

MeVis Medical Solutions AG

Zusammenfassung

- **Umsatz gesteigert:** Der Softwareentwickler hat im vergangenen Jahr 10,8 Mio. Euro umgesetzt und damit den Vorjahreswert um 37 Prozent übertroffen. Dank der vollständigen Konsolidierung des bis Oktober noch in einem Joint-Venture angesiedelten Geschäfts mit dem Partner Hologic wird rechnerisch auch dieses Jahr mit einem kräftig steigenden Umsatz gerechnet. Aber auch organisch dürfte trotz der Krise eine geringe Zunahme möglich sein.
- **Neue Produkte:** Mit ausschlaggebend dafür sind mehrere Produktneustarts, die in den letzten Monaten lanciert wurden bzw. die noch in diesem Jahr anstehen. Als jüngste Innovation wurde zusammen mit Siemens ein Ultraschall-Brust-Scanner vorgestellt, mit dem die Diagnostik von Brustkrebs weiter verbessert werden soll. Mit ersten Verkäufen ist noch in diesem Quartal zu rechnen. Nennenswerten Einfluss auf das Ergebnis dürfte dieses Produkt allerdings erst ab der zweiten Jahreshälfte haben.
- **Marktperspektiven aussichtsreich:** Trotz der aktuellen Schwächephase dürfte der Bedarf an spezialisierter Software für medizinische Diagnosegeräte weiter dynamisch zunehmen.
- **Hohes Kurspotenzial:** Der von uns ermittelte faire Wert liegt fast 100 Prozent über dem aktuellen Kurs.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **38,60 Euro**
Aktueller Kurs 19,91 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	21,69	40,00	43,22
Tief (Euro)	18,21	18,21	18,21
Performance	-6,1%	-50,2%	-38,2%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	18.065	28.510	34.642

Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0LBFE4 / A0LBFE
Branche	Software / Medizintechnik
Sitz der Gesellschaft	Bremen
Internet	www.mevis.de
Ausstehende Aktien	1,7 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	November 2007
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	33,8 Mio. Euro
Free Float	ca. 40 %
Rechnungslegung	IFRS

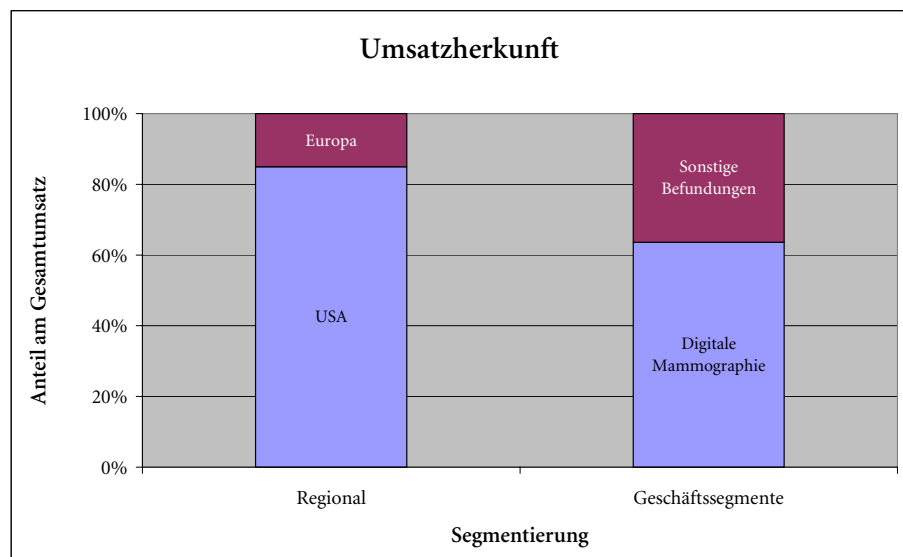
Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	7,9	10,8	15,7	18,8	CAGR Umsatz 07-10 (e)	33,6%
Umsatzwachstum	-5,3%	36,7%	45,4%	20,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	67,7%
EBIT (Mio. Euro)	0,8	0,7	1,9	3,8	CAGR EpS 07-10 (e)	157,8%
EBIT-Marge	10,2%	6,2%	12,1%	20,2%		
EpS*	0,08	1,25	0,91	1,33	Enterprise Value (Mio. Euro)	31,7
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	32,6
KUV*	4,28	3,13	2,15	1,79	EV / Umsatz 09 (e)	2,0
KGV*	256,0	16,0	22,0	14,9	EV / EBIT 09 (e)	16,7
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	1,0

* sämtliche Berechnungen auf Basis der Aktienzahl von 1,697 Mio.

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatzwachstum um 37 Prozent

Der Softwareanbieter für bildgebende Medizinanwendungen hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 10,8 Mio. Euro Erlöst und damit die im Februar gemeldeten vorläufigen Zahlen weitgehend bestätigt. Gegenüber dem Vorjahr wurde somit insgesamt ein Zuwachs um 37 Prozent erzielt. Neben der zum 1. November vollzogenen Konsolidierung der bis dato lediglich zu 51 Prozent in den Konzernabschluss einfließenden Erlöse mit dem Brustkrebspezialisten Hologic trug dazu auch ein Zukauf im Geschäft mit der Lungen-Computertomographie-Software bei. Hier wurde im Frühjahr 2008 die entsprechende Sparte von R2 Technologies erworben und die Software im Sommer unter eigenem Namen im Markt eingeführt. Insgesamt aber dominiert nach wie vor die digitale Mammographie mit einem Erlösanteil von 63 Prozent die Einnahmenstruktur. In regionaler Hinsicht spielt demgegenüber der US-amerikanische Markt weiterhin die zentrale Rolle, auf dem 2008 fast 85 Prozent der Umsätze erwirtschaftet wurden.



Primäre und sekundäre Geschäftssegmentierung, Quelle: Unternehmensangaben

Gewinn profitiert von Währungseffekten

Deutlich stärker ist das Wachstum beim Gewinn ausgefallen, der von 0,1 auf 2,1 Mio. Euro zulegte. Allerdings beruhte diese Zunahme ausschließlich auf einem deutlich verbesserten Finanzergebnis. Dieses profitierte zum einen von den hohen Zinserträgen, die dem Unternehmen aus der Anlage der zum IPO eingenommenen Mittel zugeflossen sind, und zum anderen von einer vorteilhaften Währungsentwicklung. Die damit verbundenen Nettoerträge aus Kursdifferenzen und aus Absicherungsgeschäften beliefen sich auf 1,3 Mio. Euro, nach -0,3 Mio. Euro im Vorjahr. Ohne diese Effekte hingegen konnte Mevis die positive Umsatzentwicklung noch nicht in eine entsprechende Ergebnissteigerung ummünzen, das EBIT reduzierte sich sogar geringfügig von 0,8 auf 0,7 Mio. Euro.

Hierbei bleibt allerdings zu beachten, dass Mevis aus Gründen der Transparenz und Ergebnisstetigkeit in 2008 den Ausweis der Währungseffekte aus dem EBIT erstmals ins Finanzergebnis verlagert hat. Hätte das Unternehmen die bisherige Praxis beibehalten, hätte man einen EBIT-Anstieg von 0,5 auf fast 2 Mio. Euro ausweisen können, was einen Anstieg der EBIT-Marge von 6 auf 18 Prozent bedeutet hätte. Neben diesen bilanztechnischen Änderungen gab es im letzten Jahr aber auch reale Effekte, die das operative Ergebnis belastet haben. Zum einen sind dies die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme des Hologic-Geschäfts, zum anderen die Auswirkungen aus einer massiven Aufstockung des Personals, der wegen der konjunkturellen Abkühlung noch keine adäquaten Einnahmensteigerungen gegenüberstanden. Angesichts der bestehenden Expansionspläne und der hohen Investitionen in die Erweiterung der Produktpalette sieht das Management diese vorübergehende Diskrepanz jedoch als eine Vorleistung an, die sich im künftigen Wachstum auszahlen dürfte.

Mio. Euro	Geschäftsjahr 2007	Geschäftsjahr 2008	Änderung
Umsatz	7,89	10,84	+37,4%
EBIT	0,81	0,67	-17,5%
Jahresergebnis	0,13	2,11	+1501,5%

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Mevis; Quelle: Unternehmensangaben

Neue Umsatzquelle

Die der Übernahme des gesamten Hologic-Geschäfts zugrunde liegende Erwartung, durch die Trennung der mit Siemens bzw. mit Hologic verfolgten Projekte die jeweilige Zusammenarbeit intensiveren zu können, hat sich in diesem Frühjahr bereits in einer weiteren Produkt lancierung bestätigt. So konnte kürzlich zusammen mit Siemens ein neuer Ultraschall-Brust-Scanner präsentiert werden, dessen Befundungssoftware von MeVis BreastCare, einem Joint-Venture von Mevis und dem Münchener DAX-Konzern, programmiert wurde. Nach Unternehmensangaben bietet das neue Verfahren nicht nur überlegene Diagnostikergebnisse in Fällen, in denen die digitale Mammographie unzuverlässig wird (Patientinnen mit dichtem Brustgewebe), sondern auch vielfältige und flexible Auswertungs- und Vergleichsoptionen. So können beispielsweise die behandelnden Ärzte leicht die Aufnahmen von unterschiedlichen Zeitpunkten gegenüberstellen und softwaregestützt vergleichen, um damit Veränderungen des untersuchten Gewebes schnell und zuverlässig zu beurteilen. Die damit auch ermöglichten Verbesserungen der klinischen Abläufe bieten den Kunden zudem Effizienzsteigerungspotenziale, ein wichtiges Argument im aktuellen, von engen Finanzierungsspielräumen geprägten Umfeld. Mevis rechnet damit, im zweiten Quartal erste Erlöse mit dem neuen Produkt zu generieren.

Volle Entwicklungspipeline

Die Software für den Ultraschall-Brust-Scanner ist dabei nur eine von mehreren Mevis-Innovationen, die sich derzeit in verschiedenen Entwicklungsphasen befinden und in den nächsten Monaten im Markt eingeführt werden sollen. Dazu

gehört beispielsweise eine Software zur Unterstützung der digitalen Tomosynthese der Brust, einer dreidimensionalen Weiterentwicklung der Mammographie, von der eine deutliche Verbesserung der Befundungsqualität erwartet wird. Das Produkt befindet sich derzeit noch im FDA-Zulassungsverfahren, wird aber außerhalb der USA bereits zunehmend verkauft. DynaCAD Prostate, eine Erweiterung der DynaCAD Produktfamilie, mit der MRT-Untersuchungen und Biopsien von Prostatakrebs vereinfacht und verbessert werden sollen, wird planmäßig im zweiten Halbjahr in den Markt eingeführt. Neben anderen Entwicklungen werden auch große Hoffnungen in ein Produkt zur Unterstützung der 3D-Computertomographie der Lunge gesetzt, das im Erfolgsfall deutliche Fortschritte bei der Diagnostik und Beobachtung von Lungentumoren verspricht, der mit Abstand tödlichsten Krebsart.

Ausblick

Kurzfristige Unsicherheiten

Die Einzigartigkeit der aktuellen Wirtschaftskrise wird nicht zuletzt darin sichtbar, dass diesmal auch Branchen in Mitleidenschaft gezogen werden, die bislang als konjunkturresistent galten. Dazu gehört gerade die Medizintechnik, deren Entwicklung in der Vergangenheit vor allem durch technischen Fortschritt determiniert wurde und die sich deswegen durch ein stetiges Wachstum über die verschiedenen Konjunkturphasen hinweg auszeichnete. Inzwischen aber melden auch die weltgrößten Anbieter von medizinischer Ausrüstung drastische Auftragseinbrüche, die hauptsächlich auf die Finanzierungsentpässe der amerikanischen Klinikketten zurückgeführt werden. Diese sind sowohl durch die unmittelbaren Einnahmefälle infolge der in den USA dramatisch steigenden Arbeitslosigkeit (die Entlassenen verlieren ihre Krankenversicherung, aufschiebbare Eingriffe werden aufgeschoben etc.) bedingt als auch durch Engpässe auf dem Markt für kommunale Anleihen, der bislang wichtigsten Geldquelle der Kliniken. Infolgedessen werden Investitionspläne aufgeschoben oder reduziert, nach einer Umfrage der Ratingagentur Moody's vom November haben mehr als die Hälfte der US-Kliniken geplante Baumaßnahmen aufgegeben, 45 Prozent haben auf vorgesehene Investitionen in neue Geräte verzichtet und immer noch 39 Prozent haben ihre IT-Investitionen gestoppt.

Prognosen zurückgenommen

Vor diesem schwierigen wirtschaftlichen Hintergrund, der sich beispielsweise bei Philips, einem der weltweit größten Medizintechnikhersteller, bereits in der Ankündigung niederschlug, 1.600 Jobs in der Medizintechniksparte abzubauen zu wollen, musste auch Mevis seine Wachstumspläne revidieren. Da die Gruppe fast 85 Prozent der Erlöse in den USA erwirtschaftet, wirkt sich die Investitionsschwäche der amerikanischen Kliniken unmittelbar auf die Auftragslage aus. Aus diesem Grund hat das Unternehmen die noch im letzten Jahr kommunizierten Pläne, 2009 rund 19 Mio. Euro umsetzen und 6,5 Mio. vor Steuern und Zinsen

verdienen zu wollen, im Februar widerrufen. Eine alternative Prognose wurde ob der vorherrschenden Unsicherheit nicht veröffentlicht, allerdings sollen in 2009 nach wie vor eine deutliche Umsatzsteigerung sowie ab der zweiten Jahreshälfte eine operative Ergebnisverbesserung erzielt werden.

**Mittelfristige Perspektiven
weiterhin intakt**

Diese erhöhte Unsicherheit haben auch wir in unserem letzten Newsflash zum Anlass genommen, unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen zu revidieren. Für das laufende Jahr gehen wir nun von einem Umsatz in Höhe von 15,7 Mio. Euro aus, womit wir auch unter Berücksichtigung der Konsolidierungseffekte ein minimales organisches Wachstum annehmen. Aufgrund des im letzten Jahr in Erwartung höherer Zuwachsraten aufgestockten Personalbestandes dürfte sich diese Stagnation überdurchschnittlich auf das Ergebnis auswirken, das wir vor Steuern und Zinsen nun auf 1,9 Mio. Euro (statt wie noch im Dezember auf 5,7 Mio. Euro) taxieren. Allerdings gehen wir nach wie vor davon aus, dass das Unternehmen mit seiner Produktpalette und den forcierten Entwicklungsanstrengungen auf dem richtigen Weg ist, um von den ungeachtet der aktuellen Krise grundsätzlich glänzenden Perspektiven der adressierten Märkte zu profitieren. Die Trends zur Digitalisierung der Medizintechnik sowie die zunehmende Verbreitung von bildgebenden und -basierten Diagnose- und Eingriffsverfahren sind weiterhin intakt, so dass der Bedarf nach entsprechender Software trendmäßig weiter mit hohen Raten wachsen dürfte. Aus dieser Überzeugung heraus haben wir in unseren Schätzungen bereits ab 2010 ein deutlich dynamischeres Wachstum und wieder steigende Margen modelliert. Insgesamt beruht unsere Bewertung auf den folgenden Annahmen zum Geschäftsverlauf in den nächsten acht Jahren:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	15,7	18,8	22,6	27,1	32,0	37,1	42,7	49,1
Erlöswachstum		20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	16,0%	15,0%	15,0%
Nettorendite	9,8%	12,0%	15,0%	19,0%	19,0%	17,0%	15,0%	13,5%
Gewinn (Mio. Euro)	1,54	2,26	3,39	5,15	6,08	6,31	6,41	6,63
Gewinnwachstum		46,9%	50,0%	52,0%	18,0%	3,8%	1,5%	3,5%

**Fairer Wert 38,60 Euro je
Aktie**

Hieraus resultiert ein neuer Unternehmenswert von 65,5 Mio. Euro. Als Diskontierungssatz haben wir 9,9 Prozent unterstellt, der auf einem risikolosen Zins von 3,0 Prozent, einer langfristigen Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,3 basiert. Für den nicht mehr detailliert erfassten Zeitraum ab 2017 wurde eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent angenommen. Je Aktie entspricht der errechnete Wert 38,60 Euro, wobei wir die Anzahl der Papiere um die im Unternehmenssitz befindlichen 122 Tsd. Aktien korrigiert haben.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mevis hat 2008 trotz des zum Jahresende eingetrübten Umfelds eine kräftige Umsatzsteigerung erzielt und durch Sondereffekte den Nachsteuergewinn deutlich erhöht. Dank der Konsolidierung der letztjährigen Übernahmen wird der Bremer Konzern auch dieses Jahr ein hohes Wachstum ausweisen und dabei weiterhin profitabel bleiben. Ebenso sehen wir die mittelfristigen Perspektiven unverändert optimistisch: das Unternehmen agiert in aussichtsreichen Märkten, gehört dort zu den Innovationsführern und verfügt dank der Kooperationen mit führenden Hardwareanbietern über eine exzellente Marktposition. Und die volle Entwicklungspipeline lässt auf eine Übertragung der bisherigen Erfolge auf weitere medizinische Bereiche hoffen. Allerdings ist es angesichts der aktuellen Krise – insbesondere auf dem US-Gesundheitsmarkt – unsicher, wann die Rückkehr zur alten Dynamik und damit auch zur alten Profitabilität gelingt. Alles in allem sehen wir uns in unserer bisherigen Einschätzung der Gesellschaft bestätigt, das aktuelle Kursniveau, das fast 50 Prozent unter dem von uns konstatierten fairen Wert liegt, sehen wir als eine gute Einstiegsgemeinschaft. Wir belassen unser Urteil weiterhin bei „Kaufen“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. A. Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
24.02.2009	26,99 Euro	Kaufen
17.12.2008	36,55 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.