

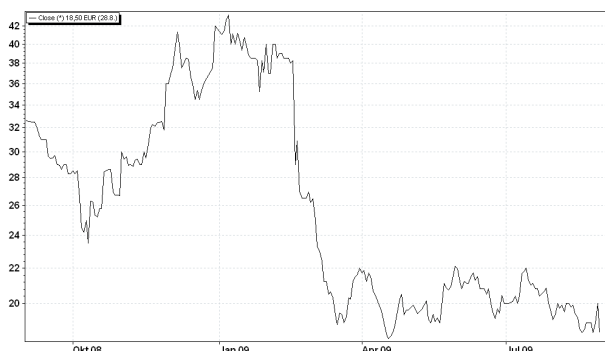
MeVis Medical Solutions AG

Zusammenfassung

- **Umsatzanstieg dank Konsolidierung:** Der Software-spezialist für bildgebende medizinische Anwendungen hat im ersten Halbjahr seine Einnahmen um 16,3 Prozent auf 6,4 Mio. Euro gesteigert. Bereinigt um Konsolidierungseffekte musste allerdings ein 20-prozentiger Rückgang hingenommen werden, der insbesondere das Kerngeschäft Digitale Mammographie und hier die Lizenzverkäufe betraf. Demgegenüber konnten die Einnahmen aus Wartungsverträgen um mehr als das Dreifache gesteigert werden.
- **Ergebnis bleibt positiv:** In einem schwierigen Umfeld wurde erneut ein positives Halbjahresergebnis erwirtschaftet, doch im Vorjahresvergleich musste trotz der Umsatzsteigerung ein deutlicher Rückgang hingenommen werden.
- **Mittelfristige Perspektiven weiter gut:** Angesichts des umkehrbaren Trends zur Digitalisierung der Medizin dürfte die Nachfrage nach entsprechender Software weiter dynamisch zunehmen. Als führender Anbieter solcher Speziallösungen wird auch Mevis davon profitieren, wenn auch die Entwicklung der nächsten Monate noch von der Krise des US-Krankenhaussektors dominiert bleiben dürfte.
- **Kaufurteil bestätigt:** Trotz reduzierter Schätzungen sehen wir nach wie vor ein hohes Kurspotenzial und stufen die Aktie weiterhin mit „Kaufen“ ein.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **34,88 Euro**
Aktueller Kurs 19,20 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	20,00	22,00	43,22
Tief (Euro)	18,50	18,50	18,21
Performance	-2,8%	-9,4%	-41,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	16,4 Tsd.	16,3 Tsd.	26,9 Tsd.

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	32,6 Mio. Euro
Free Float	ca. 40 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	7,9	10,8	14,0	16,8	CAGR Umsatz 07-10 (e)	28,6%
Umsatzwachstum	-5,3%	36,7%	29,6%	20,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	43,9%
EBIT (Mio. Euro)	0,8	0,7	1,1	2,4	CAGR EpS 07-10 (e)	133,5%
EBIT-Marge	10,2%	6,2%	7,6%	14,3%		
EpS*	0,08	1,25	0,33	0,99	Enterprise Value (Mio. Euro)	38,7
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	32,3
KUV*	4,12	3,02	2,33	1,94	EV / Umsatz 09 (e)	2,8
KGV*	246,9	15,4	58,2	19,4	EV / EBIT 09 (e)	36,2
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	1,0

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

Jüngste Geschäftsentwicklung

Konsolidierungseffekt er- möglichst Umsatzwachstum

Dank der im letzten Herbst vollzogenen vollständigen Übernahme des bis dahin in einem Join-Venture mit Siemens betriebenen Hologic-Geschäfts hat Mevis in den ersten sechs Monaten eine Umsatzsteigerung von 16 Prozent auf 6,4 Mio. Euro erzielt. Allerdings verdeckt diese Zahl, dass der schwerpunktmäßig auf dem amerikanischen Markt aktive Softwarespezialist für bildgebende Medizinanwendungen im Berichtszeitraum von der tiefen Krise des dortigen Krankenhaussektors spürbar in Mitleidenschaft gezogen wurde. Dementsprechend meldet das Unternehmen bereinigt um den Konsolidierungseffekt einen rund 20-prozentigen Umsatzrückgang. Besonders hart betroffen war dabei das Kerngeschäft Digitale Mammographie, dessen Erlöse organisch um mehr als ein Viertel schrumpften. Zuzüglich der Konsolidierung lag der Spartenumsatz aber mit rund einem Drittel über dem Vorjahreswert, bei 4,5 Mio. Euro. Anders als von uns zunächst erwartet, war auch in den Monaten April bis Juni noch keine Belebung festzustellen. Ganz im Gegenteil: Im zweiten Quartal musste auf Konzernebene selbst ohne eine Bereinigung des Konsolidierungseffekts ein Rückgang der Erlöse um 4,5 Prozent auf 2,9 Mio. Euro ausgewiesen werden.

Mio. Euro	1. HJ 2008	1. HJ 2009	Änderung
Umsatz	5,47	6,37	16,3%
Digitale Mammographie	3,37	4,50	33,6%
Sonstige Befundung	2,11	1,87	-11,5%
EBIT	0,93	0,47	-49,2%
Digitale Mammographie	2,26	2,70	19,6%
Sonstige Befundung	-1,27	-2,22	-74,6%
Periodenergebnis	0,92	0,16	-82,6%

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Mevis; Quelle: Unternehmensangaben

Nach wie vor profitabel

Da gleichzeitig die Kapazitäten seit dem letzten Jahr auf ein deutlich höheres Erlösniveau vorbereitet wurden, führt die mangelnde Auslastung infolge des Nachfrageeinbruchs zu einem überproportionalen Gewinnrückgang. So wurde beim EBIT trotz einer im Vorjahresvergleich um 0,6 Mio. Euro höheren Kostenentlastung durch aktivierte Entwicklungsleistungen sowie trotz der auf 0,8 Mio. Euro verdreifachten sonstigen betrieblichen Erträge (hauptsächlich öffentliche Zuschüsse) mit 0,47 Mio. Euro lediglich die Hälfte des letztjährigen Wertes erwirtschaftet. Mit dazu beigetragen haben auch gestiegene Abschreibungen auf Sachanlagen, aktivierte Eigenleistungen und abschreibungspflichtige immaterielle Vermögensgegenstände wie den übernommenen Kundenstamm, die sich vor allem im Zuge der letztjährigen Akquisitionen von 0,4 auf 1,2 Mio. Euro erhöhten. Da zudem das Finanzergebnis ob der gesunkenen Habenzinsen sowie der neuen Belastungen aus der – rechnerischen und damit nicht liquiditätswirksamen – Aufzinsung der noch fälligen Kaufpreistraten für die letztjährigen Über-

nahmen mit fast 80 Tsd. Euro ins Minus drehte (nach einem Überschuss von 0,58 Mio. Euro im Vorjahr), reduzierte sich der Periodenüberschuss um vier Fünftel auf nur noch 0,16 Mio. Euro. Bemerkenswerterweise konnte dabei aber selbst in dem ausgesprochen schwachen zweiten Quartal noch ein minimaler Überschuss (EBIT 34 Tsd. Euro) erzielt werden, was die Gesellschaft nicht zuletzt auf die zwischenzeitlich durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen zurückführt.

Ausblick

Schwache Nachfrage in den USA

Angesichts der herausragenden Bedeutung des nordamerikanischen Klinikmarktes für die gesamte Medizintechnik und somit auch für Mevis ist eine nachhaltige Rückkehr zu den Wachstumsraten und Margen aus der Vor-Krisen-Zeit derzeit kaum absehbar. Insofern sind die aktuellen Nachrichten aus Amerika wenig erfreulich: die amerikanischen Krankenhäuser leiden weiterhin massiv unter den Folgen der Arbeitslosigkeit (gesunkene Versicherungsabdeckung der Bevölkerung) sowie unter anhaltenden Finanzierungsproblemen, die vielfach durch misslungene Zinsspekulationen noch massiv verstärkt wurden. Wenig überraschend, dass in diesem Umfeld acht von zehn Krankenhäusern ihre Investitionspläne reduziert bzw. zurückgestellt haben (Quelle: American Hospital Association). Als weitere Belastung auch mittelfristiger Natur wird immer mehr die in den USA heiß diskutierte Gesundheitsreform erkennbar, die bereits jetzt zu Preiszugeständnissen der Kliniken geführt hatte und die sich auch in verschärften Wettbewerbs- wie auch Besteuerungsregeln auswirken könnte.

Verbreiterung der Einnahmenbasis sinnvoll

Vor diesem Hintergrund erscheinen die Bemühungen des Bremer Softwarespezialisten, die Marktpräsenz durch die forcierte Entwicklung und Einführung neuer Produkte auch unter Inkaufnahme hoher Vorleistungen konsequent auszubauen, als eine notwendige Voraussetzung für künftiges Wachstum. Überzeugend wirkt auch die Strategie, vor allem auf Basis der bestehenden Installationen den direkten Kundenkontakt auszubauen und damit auch außerhalb des bislang dominierenden OEM-Geschäfts Vertriebsaktivitäten zu entfalten. Dass diese Ansätze nicht ohne Erfolg bleiben, bestätigt nicht zuletzt der rasch steigende Anteil von Einnahmen aus Wartungsverträgen, die im ersten Halbjahr bereits für fast ein Fünftel der Einnahmen sorgten (nach 6 Prozent im Vorjahr). Doch damit ist dieses Standbein derzeit immer noch zu klein, um die fehlende Dynamik im Lizenzgeschäft mit der Software für die digitale Mammographie kurzfristig zu kompensieren. Dasselbe gilt für die zuletzt erfolgten bzw. für das zweite Halbjahr anstehenden Produktneueinführungen wie die der Software DynaCAD Prostate zur Diagnose und Therapiebegleitung bei Prostatakrebs: Die hieraus zu erwartenden Umsatz- und Ergebnisbeiträge dürften in den nächsten Monaten noch zu gering sein, um die Schwäche im Kerngeschäft auszugleichen. Dies umso mehr,

als sie letztendlich denselben medizintechnischen Markt adressieren und damit von denselben Finanzierungsproblemen auf Seiten der Kunden betroffen sein dürften.

Anpassung unserer Schätzungen

Vor diesem Hintergrund müssen wir unsere bisherige Annahme einer leichten organischen Umsatzsteigerung für 2009 aufgeben. Statt wie bisher mit 15,7 Mio. Euro kalkulieren wir deswegen mit 14 Mio. Euro, was zwar gegenüber dem ersten Halbjahr eine leichte Belebung impliziert, gegenüber 2008 aber einen organischen Umsatzrückgang bedeutet. Unter Beibehaltung der unterstellten Wachstumsraten führt diese Absenkung auch für die Folgejahre zu einer Reduktion der Erlösreihe. Ebenso stufen wir unsere bisherige Gewinnschätzung als nicht mehr realistisch ein und setzen nun 0,6 Mio. Euro an. Angesichts des insgesamt attraktiven Zielmarktes und der viel versprechenden Positionierung halten wir die bisherige Zielmarge hingegen für – mittelfristig – realisierbar, weswegen wir die Profitabilitätsannahmen ab 2011 unverändert lassen. Insgesamt führen unsere Modifikationen zum folgenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	14,0	16,8	20,2	24,2	28,5	33,1	38,1	43,8
Erlöswachstum		20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	16,0%	15,0%	15,0%
Nettorendite	4,0%	10,0%	15,0%	19,0%	19,0%	17,0%	15,0%	13,5%
Gewinn (Mio. Euro)	0,56	1,68	3,02	4,60	5,42	5,63	5,71	5,91
Gewinnwachstum		200%	80,0%	52,0%	18,0%	3,8%	1,5%	3,5%

Fairer Wert 34,88 Euro je Aktie

Unter Annahme einer „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent ab 2017 sowie unter Zugrundlegung eines Diskontierungssatzes von 9,9 Prozent (bestehend aus einem risikolosen Zins von 3,0 Prozent, einer langfristigen Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,3) resultiert hieraus ein Unternehmenswert von 59,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht dies 34,88 Euro, rund 80 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Im ersten Halbjahr und insbesondere in den Monaten April bis Juni musste Mevis der tiefen Krise des amerikanischen Kliniksektors, seines wichtigsten Absatzmarktes, einen hohen Tribut zollen. Der Umsatz konnte zwar dank der Konsolidierung der letztjährigen Übernahmen um insgesamt 16,3 Prozent gesteigert werden, doch organisch war ein rund 20-prozentiger Umsatzeinbruch zu verzeichnen. Entsprechend schwach war auch die Gewinnentwicklung, sowohl beim EBIT als auch beim Nettoüberschuss musste ein hoher Rückgang gemeldet werden. Damit lagen die Zahlen unter unseren Erwartungen. Wir gehen nun davon

aus, dass die Durststrecke länger anhalten und sich weit ins nächste Jahr ziehen wird. Das Unternehmen ist zwar sowohl technologisch als auch strategisch glänzend positioniert, doch ohne eine nachhaltige Erholung des adressierten Marktes dürften selbst die viel versprechenden Produktneueinführungen lediglich für eine teilweise Kompensation des konjunkturellen Nachfragerückgangs sorgen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen insbesondere für das laufende und das nächste Jahr reduziert, bleiben aber bei unserer grundsätzlich positiven Beurteilung und empfehlen die Aktie auf dem reduzierten Niveau weiterhin zum Kauf.

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>
08.06.2009	21,20 Euro	Kaufen
06.05.2009	19,91 Euro	Kaufen
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“ ein 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 Studiererstellung 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.