dem auf diesem Gebiet führenden Unternehmen auch weiterhin profitieren können. Die bisherige Dynamik - in Q1 2008 stieg die Anzahl der installierten BreastCare Workstations um 58% gg. VJ - dürfte sich allerdings nicht halten lassen. Wir rechnen mit der Steigerung der verkauften Lizenzen En-

de 2008 um knapp 38% auf über 2.000. Insbesondere angesichts der hohen Basis in H2 2007 sollte die Dynamik in der zweiten Hälfte des laufenden Geschäftsjahres bereits nachlassen. Für die beiden Folgejahre erwarten wir aufgrund eines dann bereits deutlich erhöhten Anteils digitaler Mammographiegeräte in den USA erheblich geringere Zuwachsraten von 14% (2009) bzw. 10% (2010). Allerdings haben wir sehr konservative Annahmen bezüglich der Nachfrage in Europa – in vielen Ländern liegt der Anteil der digitalen Mammographiegeräte unter 25% – getroffen. Der durchschnittliche Umsatz je Lizenz dürfte unseres Erachtens tendenziell weiter leicht sinken, so dass der gesamte Lizenzumsatz etwas weniger stark zulegen sollte als die Anzahl der verkauften Lizenzen:

Absatzzahlen verlieren an Schwung aber Stabilisierung des Umsatz je Lizenz

BreastCare Workstation* (Tsd. €)	2007	Δ VJ	2008e	Δ VJ	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ
Verkaufte Lizenzen (Stck.)	1.503	60%	2.067	38%	2.357	14%	2.592	10%
Lizenzumsatz*	9.808	-10%	11.222	14%	12.255	9%	13.221	8%
Umsatz je Lizenz	6,5	-44%	5,4	-17%	5,2	-4%	5,1	-2%
Installierte Basis	3.047	97%	5.114	68%	7.471	46%	10.063	35%
Wartungsumsatz*	959	32%	1.301	36%	1.982	52%	2.648	34%
Wartungsu./inst. Lizenz (€)	347	-16%	325	-6%	315	-3%	302	-4%
Sonstige	131	-48%	160	22%	185	16%	196	6%
Umsatz Breastcare	10.898	-8%	12.683	16%	14.422	14%	16.065	11%
Anteil MeVis (51%)	5.558	-8%	6.469	16%	7.355	14%	8.193	11%

* Umsätze gehen quotal in MeVis-Zahlen ein

** Wartungsumsatz/installierte Lizenz: Rollierender Durchschnitt der letzten 4 Quartale
Quelle: MeVis, ab 2007 Schätzungen LBBW

Wartungserlöse nehmen immer wichtigere Stellung ein

Die Wartungserlöse sollten dank eines 68%-igen Anstiegs der Anzahl der installierten Systeme um beachtliche 36% zulegen. Auch die Lizenzumsätze dürften sich trotz einer gg. 2007 immer noch merklich schwächeren US-Währung um 14% erhöhen. 2008 entfällt zudem der Effekt der Preisreduzierung. Bei dem mit Abstand wichtigsten Segment, dem JV mit Siemens rechnen wir somit per Saldo für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatzanstieg von über 16%. 2009 halten wir einen Umsatzsteigerung um 14% für realistisch, 2010 von 11%. Positiv wirken sich vor allem steigende Wartungserlöse sowie gemäß unserer Annahmen ein stabiler US-Dollar aus.

Breast MRT und Biopsie

Die Verkäufe der Softwarelösung zur Diagnose der weiblichen Brust via Magnetresonanzverfahren (Breast MRT), dem zweitwichtigsten Segment der MeVis AG, dürften ähnlich dynamisch verlaufen wie bei BreastCare aber auf absehbare Zeit nicht an dessen Volumen heranreichen können. Hintergrund dieser Annahme ist der fehlende Massenmarkt für diese Anwendung. Die Anwendung einer kostspieligeren MRT zur Brustkrebsdiagnose erfolgt nur bei Risikopatienten bzw. Frauen mit einem dichten Brustgewebe. Wir rechnen im laufenden Geschäftsjahr mit einem Anstieg der verkauften Softwarelizenzen um 61%. Die Hälfte des Zuwachses resultiert aber durch Umsatzverschiebungen von Q4 2007 – aufgrund geänderter Abrechnungsmodalitäten eines Kunden wurden in diesem Quartal fast keine Umsätze verbucht – ins Jahr 2008. Zudem sollten die Absatzzahlen 2008 von einem neuen, lizenzpflichtigen Release profitieren. In den beiden Folgejahren dürfte die Dynamik niedriger ausfallen (2009: +12%, 2010: +9%).

61% Zuwachs bei den Stückzahlen in 2008

Umsatzplanung Breast MRT und Biopsie

	2007	Δ VJ	2008e	Δ VJ	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ
Verkaufte Lizenzen	239	25%	385	61%	432	12%	470	9%
Umsatz je Lizenz (Tsd €)	8,4	-27%	6,3	-25%	6,1	-4%	5,9	-3%
Lizenzumsatz (Tsd €)	2.008	-8%	2.438	21%	2.633	8%	2.776	5%
Installierte Basis	567	78%	952	68%	1.384	45%	1.854	34%
Wartungsu./instal. Lizenz (€)	182	-9%	168	-8%	158	-6%	151	-4%
Wartungsumsatz (Tsd €)	91	74%	135	48%	164	21%	223	36%
Umsatz (Tsd €)	2.099	-6%	2.573	23%	2.797	9%	2.999	7%

Quelle: LBBW

US-Währung bremst auch in diesem Segment

Auch in diesem Bereich lastet die schwache US-Währung merklich auf dem Umsatz je Lizenz (2008e: -25%). Inklusive der Wartungserlöse ist per saldo mit einem Umsatzzuwachs iHv. 23% in 2008 zu rechnen. 2009 wird der Umsatz u.E. um 9% zulegen können und 2010 noch ein Plus von 7% erreichen.

Produktpipeline:

Produkteinführung	2008e		2009e				Bestehende OEM-Partner	mögliche neue OEM-Partner
	Q3e	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e		
Neuro MRT							Philips-Invivo	Siemens, Hitachi
Prostata MRT							Philips-Invivo	Hitachi, Toshiba, (GE)
3D-Brust Ultraschall							U-systems, N.N.	P.-Invivo, Siemens
Brust Tomosynthese							Hologic, Siemens	Hitachi, Toshiba, (GE)
Visia CT Lunge*							Toshiba, N.N.	P.-Invivo, Hitachi, (GE)
3D-CT Lunge**								

*akquiriert von Hologic

**wird mittelfristig vollständig in Visia CT Lung-Produktreihe integriert

Quelle: LBBW

Vielversprechende Produktpipeline

Die Prognose der Umsatzbeiträge der noch in der Pipeline befindlichen Produkte ist naturgemäß mit weitaus größeren Unsicherheiten verbunden. Uns liegen seitens des Managements zwar keine exakten Angaben aber erste Indikationen über den geplanten Zeitraum der Markteinführung vor.

2008 ist mit zwei Produkteinführungen zu rechnen

Das Management geht für 2008 von der Einführung mindestens 2 neuer Produkte aus, wobei das typische Absatzziel je Produkt bei 50 Lizenzen im ersten Jahr und bei 100 Lizenzen im zweiten Jahr liegt. Unsere Planung für 2008 basiert auf der Markteinführung von Visa CT Lung und Neuro MRT. Die Anwendungen Prostata MRT, 3D-Ultraschall Brust und Brust Tomosynthese dürften 2009 auf den Markt kommen, so dass dessen Auswirkungen - ebenso wie die mögliche Markteinführung weiterer Produkte - auf die Umsatz- und Ergebnisplanung unserer Detailplanungsperiode einen etwas geringeren Einfluss besitzen. Wir haben sowohl hinsichtlich des Zeitpunktes der Markteinführung als auch bei der Prognose der Umsätze (je Lizenz) einen konservativen Ansatz gewählt:

Neuro MRT: Nennenswerter Umsatzbeitrag ab 2009

Umsatzplanung Neuro MRT

	2008e	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ	2011e	Δ VJ
Verkaufte Lizenzen	15	58	285%	103	79%	164	59%
Umsatz je Lizenz (Tsd €)	18,0	15,5	-14%	12,8	-17%	10,5	-18%
Lizenzumsatz (Tsd €)	270	895	232%	1.323	48%	1.726	30%
Installierte Basis	15	73	385%	176	142%	340	93%
Wartungsu./instal. Lizenz (€)		200	n.m.	175	-13%	160	-9%
Wartungsumsatz (Tsd €)	0	5	n.m.	16	208%	33	105%
Umsatz (Tsd €)	270	900	233%	1.340	49%	1.759	31%

Quelle: LBBW

Größtes Potenzial für Visia CT Lunge

Umsatzplanung Visia CT Lunge

	2008e	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ	2011e	Δ VJ
Verkaufte Lizenzen	46	108	135%	190	76%	299	57%
Umsatz je Lizenz (Tsd €)	19,0	17,1	-10%	15,0	-12%	12,9	-14%
Lizenzumsatz (Tsd €)	874	1.849	112%	2.863	55%	3.866	35%
Installierte Basis	46	154	235%	344	123%	643	87%
Wartungsu./instal. Lizenz (€)		250	n.m.	230	-8%	216	-6%
Wartungsumsatz (Tsd €)	0	17	n.m.	44	161%	87	98%
Umsatz (Tsd €)	874	1.865	113%	2.907	56%	3.953	36%

Quelle: LBBW

Umsatz der 08 eingeführten Produkte in 09 fast 3 Mio. €

Wie aus den beiden obigen Tabellen ersichtlich, rechnen wir in 2008 (wohl erst in Q4) mit der Markteinführung der Softwarelösung Neuro MRT zur Analyse des menschlichen Gehirns. Erste Umsätze mit dem akquirierten Produkt Visia CT Lunge wurden in Q3 wohl bereits getätigt und sollten in Q4 bereits einen nennenswerten Erlöse beisteuern. Der Umsatzbeitrag der beiden Produkte dürfte sich im ersten Jahr der Einführung insgesamt jedoch in Grenzen halten aber schon 2009 in der Summe fast 3 Mio. € betragen. Die Einführung der Applikationen Prostata MRT, Brust Tomosynthese, 3D-Brust Ultraschall sowie eines weiteren 3D CT-Lungen-Produkts soll erst 2009 erfolgen.

Zusätzliches Potenzial durch Produkte für Herz u. Niere

Sonstige Faktoren

Neben den oben erwähnten, aus unserer Sicht wesentlichen Faktoren für die weitere Umsatzentwicklung haben wir die Ausweitung der Befundungsmöglichkeiten im Bereich Präoperative Planung (auf Gehirn, Bauchspeicheldrüse, Niere und Lunge), die PACS-Aktivitäten sowie die mögliche Einführung neuer CT-Anwendungen (z.B. für Herz oder Niere) zusammengefasst. Dabei ist die Zusammenfassung nicht gleichzusetzen mit mangelndem Marktvolumen. Insbesondere die Software zu Diagnose von Organen wie der Niere oder in der Kardiologie könnte nach einer Markteinführung in 2010 bereits im Folgejahr eine signifikante Größenordnung erreichen. Sollte es MeVis zudem gelingen einen weiteren großen OEM oder auch einen bedeutenden PACS-Anbieter als Kunden zu gewinnen, stellt unsere Umsatzprognose eine eher konservative Annahme dar.

Breastcare Volumengeschäft, Visia Wachstumstreiber

Umsatzplanung für die MeVis AG

(Mio. €)	2007	2008e	Δ VJ	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ	2011e	Δ VJ
BreastCare Workst.	5,6	6,5	16%	7,4	14%	8,2	11%	8,8	7%
Brust MRT und Biopsie	2,1	2,6	23%	2,8	9%	3,0	7%	3,2	6%
3D Brust Ultraschall				0,4	n.m.	0,6	59%	0,8	43%
Brust Tomosynthese				0,7	n.m.	1,2	61%	1,7	43%
Neuro MRT		0,3	n.m.	0,9	233%	1,3	49%	1,8	31%
Prostata MRT				0,8	n.m.	1,2	53%	1,5	26%
Visia CT Lunge		0,9	n.m.	1,9	113%	2,9	56%	4,0	36%
3D-CT Lunge				0,3	n.m.	0,8	147%	1,4	77%
Sonstige	0,2	0,3	11%	0,4	36%	0,5	27%	0,6	19%
Konzern	7,9	10,5	32%	15,5	48%	19,7	27%	23,6	20%

Quelle: LBBW

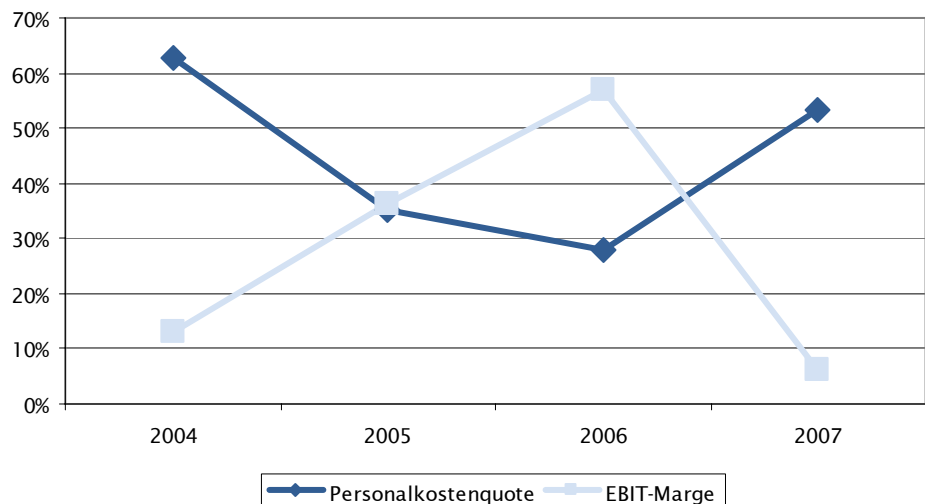
Kostenplanung

Mitarbeiter als der wichtigste Kostenfaktor

Wie bei Softwareunternehmen üblich, stellt der Personalaufwand einen wesentlichen Kostenfaktor in der Gewinn- und Verlustrechnung dar. Bei der MeVis AG ist dieser Faktor aufgrund der hohen Bedeutung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen besonders ausgeprägt und schwankt erheblich im Zusammenhang mit der FuE-Intensität. In den historischen Zahlen wirkte sich dies aufgrund der fehlenden Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen in vollem Ausmaß auf das Ergebnis aus.

Massiver Personalaufbau in 2007 lastete auf EBIT-Marge

Personalkosten und EBIT in % vom Umsatz



Quelle: MeVis AG, LBBW

Vor diesem Hintergrund fokussieren wir uns bei der Prognose der zukünftigen Kostenbelastung und somit des operativen Ergebnisses auf die Entwicklung der Mitarbeiterzahl und der damit zusammenhängenden Personalkostenbelastung. Per Ende Q1 2008 beschäftigte MeVis 139 Mitarbeiter (Inklusive 37 Tester, zu meist Studenten, die als Teilzeitkräfte nur ein Bruchteil eines regulären Mitarbeiters beziehen), 93% mehr als im Vorjahr, wobei ca. ein Drittel davon in der Quartal berücksichtigten MeVis BreastCare beschäftigt waren. Ausgehend von der Beschäftigtenzahl per Ende Q1 2008 rechnen wir mit 136 Vollzeitstellen (10 Tester entsprechen einer Vollzeitstelle) zum Ende des laufenden Geschäftsjahres. Nachdem die Entwicklungsvorhaben zur beschleunigten Einführung neuer Produkte durch die zuletzt eingestellten Mitarbeiter bereits weit vorangebracht wurden, ist 2009 und 2010 mit einem erheblich langsameren Personalaufbau zu rechnen. Dementsprechend erwarten wir auch nur noch einen moderateren Anstieg des Personalaufwandes. Wir unterstellen bei unserer Planung ein Lohnniveau von durchschnittlich gut 64.000 € je Mitarbeiter:

Personalaufbau dürfte bereits 09 deutlich abflachen

Entwicklung von Mitarbeiteranzahl und Personalkosten

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mitarbeitervollzeitstellen z.Jahrese	46	80	136	157	172
Jahresdurchschnitt	43	67	108	146	165
Personalkosten je Mitarbeiter (Tsd.)	54	63	64	64	64
Personalkosten (Tsd. €)	2.325	4.202	6.894	9.315	10.544
Δ Vorjahr	66%	81%	64%	35%	13%

Quelle: MeVis AG, LBBW

40 – 45% des Personalaufwands werden aktiviert

Aktivierung von Entwicklungskosten ab 2008

Seit Anfang 2008 wird der Personalaufwand jedoch nicht mehr in vollem Umfang in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Gemäß IAS 38 ist der Entwicklungsaufwand erstmals als immaterieller Vermögensgegenstand zu aktivieren und ab Markteinführung des entsprechenden Produktes gemäß dem Produktlebenszyklus (des jeweiligen Releases) über zwei Jahre abzuschreiben. Auf Grundlage der historischen Daten wird dies vor allem in 2008 einen spürbar positiven Effekt auf das Ergebnis haben. 2007 machten die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen den Großteil des gesamten Personalaufwandes aus. Per saldo kann von einer Aktivierung von 40% bis 45% des Personalaufwandes ausgegangen werden. Da die Einführung der Produkte von Visia CT Lunge und Neuro MRT erst im dritten bzw. vierten Quartal 2008 von uns erwartet wird, dürften die Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten in 2008 auf einem sehr niedrigen Niveau bleiben. Saldiert erwarten wir somit eine Verringerung der Aufwendungen durch die Aktivierung um knapp 1 Mio. € bis 2010. Ab 2011 wird sich dieser Effekt weiter reduzieren, da der Abschreibungszeitraum dann volle 12 Monate für alle 6 geplanten Produkteinführungen umfassen dürfte.

F&E-Aktivierung und AfA gleichen sich langfristig aus

Sonstige betr. Aufw. dürften mittelfristig stagnieren

Marge profitiert bei erhöhtem Umsatz von sinkenden Personal- und sonst. betr. Aufwandsquoten

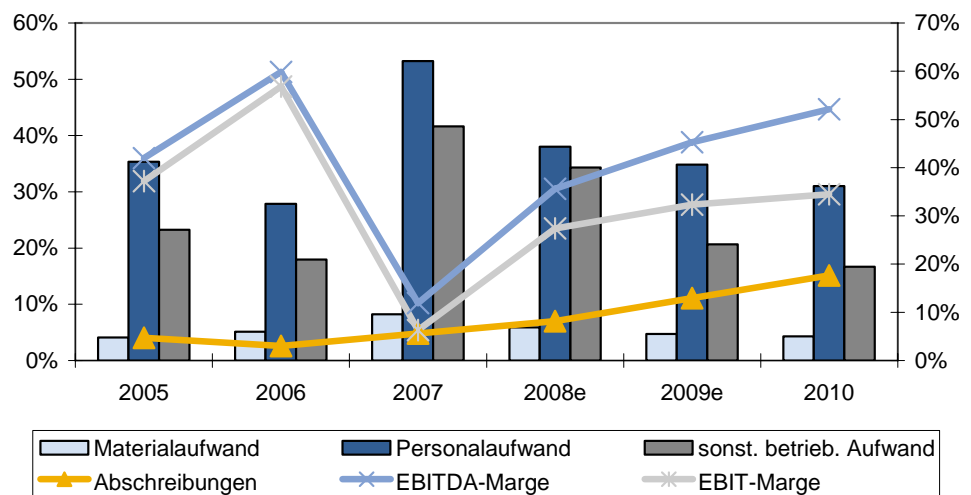
Effekte der Aktivierung von Entwicklungskosten auf die GuV

	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Personalkosten (Tsd. €)	2.325	4.202	6.894	9.315	10.544
Aktivierung (42%)	0	0	2.896	3.912	4.428
Personalaufwand GuV (Tsd. €)	2.325	4.202	3.999	5.402	6.115
AfA auf aktiv. Entwicklungsko. (Tsd. €)	0	0	380	1.520	2.785
Nettoeffekt (Tsd. €)	0	0	-2.516	-2.392	-1.643

Quelle: MeVis AG, LBBW

Per Saldo rechnen wir somit mit einer sinkenden Personalaufwandsquote, die allerdings durch die steigenden Abschreibungen auf die aktivierten Entwicklungskosten im Zeitablauf wieder kompensiert werden. Der Materialaufwand dürfte auch zukünftig geringer als die Erlöse steigen und in den nächsten Jahren weniger als 5% des Umsatzes ausmachen. Auch die stark gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden unseres Erachtens ihren Hochpunkt in 2008 markiert haben (Einmalige Kosten der Personalakquisition, Beratungsaufwand, etc.) und sollten künftig weitaus geringer zulegen als der Umsatz.

Aufwandsquoten und Margen



Quelle: MeVis AG, LBBW

Ergebnisprognose für die Detailplanungsperiode

Unter Einbeziehung unserer oben erläuterten Schätzungen hinsichtlich der Planung von Umsatz- und Personalaufwand rechnen wir bei einer Steuerquote von 29% mit folgender Entwicklung von Umsatz und Ergebnis:

Plan GuV der MeVis AG in der Übersicht

Mio. €	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	8,3	7,9	10,5	15,5	19,7
<i>Δ Vorjahr</i>	111%	-5%	33%	48%	27%
EBITDA	5,0	0,9	3,7	7,0	10,3
<i>Marge</i>	60%	12%	36%	45%	52%
EBIT	4,7	0,5	2,9	5,0	6,8
<i>Marge</i>	57%	6%	27%	32%	35%
EBT	4,5	0,5	4,0	6,0	7,9
<i>Marge</i>	54%	6%	38%	39%	40%
Konzerngewinn	2,9	0,1	2,8	4,3	5,6
<i>Marge</i>	35%	2%	26%	28%	28%

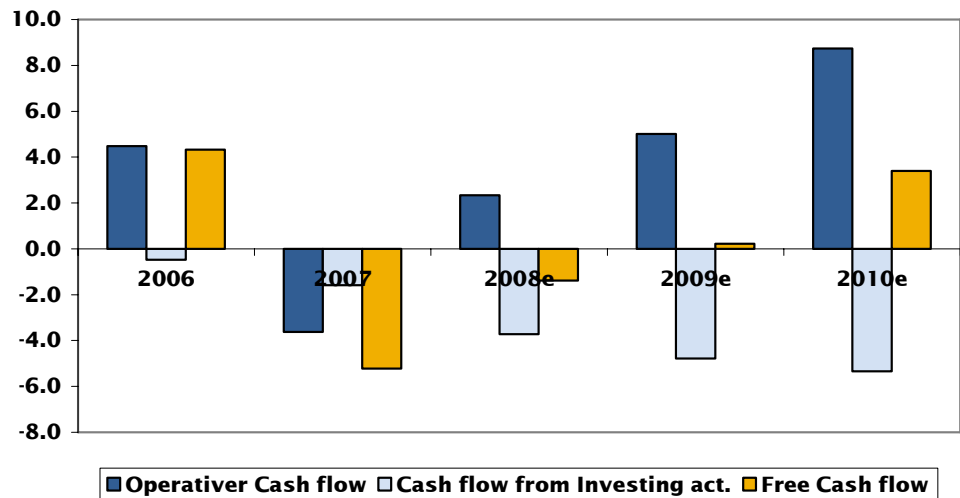
Quelle: MeVis AG, LBBW

Investitionen, Bilanz und Cash flow

Die Investitionstätigkeit von MeVis ist im Wesentlichen von Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte dominiert und schlägt sich in Form aktivierter Entwicklungsaufwendungen in der Position immaterielle Vermögensgegenstände nieder. Aufgrund der kurzen Abschreibungsdauer von zwei Jahren gleicht sich dieser Effekt in der Cash flow-Rechnung relativ schnell wieder aus.

2007 lagen die Investitionen aufgrund der fehlenden Aktivierung von F&E-Aufwendungen bei lediglich 1,6 Mio. € und dürften dann 2008 auf gut 3,7 Mio. € (Ohne Akquisitionen) ansteigen. Für 2009 erwarten einen weiteren Zuwachs auf ca. 4,8 Mio. €. Der im wesentlichen durch den Jahresüberschuss bestimmte operative Cash flow reicht allerdings unseres Erachtens bereits 2009 wieder aus, diese Investitionen zu finanzieren. Die MeVis dürfte trotz der Investitionen in zukünftiges Wachstum bereits 2010 einen ansehnlichen positiven Free Cash flow erzielen.

Investitionen weitgehend durch operativen Cash flow finanziert

Cash flow-Entwicklung (Mio. €)

Quelle: MeVis, LBBW

Der erwarteten hohen Investitionen schlagen sich entsprechend in den von uns prognostizierten Bilanzrelationen nieder. Die Eigenkapitalquote sollte mit 85% in 2008 zwar auf dem Niveau des Vorjahres bleiben, die Nettoliquidität im gleichen Zeitraum aufgrund eines leicht negativen Free Cash flows, der Akquisition von Visia CT Lung sowie des Aktienrückkaufs auf ca. 23 Mio. € abnehmen.

Verwendung des Emissionserlöses

Der Emissionserlös dient wie oben beschrieben der Absicherung der geplanten Investitionstätigkeit (Personalaufbau zur beschleunigten Produktentwicklung). Zwar glauben wir, dass MeVis die bisher avisierten Investitionen auch weitgehend vollständig aus eigener Kraft finanzieren könnte. Allerdings dürften die Mittelzuflüsse die Markteinführung der in der Entwicklung bereits weit fortgeschrittenen Produkte beschleunigen. Zudem sieht das Management der MeVis insbesondere in den bedeutenden Märkten Pneumologie und Neurologie große Chancen für die erfolgreiche Platzierung neuer Produkte. Ohne die erwarteten Emissionserlöse erscheint uns ein beschleunigter Personalaufbau und dadurch eine schnellere Ausweitung der Produktpipeline kaum zu verwirklichen. Zudem konnte durch den Mittelzufluss bereits eine interessante Akquisition im Bereich Lunge (Visia CT Lunge von Hologic übernommen) getätigt werden. Weitere kleinere Übernahmen – etwa im Bereich Kardiologie – dürften noch erfolgen. Durch den Börsengang wurde zudem das Profil eines unabhängigen Softwareherstellers geschärft ohne die eine Expansion außerhalb des JV mit Siemens schwer möglich erschien.

Weitere kleine Akquisitionen stehen auf der Agenda

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung

Zwei-Phasen-Modell

Zur hinreichenden Berücksichtigung der langfristigen Wachstumsperspektiven bewerten wir die MeVis AG unter Verwendung eines Discounted Cash flow-Modells (DCF). Unser DCF-Modell ist in zwei Phasen untergliedert:

- Phase 1 – 2007 bis 2016 - ist unsere Detailplanungsperiode für die dezierte Planungen hinsichtlich Umsatz- und Gewinnentwicklung vorliegen.
- Phase 2 schließt an das Ende des Planungszeitraums an und wird durch den Terminal value berücksichtigt. Als Wachstumsrate setzen wir 2,5% an.

Gestiegene Zinsen und Risikoprämien erhöhen WACC

DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	4,3%
Marktrisikoprämie Aktien	5,3%
Beta-Faktor	1,30
<i>Eigenkapitalkosten</i>	11,2%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,7%
Ziel-Eigenkapitalquote	85%
WACC	10,1%
Terminal growth rate	2,5%

Quelle: LBBW

Weitere zentrale Annahmen

Des Weiteren haben wir folgende weitere zentrale, bewertungsbestimmende Annahmen getroffen:

- Das verwendete Beta von 1,3 ist ein von uns geschätztes fundamentales Beta. Darin haben wir die Risiken aus der noch sehr konzentrierten Produkt- und Abnehmerstruktur berücksichtigt.
- Der WACC beläuft sich auf 10,1% und basiert auf einer Zieleigenkapitalquote von 85%.
- Das Umsatzwachstum schwächt sich in Phase 1 von 48% (2009e) auf 4,5% (2016e) ab.
- Die EBIT-Marge sinkt von 35% (2011e) auf 25% (2016e), was wir auf eine längerfristige Normalisierung des Marktes auf dem die MeVis agiert zurückführen. MeVis agiert nicht in einem wettbewerbsfreien Umfeld und eine dauerhafte EBIT-Marge von 35% wäre unseres Erachtens nur zu rechtfertigen, wenn wir dem Unternehmen eine Monopolstellung zubilligen würden.

Free Cashflow (Mio. €)	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	7,9	10,5	15,5	19,7	23,6	27,5	31,5	35,4	38,3	40,1
Wachstum (yoy)	-5,4%	33,2%	47,7%	27,0%	19,8%	16,5%	14,5%	12,4%	8,3%	4,5%
EBIT	0,5	2,9	5,0	6,8	8,3	8,8	10,0	10,7	11,5	10,0
EBIT-Marge	6,3%	27,4%	32,3%	34,5%	35,0%	32,1%	31,7%	30,1%	30,0%	25,0%
- EE-Steuern auf das EBIT	0,4	0,9	1,5	2,0	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3	2,9
Steuerquote	78,9%	30,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
+ Abschreibungen	0,4	0,9	2,0	3,5	4,7	6,2	7,0	7,8	8,4	8,8
vom Umsatz	5,6%	8,2%	13,0%	17,6%	19,9%	22,4%	22,4%	22,1%	22,0%	22,0%
Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
vom Umsatz	0,6%	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
+ Delta Rückstellungen	-0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,01
= Operating Cashflow	0,5	2,9	5,6	8,3	10,6	12,4	14,1	15,4	16,6	15,9
- Investitionen	1,5	3,7	4,8	5,3	6,1	6,4	7,0	7,8	8,4	8,8
vom Umsatz	18,8%	35,4%	30,8%	27,1%	25,6%	23,1%	22,2%	22,2%	22,0%	22,0%
Net Working Capital	1,3	2,7	4,0	4,4	5,0	5,8	7,0	7,8	8,4	8,8
vom Umsatz	17,0%	25,3%	25,6%	22,1%	21,4%	21,1%	22,2%	22,1%	22,0%	22,0%
- Delta Net Working Capital	4,2	1,3	1,3	0,4	0,7	0,8	1,2	0,8	0,6	0,4
= Free Cashflow	-5,2	-2,1	-0,5	2,6	3,8	5,3	6,0	6,7	7,6	6,7
Present Value	-5,0	-2,1	-0,5	2,1	2,8	3,5	3,6	3,6	3,7	3,0

Quelle: LBBW

**DCF ergibt fairen Wert von
49 € je Aktie**

DCF-Bewertung ergibt fairen Wert von 84 Mio. €

Wir erhalten auf Basis der oben aufgeführten Annahmen einen fairen Wert des Eigenkapitals der MeVis AG in Höhe von 84 Mio. €.

Ermittlung des Werts (Mio. €)

Barwert Free Cashflow Planungsjahre	20
+ Barwert Terminal Value	42
= Enterprise Value	62
Anteil des TV am Enterprise Value	67,9%
- Nettoverschuldung	- 23
= Fairer Wert (DCF)	84
Anzahl Aktien	1,74
= Fairer Wert je Aktie	48,5

Quelle: LBBW

Der ermittelte Wert variiert zwischen 73 und 91 Mio. €, wenn wir die durchschnittlichen Kapitalkosten und/oder die langfristige Wachstumsrate um 1%-Punkt bzw. 0,5%-Punkte verändern.

DCF-Bewertung

Sensitivitätsanalyse		WACC		
		9,1%	10,1%	11,1%
	2,0%	84	78	73
Terminal growth rate	2,5%	87	84	75
	3,0%	91	83	77

Quelle: LBBW

Multiplikatorbewertung

PeerGroup

Bei der Bewertung von MeVis anhand der Marktbewertung vergleichbarer Unternehmen sind folgende Punkte zu berücksichtigen:

1. Die Mehrzahl der direkten Wettbewerber ist entweder nicht börsennotiert oder weist keine Konsensschätzungen auf, so sich die Peer Group mehrheitlich aus Unternehmen zusammensetzt, die an einer anderen Stelle der Wertschöpfungskette tätig sind.
2. Die Peer Group-Unternehmen weisen mehrheitlich deutlich niedrigere Margen und eine niedrigere Ergebnisdynamik auf, als wir bei der MeVis AG unterstellt haben.

Vor diesem Hintergrund haben wir folgende 6 Unternehmen zu Peer group-Bewertung herangezogen:

Vital Images Inc

Vital Images stellt Software zur medizinischen Bildgebung, deren Analyse und Weiterverarbeitung her. Ergänzt wird das Angebot durch Serviceleistungen (Wartung, Schulung) sowie Hardwareprodukte, wobei Vital Images bei letzterem nur als Weiterverkäufer agiert. Das Unternehmen ist fokussiert auf die Großkunden Toshiba und McKesson, die zusammen mehr als 50% des Konzernumsatzes ausmachen. Vital Images dürfte im laufenden Geschäftsjahr einen Umsatz von 68,5 Mio. \$ erzielen und schreibt inzwischen rote Zahlen. Daher haben wir das Unternehmen als börsennotierten Wettbewerber zwar mit aufgeführt ein Bewertungsvergleich bietet sich aufgrund hoher operativer Verluste nicht an.

Hologic ist wichtigster Kunde der MeVis**Hologic Inc**

Die US amerikanische Hologic ist auf die Herstellung bildgebender Geräte zur Befundung von Brustkrebs und Osteoporose spezialisiert. Im laufenden Geschäftsjahr dürften die Produkte zur Brustkrebsdiagnose über 50% des Konzernumsatzes in Höhe von ca. 1.670 Mio \$ ausmachen. Das Unternehmen erzielte in der jüngeren Vergangenheit dank zahlreicher Akquisitionen aber auch aus eigener Kraft ein sehr dynamisches Umsatz- und Ertragswachstum.

Alliance Imaging Inc

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit von Alliance Imaging liegt in der Erbringung von Dienstleistungen rund um die medizinische Bildgebung. Dabei ist das Unternehmen nicht auf ein spezielles technisches Verfahren fokussiert. Mit mehrheitlich kleineren und mittleren Kliniken in den USA erwirtschaftet Alliance im laufenden Geschäftsjahr voraussichtlich einen Umsatz von ca. 493 Mio. US-\$.

Varian Medical Systems Inc

Varian ist einer der weltweit führenden Hersteller von medizinischen Geräten zur Behandlung von Krebs und anderen Erkrankungen mit Strahlentherapie, Brachytherapie und Radiochirurgie. Das Unternehmen bietet auch Röntgenröhren und digitalen Detektoren für die Bildgebung in medizinischen, wissenschaftlichen und industriellen Anwendungen an. Mit ca. 4.000 Mitarbeitern dürfte Varian im laufenden Geschäftsjahr einen Umsatz von über 2 Mrd. \$ erzielen.

Sectra AB

Sectra ist führender Anbieter für PACS -Lösungen (Picture Archiving and Communication System) und bietet bildgebende Geräte für die Mammographie und Orthopädie an. Zudem bietet das Unternehmen Sicherheitstechnologien für die Kommunikationsindustrie an. Der Schwerpunkt liegt allerdings bei den medizinischen Anwendungen, die im laufenden Geschäftsjahr ca. 90% des Konzernumsatzes in Höhe von ca. 950 Mio. Schwedischen Kronen ausmachen dürften.

RaySearch Lab AB

RaySearch ist ein reinrassiger Entwickler von Software zur Steuerung der Strahlenbehandlung von Krebserkrankungen. Die bedeutendsten Kunden aber auch Partner sind Philips und Nucletron. Das Umsatzvolumen 2008 sollte sich auf über 80 Mio. SEK belaufen.

5% Abschlag für geringe Marktkapitalisierung

EV/EBIT-Multiplikator ist am aussagekräftigsten

Rating Kaufen, Kursziel 49 €

Ableitung der fairen Bewertungsbandbreite für MeVis

Bei Multiplikation der von uns erwarteten Umsätze der MeVis AG mit den Multiplern der Peer group ergibt sich ein fairer Wert je MeVis-Aktie in eine Bandbreite von 35 € bis 41 €. Ein Vergleich auf EV/Umsatz-Basis halten wir allerdings vor dem Hintergrund der überdurchschnittlichen Rentabilität von MeVis (EBIT-Marge 2010e: MeVis AG 35%, Peer group 19%) nur bedingt aussagekräftig. Zudem wird die MeVis durch die hohen Investitionen in Produkte, die erst in den Folgejahren Umsätze generieren bei einer Peer group-Betrachtung von 2008 bis 2010 benachteiligt. Auch bei der Betrachtung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (Fairer Wert je Aktie läge zwischen 27 € und 39 €) bleibt sowohl die hohe Wachstumsdynamik als auch die Nettoliquidität iHv. 22,5 Mio. € unberücksichtigt. Die Bewertung auf Basis des EV/EBIT-Multiplikators halten wir am aussagekräftigsten. Hier liegt die Bandbreite des fairen Werts je MeVis-Aktie zwischen 36 € und 56 € - im Durchschnitt 2008 bis 2010 bei knapp 48 €. Aufgrund der geringen Marktkapitalisierung wäre ein Abschlag auf diesen Wert von 10% durchaus zu rechtfertigen. Angesichts des im Vergleich zu den Wettbewerbern erheblich höheren Wachstumspotenzials setzen wir jedoch nur einen Abschlag iHv. 5% an. Daraus resultiert ein fairer Wert je MeVis Aktie iHv. 46 €.

Peer Group	Kurs 19.08.08	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBIT			KGV		
			2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Vital Images (\$)	15,4	90	1,3	1,2	1,0	-8,2	-12,8	-64,1	-64,2	-308,0	77,0
Hologic (\$)	20,4	7.350	4,4	4,1	3,6	13,6	12,5	10,5	17,3	34,2	31,9
Alliance Imaging (\$)	11,2	1.107	2,2	2,1	2,0	14,1	12,2	11,3	29,3	23,2	21,0
Varian Med. Syst. (\$)	64,1	7.695	3,7	3,3	2,9	19,2	16,1	13,8	28,9	25,5	23,0
Sectra AB (SEK)	57,0	1.649	1,7	1,5	1,3	12,7	9,3	7,0	22,6	16,7	14,3
RaySearch Lab (SEK)	21,8	402	4,9	2,9	2,4	14,3	10,3	8,9	33,5	17,4	11,7
Median			3,7	2,9	2,4	14,1	12,2	10,5	28,9	23,2	21,0
Mittelwert			3,4	2,8	2,5	14,8	12,1	10,3	26,3	23,4	20,4

Quelle: LBBW, I/B/E/S

Ableitung der Bewertungsbandbreite für die MeVis	EV / Umsatz			EV / EBIT			KGV		
	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Median-Multiple Peer Group	3,7	2,9	2,4	14,1	12,2	10,5	28,9	23,2	21,0
MeVis Ergebnis	10,5	15,5	19,7	2,9	5,0	6,8	1,6	2,5	3,2
Implizierter Wert MeVis EV	38,8	44,3	48,0	40,6	61,4	71,7			
MeVis Nettoverschuldung (- Net Cash)	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5			
Implizierter Wert des MeVis EK	61,3	66,8	70,5	63,1	83,9	94,2	46,2	57,1	68,0
Fairwert je MeVis Aktie	35,2	38,4	40,5	36,3	48,2	54,2	26,5	32,8	39,1

Quelle: LBBW, I/B/E/S

Bewertungsfazit

Der Multiplikatorvergleich ergibt auf Basis der EV/EBIT-Durchschnitte einen Wert in Höhe von 46 € je Aktie, wobei die von uns erwartete Wachstumsdynamik der MeVis hier nicht ausreichend berücksichtigt wird. Zudem verzerren die hohen Anfangsinvestitionen in neue Produkte bei einer kurzfristigen Profitabilitäts-Betrachtung den Vergleich mit den Wettbewerbern zu Lasten der MeVis. Die langfristige Perspektive des Unternehmens wird nur beim Discounted cash flow-Verfahren berücksichtigt, aus dem wir einen fairen Wert für die MeVis-Aktie in Höhe von 49 € ableiten. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir den Kauf der MeVis-Aktie mit Kursziel 49 €.

Anhang

Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Umsatzerlöse	8,3	7,9	10,5	15,5	19,7
Veränderung (%)	111,0	(5,4)	33,2	47,7	27,0
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0	0
Gesamtleistung	8,3	7,9	10,5	15,5	19,7
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Materialkosten	-0,4	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8
Personalkosten	-2,3	-4,2	-4,0	-5,4	-6,1
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,2	1,5	0,9	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,5	-3,3	-3,6	-3,2	-3,3
Restrukturierungsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,0	0,9	3,7	7,0	10,3
Marge (%)	59,9	11,9	35,6	45,3	52,1
Abschreibungen	-0,3	-0,4	-0,9	-2,0	-3,5
EBIT	4,7	0,5	2,9	5,0	6,8
Finanzergebnis	-0,3	0,0	1,1	1,0	1,1
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	4,5	0,5	4,0	6,0	7,9
A.o. Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorsteuerergebnis	4,5	0,5	4,0	6,0	7,9
EE-Steuern	-1,5	-0,4	-1,2	-1,7	-2,3
Steuerquote (%)	34,4	72,9	30,0	29,0	29,0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter	2,9	0,1	2,8	4,3	5,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft	2,9	0,1	2,8	4,3	5,6
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,9	0,1	2,8	4,3	5,6
Veränderung (%)	n/m	(95,5)	n/m	53,6	30,9
Anzahl der Aktien	1,3	1,8	1,7	1,7	1,7
Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)	2,26	0,07	1,60	2,46	3,23
Jahresüberschuss pro Vorzugsaktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung (%)	n/m	(96,9)	n/m	53,8	31,3

Bilanz

Aktiva	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Langfristige Vermögenswerte	1	3	9	12	14
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	1,4	6,9	9,5	11,1
davon Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,3	0,4	1,0	1,2	1,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	0,6	1,1	1,4	1,7	1,7
Kurzfristige Vermögenswerte	7,9	32,7	30,0	31,7	36,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,9	2,6	3,1	3,7	3,9
Sonstige Vermögensgegenstände	0,5	1,6	3,0	3,8	4,4
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	5,4	28,5	24,0	24,2	27,7
Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vermögenswerte der nicht fortgeführten Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Aktiva	9,1	35,6	39,3	44,0	50,2

Passiva

Eigenkapital	2,7	30,8	33,6	37,8	43,4
in % der Bilanzsumme	29,1	86,5	85,4	85,9	86,5
Gezeichnetes Kapital	1,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Eigene Aktien (Nennwert)	0,0	-1,5	-0,1	-0,1	-0,1
Kapitalrücklage	0,0	28,3	28,3	28,3	28,3
Gewinnrücklage	1,4	2,3	3,6	7,9	13,4
Bilanzverlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK der nicht fortgeführten Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genußrechtskapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Übrige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	5,9	4,1	5,0	5,5	6,0
Übrige Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,7	0,9	1,3	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4	3,3	3,9	3,9	4,1
Verpflichtungen aus Absatzfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten der nicht fortgeführten Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	9,1	35,6	39,3	44,0	50,2

Cash flow	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Jahresüberschuß vor Anteilen Dritter	2,9	0,1	2,8	4,3	5,6
Abschreibungen	0,3	0,4	0,9	2,0	3,5
Veränderung Rückstellungen	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working capital	4,0	-3,7	-1,0	-1,0	-0,3
Veränderung latente Steuern (Bilanz)	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,0
Veränderung Vermögenswerte nicht fortgeführter Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash flow	6,5	-3,6	2,3	5,0	8,7
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	-0,2	-1,1	-6,1	-4,3	-4,8
Investitionen in Sachanlagen	-0,3	-0,3	-0,8	-0,5	-0,6
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash flow aus Investitionstätigkeit	-0,5	-1,6	-6,9	-4,8	-5,3
Kapitalmaßnahmen	-0,5	28,8	-1,5	0,0	0,0
Dividendensumme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,6	0,3	0,1	0,0	0,1
Veränderung Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verbindlichkeiten nicht fortgeführter Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow aus Finanzierungstätigkeit	-3,2	29,1	-1,5	0,0	0,1

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

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.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
58,2 %	32,0 %	9,8 %

Rating-Chronik

Datum	Rating
22.08.2008	Kaufen

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.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,

das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und

die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- innerhalb der letzten 12 Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots beteiligt waren.
- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben