



MeVis Medical Solutions

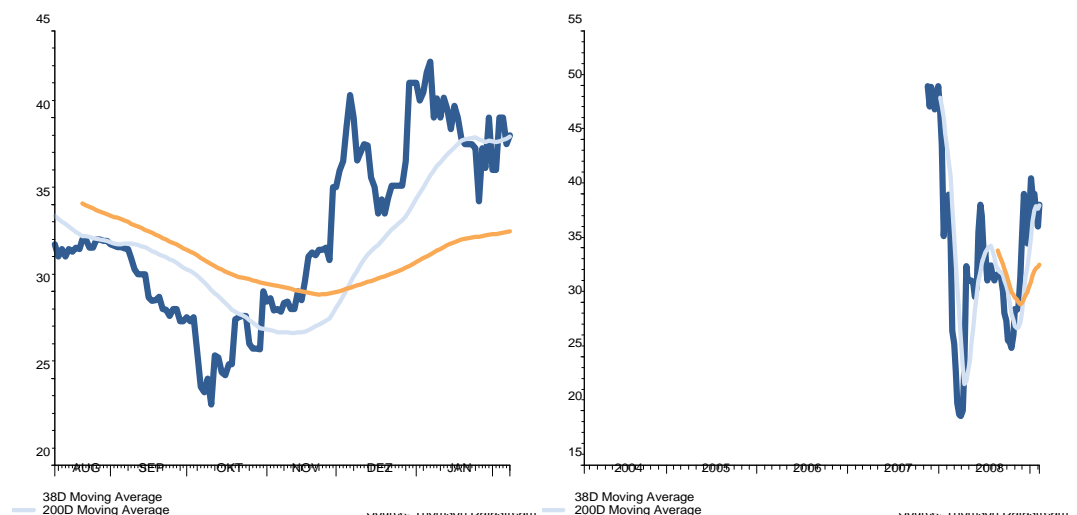


Rating

Halten (Kaufen)

Herabstufung auf Halten

- Langfristig deutliches Wachstumspotenzial dank neuer Produkte ▶
- Kurzfristig sehen wir Gegenwind durch schwachen US-Markt ▶
- Per saldo hat sich der Ausblick für 2009 merklich eingetrübt ▶
- Herabstufung auf Halten (alt: Kaufen), Kursziel 38 € (alt: 42) ▶



Bitte beachten Sie den Disclaimer und wichtige Offenlegungstatbestände im Anhang-1



Halten

Kursziel: 38,00 €

Kurs: 39,00 €

09.02.09

12:45 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 42,00 €

Letzte Analyse:
22.08.2008

S&P-Rating: n.a.

Software

Anzahl Aktien:
1,8 Mio.

Marktkapitalisierung:
71,0 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,16 %

Beta: n.a.

Rechnungslegung:
IFRS

Kalender: GJ 2008
am 28.04.2009

Dividende 2009e: 0,00

Div. Rendite 2009e:
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

10.02.2009

Anlass: Umstufung

Herabstufung auf Halten, Gegenwind durch schwachen US-Markt

Hologic, der Hauptkunde im Mammographie-Segment hat für das laufende GJ einen schwachen Ausblick gegeben. Die Anzahl der verkauften Mammographie-Geräte (mit MeVis Software) dürfte 2009 erstmals leicht unter dem VJ-Niveau liegen. Auch die FDA-Zulassung für Hologics neues Tomosynthese Produkt, für das die Software von MeVis bereits weitgehend fertig gestellt wurde, sollte sich bis Ende 2009 hinauszögern. Wir sind unverändert von den guten langfristigen Perspektiven des Unternehmens überzeugt. Kurzfristig sehen wir jedoch erheblichen Gegenwind. **Deshalb reduzieren wir das Kursziel des Titels auf 38 € (alt 42 €) und stufen die MeVis-Aktie auf Halten herab.**

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2007	0,07	0,07	5,3	44,9	557,1
2008e	1,62	1,60	5,6	16,0	24,1
2009e	2,61	2,46	3,8	8,2	14,9
2010e	3,10	3,23	3,1	6,2	12,6

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	10,9	3,8	2,9	27,0 %	2,8
2009e	16,2	7,4	5,4	33,4 %	4,5
2010e	19,3	9,9	6,7	34,6 %	5,3

- Für die Verzögerungen im Mammographie-Bereich (Tomosynthese) ist MeVis nicht verantwortlich. Die Software für das Hologic-Produkt ist bereits weitgehend fertig gestellt. Aber Hologic wird die FDA-Zulassung wohl erst Ende 2009 erhalten, deutlich später als erwartet.
- Zudem ist in 2009 erstmals mit stagnierenden Absatzzahlen für Selenia, Hologic Standardprodukt in der digitalen Mammographie, zu rechnen. Mit der Software für dieses Produkt hat MeVis in 2008 wohl mehr als 60% seiner Erlöse erzielt.
- MeVis hatte im Oktober den umsatzstarken Hologic-Geschäftsbereich aus dem MeVis Breastcare JV mit Siemens (Anteil MeVis 51%) herausgekauft und damit ca. 1 Mio. € Umsatz in Q4 2008 und 4-5 Mio. € potenziellen Umsatz in 2009 hinzugewonnen. MeVis prognostizierte daraufhin für 2009 einen Umsatz iHv. 19 Mio. € und ein EBIT iHv. 6,5 Mio. €.
- Aufgrund der Nachfrageschwäche in den USA sowie Verzögerungen bei Produkteinführungen halten wir die Ziele von MeVis für 2009 kaum mehr für erreichbar.

Software ermöglicht Erhöhung der Diagnosequalität

Investment Case

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 2009 und 2010 ist die **Einführung neuer Softwarelösungen für die Diagnose häufiger Krebserkrankungen** (Lunge und Prostata) und der Planung neurochirurgischer Eingriffe vorgesehen.

Ausbau des Produktportfolios entscheidender Katalysator

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

Produkteinführungen verzögern sich jedoch in 2009

Als entscheidende Katalysatoren für die MeVis-Aktie sehen wir erfolgreiche Produkteinführungen an sowie weitere Abschlüsse von Kooperationen mit neuen Kunden.

Bei den Produkteinführungen dürfte es in 2009 zu erheblichen Verzögerungen kommen. Für das wichtigste Produkt (Tomosynthese) hat der Kooperationspartner Hologic wider Erwarten noch keine FDA-Zulassung erhalten.

Gleichzeitig schwächt sich die Nachfrage für MeVis Hauptprodukt in der Digitalen Mammographie (Software für Hologics Selenia) merklich ab. Ursachen sind die konjunkturelle Abkühlung in den USA und vermehrte Schwierigkeiten von Krankenhäusern ihre Bildgebenden Geräte zu finanzieren.

Umsatz u. EPS erhöhen sich durch Akquisition, aber Cash-Bestand erheblich gesunken

Zwar sind unsere Erlös- und Gewinnschätzungen (2008e- 2009e) dank der Akquisition des umsatzstarken Hologic-Geschäftsbereich aus dem MeVis Breastcare JV mit Siemens gestiegen. Allerdings dürften die Zuwächse aufgrund der sich abschwächenden Nachfrage für Selenia, das Hauptprodukt von Hologic, erheblich niedriger ausfallen als noch vor drei Monaten erhofft. Zudem muss MeVis einen Kaufpreis iHv. 15,5 Mio. € bezahlen (zahlbar in 4 Tranchen bis 2010) was den Barmittelbestand erheblich reduziert.

Per saldo impliziert unser DCF-Modell nur noch einen fairen Wert von 38 € je MeVis-Aktie.

Volumenprodukt Breastcare Workstation dürfte sich nicht so dynamisch entwickeln wie erwartet

Bisher ruhte der Umsatz von MeVis auf zwei Standardprodukten im Brustkrebs-Bereich

Umsatzstarker Hologic-Geschäftsbereich wurde Ende 2008 von MeVis aus JV herausgekauft

Hologic gab jedoch zuletzt schwächeren Ausblick für 2009

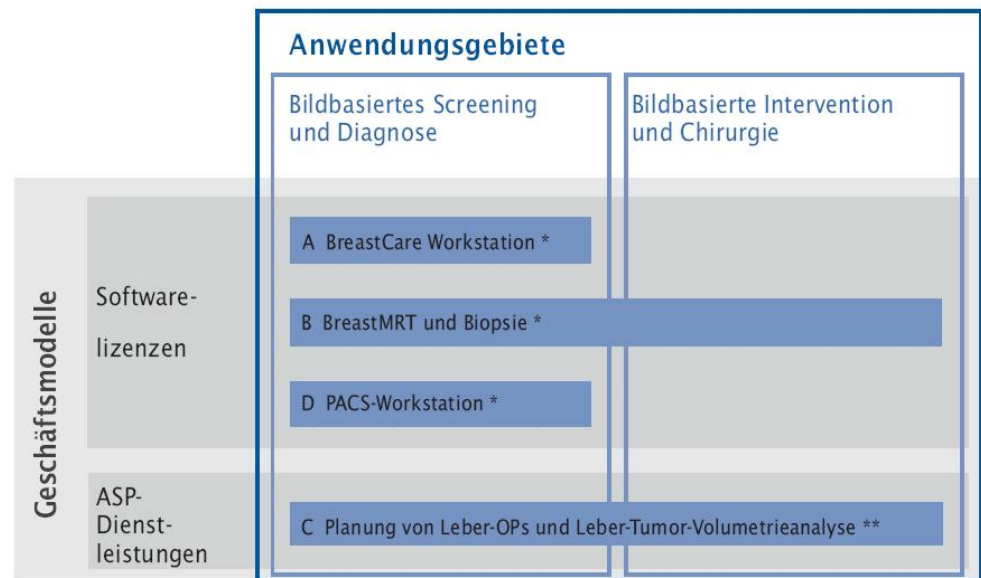
Ausblick

Standardprodukte

Die Erlöse für MeVis bisherige zwei Standardprodukte (Breastcare Workstation und Breast MRT), beides Software-Applikation zur Erkennung von Brustkrebs, dürften sich in 2009 u.E. nicht so dynamisch entwickeln wie wir und MeVis ursprünglich erwartet hatten. Insbesondere das Volumenprodukt Breastcare Workstation leidet unter heftigem Gegenwind in den USA:

- Nachfragezurückhaltung in den USA aufgrund der allgemeinen schwachen konjunkturellen Entwicklung.
- Zunehmende Schwierigkeiten der US-Krankenhäuser ihr Bildgebenden Geräte zu finanzieren.
- Anteil der Digitalen Mammographie-Geräte inzwischen über 50% (Ersatz der alten analogen Geräte war und ist ein wesentlicher Wachstumstreiber).

Zumindest die stärkere US-Währung dürfte etwas Rückenwind verleihen.



* OEM

** Kliniken und Pharma

MeVis hatte im Oktober den umsatzstarken Hologic-Geschäftsbereich (ca. 85% der Umsätze des Breastcare JV) aus dem MeVis Breastcare JV mit Siemens (Anteil MeVis 51%) herausgekauft und damit ca. 1 Mio. € Umsatz in Q4 2008 und 4-5 Mio. € potenziellen Umsatz in 2009 hinzugewonnen. Der Nettokaufpreis betrug ca. 15,5 Mio. €, zahlbar in 4 Tranchen bis 2012. Angesichts einer EBIT-Marge von über 40% 2008e erscheint der Kaufpreis (EV/EBIT 2008e ca. 7,5) durchaus angemessen. In Anbetracht der sich nun abzeichnenden Nachfrageschwäche rückblickend sicherlich nicht der glücklichste Zeitpunkt.

Denn Hologic, der Hauptkunde im Mammographie-Segment (Geräte von Hologic werden mit MeVis Software verkauft) hat für das laufende GJ einen schwachen Ausblick gegeben. Die Anzahl der verkauften Mammographie-Geräte (mit MeVis Software) dürfte 2009 erstmals leicht unter dem VJ-Niveau liegen. Die Gründe dafür haben wir oben beschrieben. Dank eines stärkeren US-Dollars und steigender Wartungsumsätze gehen wir jedoch per saldo nur von leicht rückläufigen Erlösen aus.

Für 2008 rechnen wir nun mit einem Umsatz für das Breastcare-Produkt iHv. 12,9 Mio. €. Da der Umsatz mit Hologic (ca. 85% der gesamten Umsätze des Breastcare-Produkts) bis Ende Oktober im Breastcare JV (Siemens-Anteil 49%, MeVis 51%) verbucht wurde, dürften auf MeVis nur Erlöse iHv. ca. 7,6 Mio. € entfallen. 2009 prognostizieren wir für das Breastcare-Produkt einen Umsatz iHv. 12,2 Mio. €. Davon sollten dann ca. 11,3 Mio. € auf MeVis entfallen.

Rückläufiger Lizenzumsatz beim Breastcare Workst. Produkt in 2009

BreastCare Workstation*

(Tsd. €)	2007	Δ VJ	2008e	Δ VJ	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ
Verkaufte Lizenzen (Stck.)	1.503	60%	2.127	42%	1.906	-10%	1.954	2%
Lizenzumsatz*	9.808	-10%	11.428	17%	10.101	-12%	9.963	-1%
Umsatz je Lizenz	6,5	-44%	5,4	-18%	5,3	-1%	5,1	-4%
Installierte Basis	3.047	97%	5.174	70%	7.080	37%	9.034	28%
Wartungsumsatz*	959	32%	1.316	37%	1.899	44%	2.433	28%
Wartungsu./inst. Lizenz (€)**	347	-16%	315	-9%	310	-2%	302	-3%
Sonstige	131	-48%	150	14%	172	15%	195	13%
Umsatz Breastcare	10.898	-8%	12.894	18%	12.173	-6%	12.591	3%
Anteil MeVis (51% bis Q3 08; ca. 92,5% seit Q4 08)	5.558	-8%	7.646	38%	11.260	47%	11.647	3%

* Umsätze gehen quotal in MeVis-Zahlen ein

Quelle: MeVis, LBBW

Das zweite Standardprodukt Breast MRT, ebenfalls im Bereich Erkennung von Brustkrebs mit Biopsie als zusätzlicher Anwendung, dürfte aufgrund der noch relative geringen Marktdurchdringung zumindest einen moderaten Umsatzzuwachs erzielen (Erlöse 2008e: 2,4 Mio. €; 2009e: 2,5 Mio. €).

Fazit:

Bei den Standardprodukten ist mit einem erheblichen Erlöszuwachs zu rechnen. Allerdings fast ausschließlich aufgrund des Erwerbs der Hologic-Umsatzanteile.

Umsatzsprung in 2009 nur aufgrund der Akquisition des Hologic-Geschäfts

Neue Produkte

MeVis hatte Ende 2008 ein neues Produkt (Neuro MRT) erfolgreich am Markt eingeführt sowie ein weiteres bereits Mitte 2008 hinzugekauft (Visia CT Lung). Zwar hatten wir nur mit einer sukzessiven Steigerung der Absatzzahlen gerechnet, die erwartungsgemäß im ersten Jahr der Produkteinführung ohnehin nicht hoch ausfallen sollten. Allerdings scheint die Dynamik von Visia CT aufgrund einer allgemeinen Kaufzurückhaltung bei Krankenhäusern und Praxen im Zuge der schwachen Konjunktorentwicklung merklich unter den Erwartungen von MeVis zu liegen.

Produkteinführung	2008e		2009e				Bestehende OEM-Partner	mögliche neue OEM-Partner
	Q3	Q4	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, P.-Invivo	Hitachi, (GE)
3D-CT Lunge**								

*akquiriert von Hologic

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

Quelle: LBBW

(Ursprüngliche Planung blaue Felder, neue Planung oder erfolgte Produkteinführung graue Felder)

Die größte Enttäuschung ist jedoch die immer noch nicht erfolgte Einführung des Tomosynthese-Produkts (neue Applikation im Brustkrebs-Bereich). Die MeVis-Software für das Hologic-Produkt ist bereits weitgehend fertig gestellt. Aber Hologic wird die FDA-Zulassung, die für den Vertrieb in den USA erforderlich ist, wohl erst Ende 2009 erhalten, deutlich später als erwartet. Deshalb wird das Produkt bisher nur in Europa vertrieben.

Erlössprung beim Volumenprodukt Breastcare Workst. nur durch Zukauf Ende 2008

Schätzungen für Tomosynthese aufgrund verzögerter FDA-Zulassung in den USA erheblich zurückgenommen

Auch bei Visia CT Lunge geringere Umsatzdynamik angesichts der weltweiten Konjunkturschwäche erwartet

Umsatzplanung für die MeVis AG

(Mio. €)	2007	2008e	Δ VJ	2009e	Δ VJ	2010e	Δ VJ	2011e	Δ VJ
BreastCare Workst.	5,6	7,6	38%	11,3	47%	11,6	3%	12,4	7%
Brust MRT und Biopsie	2,1	2,4	16%	2,5	4%	2,7	5%	2,8	6%
3D Brust Ultraschall				0,2	n.m.	0,5	150%	0,8	47%
Brust Tomosynthese				0,3	n.m.	0,6	113%	0,9	44%
Neuro MRT		0,2	n.m.	0,6	236%	0,9	48%	1,2	33%
Prostata MRT				0,2	n.m.	0,4	113%	0,6	43%
Visia CT Lunge		0,4	n.m.	0,7	110%	1,7	125%	2,2	36%
3D-CT Lunge						0,5	n.m.	0,8	78%
Sonstige	0,2	0,3	11%	0,4	36%	0,5	27%	0,6	19%
Konzern	7,9	10,9	38%	16,2	49%	19,3	19%	22,2	15%

Quelle: LBBW

Fazit:

Per saldo dürften die neuen Produkte aufgrund von Verzögerungen bei der Markteinführung nicht in dem von uns erhofften Umfang zum Umsatz und Ergebnis in 2009 beitragen. Dabei haben wir keinen Zweifel an der Qualität der neuen Applikationen. Das wirtschaftliche Umfeld sowie die fehlende FDA-Zulassung von Hologics Tomosynthese Produkt sind für die Verzögerungen hauptsächlich verantwortlich.

Umsatz- und EBIT-Prognose von MeVis für 2009 nicht mehr haltbar

Mio. €	2008e	2009e
Umsatz LBBWe	10,9	16,2
Umsatz Prognose MeVis	keine aktuelle Prognose	19,0 plus
EBIT LBBWe	2,9	5,4
EBIT Prognose MeVis	keine aktuelle Prognose	6,5

Quelle: LBBW

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 – 2008 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 langfristige Wachstumsrate setzen wir 2,5% an.

DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	3,3%
Marktrisikoprämie Aktien	6,6%
Beta-Faktor	1,40
<i>Eigenkapitalkosten</i>	<i>12,5%</i>
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,4%
Ziel-Eigenkapitalquote	75%
WACC	10,2%
Terminal growth rate	2,5%

Quelle: LBBW

Risiken(Small Cap, Kundenstruktur) spiegeln sich in hohem Beta wider

Weitere zentrale Annahmen

Wir haben folgende weitere zentrale, bewertungsrelevante Annahmen getroffen:

- Das verwendete Beta von 1,4 ist ein von uns geschätztes fundamentales Beta. Darin haben wir die Risiken aus der noch sehr konzentrierten Produkt- und Abnehmerstruktur berücksichtigt. Des weiteren spiegelt das hohe Beta auch die geringe Free Float Marktkapitalisierung der Aktie wider.
- Der WACC beläuft sich auf 10,2% und basiert auf einer Zieleigenkapitalquote von 75%.
- Das Umsatzwachstum schwächt sich in Phase 1 von organisch 19% (2010e) auf 4,5% (2016e) ab.
- Die EBIT-Marge sinkt von 35% (2011e) auf 24% (2016e), da wir mittelfristig den Markteintritt von neuen Konkurrenten prognostizieren. Wenngleich die MeVis bei mehreren Produkten aktuell noch eine Monopolstellung innehat, ist bei einem größeren Marktvolumen mit einem zunehmenden Wettbewerb zu rechnen.

Free Cashflow (Mio. €)	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	7,9	10,9	16,2	19,3	22,2	25,1	27,8	30,5	33,0	34,5
Wachstum (yoy)	-5,4%	38,1%	48,6%	19,1%	15,2%	12,9%	10,8%	9,5%	8,3%	4,5%
EBIT	0,5	2,9	5,4	6,7	7,9	8,1	8,5	8,7	8,6	8,3
EBIT-Marge	6,3%	27,0%	33,4%	34,6%	35,5%	32,2%	30,7%	28,5%	26,0%	24,0%
- EE-Steuern auf das EBIT	0,4	0,9	1,6	1,9	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	2,4
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	3,2	4,2	5,5	6,3	7,0	7,1	7,1
vom Umsatz	5,6%	7,9%	12,4%	16,5%	18,9%	21,8%	22,7%	23,1%	21,5%	20,5%
Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
vom Umsatz	0,6%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	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	0,00	0,01
= Operating Cashflow	0,5	3,0	5,9	7,9	9,8	11,2	12,4	13,2	13,2	12,9
- Investitionen	1,5	4,0	4,9	5,4	5,9	6,0	6,5	7,1	7,1	7,1
vom Umsatz	18,8%	36,3%	30,2%	27,8%	26,4%	24,0%	23,2%	23,4%	21,5%	20,5%
Net Working Capital	1,3	3,0	4,4	4,3	4,7	5,1	5,9	6,3	6,9	7,2
vom Umsatz	17,0%	27,2%	27,1%	22,4%	21,1%	20,4%	21,1%	20,8%	21,0%	21,0%
- Delta Net Working Capital	4,2	1,6	1,4	-0,1	0,4	0,4	0,8	0,4	0,6	0,3
= Free Cashflow	-5,2	-2,6	-0,5	2,6	3,6	4,8	5,2	5,6	5,5	5,6
Present Value	-4,7	-2,4	-0,4	2,2	2,7	3,3	3,2	3,2	2,8	2,6

Quelle: LBBW

DCF-Bewertung ergibt fairen Wert von 65 Mio. €

Wir erhalten auf Basis der oben aufgeführten Annahmen einen fairen Wert des Eigenkapitals der MeVis AG in Höhe von 65 Mio. €. Von dem Netto-Cash-Bestand iHv. 22,7 Mio. € (Ende 2008 LBBWe) müssen langfristige Verbindlichkeiten iHv. ca. 12,7 Mio. € (abdiskontierte Schulden gg. Hologic u. Siemens, die in mehreren Tranchen bis 2012 beglichen werden) abgezogen werden.

DCF ergibt fairen Wert von 38 € je Aktie

Ermittlung des Werts (Mio. €)

Barwert Free Cashflow Planungsjahre	19
+ Barwert Terminal Value	35
= Enterprise Value	54
Anteil des TV am Enterprise Value	64,2%
- Nettoverschuldung	- 10
= Fairer Wert (DCF)	65
Anzahl Aktien	1,72
= Fairer Wert je Aktie	37,6

Quelle: LBBW

**Herabstufung auf Halten,,
Kursziel 38 €**

Die Akquisition neuer Geschäftsfelder generiert zwar zusätzliche Umsätze und führt insbesondere in 2009 zu einem Erlössprung. Allerdings sind im Gegenzug die Barmittel erheblich zurückgegangen. Zudem haben sich die kurzfristigen Erlösperspektiven aufgrund des eingetrübten wirtschaftlichen Umfelds in den USA sowie angesichts von verzögerten Produkteinführungen verschlechtert. Unter dem Strich verringert sich daher unser fairer Wert je Aktie von 42 € auf 38 €.

Empfehlung

Wir sind unverändert von den guten langfristigen Perspektiven des Unternehmens überzeugt. Kurzfristig sehen wir jedoch erheblichen Gegenwind. **Deshalb reduzieren wir das Kursziel des Titels auf 38 € (alt 42 €) und stufen die MeVis-Aktie auf Halten herab.**

Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Umsatzerlöse	8,3	7,9	10,9	16,2	19,3
Veränderung (%)	111,0	(5,4)	38,1	48,6	19,1
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0	0
Gesamtleistung	8,3	7,9	10,9	16,2	19,3
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Materialkosten	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
Personalkosten	-2,3	-4,2	-4,1	-5,6	-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	-3,8	-3,4	-3,3
Restrukturierungsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,0	0,9	3,8	7,4	9,9
Marge (%)	59,9	11,9	34,9	45,8	51,0
Abschreibungen	-0,3	-0,4	-0,9	-2,0	-3,2
EBIT	4,7	0,5	2,9	5,4	6,7
Finanzergebnis	-0,3	0,0	1,1	0,9	0,8
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	4,5	0,5	4,0	6,3	7,5
A.o. Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorsteuerergebnis	4,5	0,5	4,0	6,3	7,5
EE-Steuern	-1,5	-0,4	-1,2	-1,8	-2,2
Steuerquote (%)	34,4	72,9	30,0	29,0	29,0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter	2,9	0,1	2,8	4,5	5,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft	2,9	0,1	2,8	4,5	5,3
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,9	0,1	2,8	4,5	5,3
Veränderung (%)	n/m	(95,5)	n/m	58,8	18,8
Anzahl der Aktien	1,3	1,8	1,7	1,7	1,7
Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)	2,26	0,07	1,62	2,61	3,10

Bilanz

Aktiva	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Langfristige Vermögenswerte	1	3	22	25	27
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	1,4	19,6	22,3	24,3
davon Goodwill	0,0	0,0	8,0	8,0	8,0
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	30,1	27,8	27,9
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,9	2,6	3,2	3,9	3,9
Sonstige Vermögensgegenstände	0,5	1,6	3,2	4,0	4,4
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	5,4	28,5	23,7	19,8	19,6
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	52,1	52,9	55,2

Passiva

Eigenkapital	2,7	30,8	33,6	37,5	42,8
in % der Bilanzsumme	29,1	86,5	64,5	70,8	77,4
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	7,5	12,8
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	13,5	10,0	6,5
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	12,7	9,2	5,7
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	5,9	4,1	5,0	5,5	5,9
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	52,1	52,9	55,2

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	4,5	5,3
Abschreibungen	0,3	0,4	0,9	2,0	3,2
Veränderung Rückstellungen	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working capital	4,0	-3,7	11,4	-4,6	-3,4
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	14,8	1,6	5,1
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	-0,2	-1,1	-18,8	-4,4	-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	-19,7	-4,9	-5,4
Kapitalmaßnahmen	-0,5	28,8	-1,5	-0,6	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	-0,6	0,1
Sonstiges	0,5	-0,8	1,5	0,0	0,0
Veränderung der liquiden Mittel incl. Wertpapiere	3,4	23,1	-4,8	-3,9	-0,2
Zinsaufwand	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Free Cash flow	6,4	-5,1	-4,9	-3,3	-0,3

Anhang-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
46,3%	34,3%	19,4%

Rating-Chronik

Datum	Rating
10.02.2009	Halten
21.08.2008	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.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

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>.