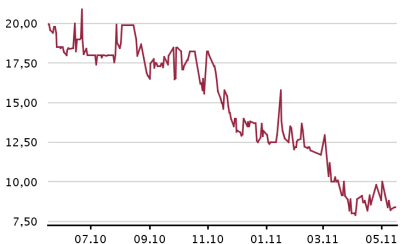


**Halten** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 9,00** (alt: 12,00)

**Kurs** EUR 8,40  
**Bloomberg** M3V GR  
**Reuters** M3VG  
**Branche** Software

**Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin**



Aktien Daten: 31.05.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 15,3 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 13,4 Mio.  
**Buchwert:** EUR 24,4 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,8 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 3,9 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Sonstige Großaktionäre 31,2 %  
 Professor Dr. Heinz-Otto Peitgen 19,5 %  
 Dr. Carl J. G. Evertsz 19,5 %  
 Dr. Hartmut Jürgens 16,5 %  
 Freefloat 13,3 %

**Termine:**  
 HV 15.06.11  
 Zahlen Q2 29.08.11  
 Zahlen Q3 21.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	14,8	-2,9	15,6	-7,5	15,1	-
<b>EBIT</b>	0,1	417	0,3	-71,4	0,5	-
<b>EPS</b>	-0,15	n.m.	-0,08	n.m.	0,01	-

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 01.06.2011  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

## Gutes Q1 - Aber schwaches Neugeschäft

Am 30.05.11 legte die Mevis Medical Solutions AG die Geschäftszahlen für das erste Quartal vor. Aufgrund eines über den Erwartungen (der Warburg Research) liegenden Umsatzes und deutlich gesenkter Personalaufwendungen (von EUR 2,8 auf EUR 2,5) sowie reduzierter sonstiger Aufwendungen lag das EBIT mit EUR +0,5 Mio. leicht im positiven Bereich. Aufgrund hoher latenter Steueraufwendungen fiel das Ergebnis nach Steuern jedoch deutlich negativ aus. Insgesamt wird die EBIT-Erwartung für das laufende Jahr leicht angehoben und die EPS-Erwartung gesenkt.

MeVis Medical Solutions - Q1 2011							
Angaben in Mio. EUR	Q1/11	Q1/11e	Q1/10	yoy	2011e	2010	yoy
<b>Umsatz</b>	3,7	3,5	3,7	0,0%	14,4	14,3	0,8%
<b>EBITDA</b>	1,4	0,9	1,0	44,0%	4,4	3,5	26,5%
<i>Marge</i>	38,0%	26,5%	26,4%		30,3%	24,2%	
<b>EBIT</b>	0,5	0,0	0,1	241,2%	0,6	-5,4	-
<i>Marge</i>	13,7%	0,5%	4,0%		4,3%	-38,0%	
<b>EPS in EUR</b>	-0,11	-0,05	-0,09	22,2%	-0,24	-4,89	-95,1%

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

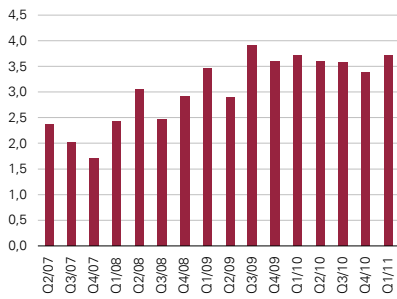
**Problematisch bleibt weiterhin das Geschäftsfeld sonstige Befundung:** Denn während im angestammten Geschäft „Digitale Mammographie“ der Umsatz um 6% auf EUR 2,9 Mio. anstieg, sank der Umsatz im Bereich der sonstigen Befundung um 16% auf EUR 0,8 Mio. Dies ist enttäuschend, da der Großteil der in den letzten Jahren neu entwickelten Produkte in diesem Bereich angesiedelt ist. Es gelingt also offensichtlich nicht, mit neuen Produkten an das Wachstum der vergangenen Jahre anzuschließen. Bereits in den Quartalen zuvor hatte sich dies angedeutet. Problematisch ist diese Entwicklung vor dem Hintergrund, dass im Segment der digitalen Mammographie die Marktsättigung bald erreicht ist. Bereits 75% der durch die FDA zugelassenen Einrichtungen nutzen in den USA digitale Technologie (Vj. 65%). Dies zeigt, zusammen mit den jüngst nur noch geringen Wachstumsraten, dass dieses Segment nach jahrelangem durch Technologiewechsel getriebenem Zuwachs nun langsam an die Wachstumsgrenze stößt. Gleichzeitig ist nicht damit zu rechnen, dass die neuen Technologien dieses Geschäft ersetzen können, denn die neuen Technologien werden nur sehr langsam vom Markt angenommen. Erst in 2012 ist die Einführung weiterer wesentlicher Applikationen vorgesehen. **Folglich wird die Umsatz- und Ergebniserwartung der Warburg Research für 2012ff nochmals gesenkt.**

Auf Basis der neuen Prognosen wird nun auch für 2012ff mit sehr niedrigen Ergebnissen gerechnet. Bei gleichzeitig hohen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen wird jetzt frühestens für 2013 eine merkliche Erhöhung der Ergebnisse antizipiert. Der auf Basis der neuen Prognosen errechnete DCF-Wert wird daher nochmals von EUR 12 auf EUR 9 reduziert.

**Die Einschätzung für die Aktie lautet weiter Halten.**

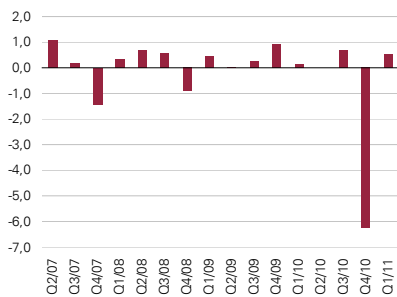
Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>31.12.</b>							
<i>in EUR Mio</i>							
<b>Umsatz</b>	7,9	10,8	13,9	14,3	14,4	14,4	15,1
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-5,4%	37,4%	27,9%	3,0%	0,8%	0,0%	5,0%
<b>Rohertrag</b>	7,2	12,4	15,7	16,4	16,9	16,9	17,6
<i>Rohertragsmarge</i>	91,8%	114,5%	113,3%	114,7%	117,3%	117,3%	116,3%
<b>EBITDA</b>	0,9	1,8	4,5	3,5	4,4	3,4	4,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,9%	16,2%	32,3%	24,2%	30,3%	23,6%	26,5%
<b>EBIT</b>	0,5	0,7	1,6	-5,4	0,6	0,1	0,5
<i>EBIT-Marge</i>	6,3%	6,1%	11,8%	-38,0%	4,3%	0,6%	3,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	0,1	2,1	0,4	-8,3	-0,4	-0,3	0,0
<b>EPS</b>	0,17	1,21	0,23	-4,89	-0,24	-0,17	0,01
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-5,00	-0,64	0,02	1,04	0,67	-0,33	-0,35
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	1,8	1,3	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	15,5	8,3	3,3	4,2	3,1	4,1	3,4
<b>EV/EBIT</b>	29,4	21,9	8,9	n.m.	21,5	166,7	26,1
<b>KGV</b>	49,4	6,9	36,5	n.m.	n.m.	n.m.	840,0
<b>ROCE</b>	2,6%	1,6%	3,3%	-13,7%	2,0%	0,3%	2,2%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	n.a.	n.a.	10,5%	1,9%	3,5%	n.a.	0,8%

**Entwicklung Umsatz**  
in EUR Mio.



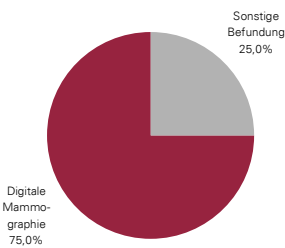
Quelle: MeVis Medical Solutions

**Entwicklung EBIT**  
in EUR Mio.



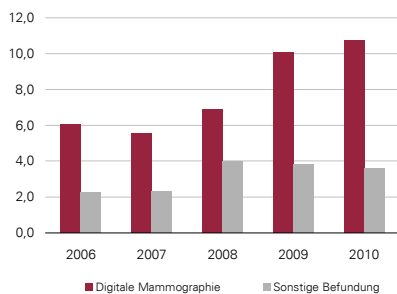
Quelle: MeVis Medical Solutions

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**  
2010



Quelle: MeVis Medical Solutions

**Umsatzaufteilung nach Bereichen**  
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

**Unternehmenshintergrund**

Der Ursprung der 1998 gegründeten MeVis Medical Solutions AG geht auf das Jahr 1992 zurück, in dem das CeVis (Center for Complex Systems and Visualizati-on) an der Universität Bremen gegründet worden ist. Die MeVis Medical Solutions AG wurde mit dem Ziel gegründet, auf Basis der wissenschaftlichen Erfolge im Bereich der Forschung kommerziell - erfolgreiche krankheitsorientierte Produkte zu entwickeln und diese zu vermarkten. Seit Gründung ist MeVis im Bereich der Computerunterstützung bildbasierter, medizinischer Diagnostik und Therapie tätig.

MeVis ist es gelungen, zu einem weltweit führenden Anbieter von Softwarelösungen für die bildbasierte Medizin aufzusteigen. Diese Entwicklung basiert im Wesentlichen auf dem Erfolg im Bereich der digitalen Mammographie. Gemeinsam mit Hologic und Siemens dominieren die Lösungen der MeVis heute dieses Segment. Darüber hinaus verfügt MeVis über eine breite Produktpalette, die teilweise bereits am Markt oder im Endstadium der Entwicklung ist.

**Wettbewerbsqualität**

MeVis verfolgt eine Strategie der frühen Marktbesetzung in neuen Feldern der bildgebenden Medizintechnik. Im Fokus stehen dabei Produkte für Massenmärkte (wie z.B. Brustkrebs-Screening, computergestützte Neurochirurgie). Die Fähigkeit der sehr frühen Marktbesetzung zeichnet MeVis gegenüber Wettbewerbern aus. Die Strategie basiert auf einer Kombination wichtiger Faktoren:

- **Exzellente Mitarbeiter:** Basis für die erstklassige Expertise des Unternehmens bildet die wissenschaftliche Exzellenz des Arbeiterteams um Prof. Dr. Peitgen (Gründer der MeVis-Gruppe) und Dr. Carl J. G. Evertsz. Zu den Mitarbeitern der MeVis gehören Spitzenforscher im Bereich der computerunterstützten Medizin.
- **Weltweites Partnernetzwerk mit F&E-Zentren und Kliniken:** MeVis unterhält langfristig und interdisziplinär angelegte Kooperationen mit über 100 Kliniken und führenden Forschungszentren in Deutschland, Europa, den USA und Asien. Die hochgradige Marktnähe der MeVis ist immer wieder Ursprung für Produktinnovationen.
- **Partnerschaften mit führenden Geräteherstellern:** MeVis pflegt Partnerschaften mit den weltweit führenden Medizintechnik-OEMs. Beispielhaft sind hier folgende zu nennen: Zusammen mit Siemens werden führende Produkte im Bereich Digitaler Mammographie vermarktet. Der wichtigste Anbieter digitaler Mammographiegeräte (Hologic) nutzt ausschließlich MeVis Software für ihre digitalen Mammographie-Workstations. Des Weiteren gibt es eine Kooperation mit In vivo/Philips im Bereich MRT und Biopsie.

In der engen Zusammenarbeit der MeVis mit OEMs sowie in der Fähigkeit der MeVis diesen Herstellern frühzeitig marktfähige, technologisch führende Produkte anzubieten, liegt der wesentliche Aspekt der Strategie und der Einzigartigkeit der MeVis. Milliardenkonzerne wie Siemens, Hologic und In vivo/Philips haben bereits eindrucksvoll gezeigt, dass dieser Ansatz sich bewährt hat.

### Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>7,9</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>14,4</b>	<b>15,1</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	1,9	2,3	2,8	3,0	3,0	3,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>7,9</b>	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,1</b>	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>	<b>18,1</b>
Materialaufwand	0,7	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5
<b>Rohertrag</b>	<b>7,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,7</b>	<b>16,4</b>	<b>16,9</b>	<b>16,9</b>	<b>17,6</b>
Personalaufwendungen	4,2	7,7	9,8	10,4	10,8	11,8	11,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	1,1	1,8	1,1	1,3	1,3	1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,3	4,1	3,3	3,7	3,0	3,0	3,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,4	0,5	5,8	0,4	0,4	0,5
<b>EBITA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,7	2,3	3,1	3,3	2,9	3,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>
Zinserträge	0,2	1,1	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	1,0	0,7	1,1	1,1	1,1
Finanzergebnis	0,0	2,0	-0,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>
Steuern gesamt	0,4	0,6	0,8	2,7	0,5	-0,1	0,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	17,9 %	16,6 %	19,5 %	20,8 %	20,8 %	19,8 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>117,9 %</b>	<b>116,6 %</b>	<b>119,5 %</b>	<b>120,8 %</b>	<b>120,8 %</b>	<b>119,8 %</b>
Materialaufwand	8,2 %	3,4 %	3,3 %	4,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
<b>Rohertrag</b>	<b>91,8 %</b>	<b>114,5 %</b>	<b>113,3 %</b>	<b>114,7 %</b>	<b>117,3 %</b>	<b>117,3 %</b>	<b>116,3 %</b>
Personalaufwendungen	53,2 %	70,7 %	70,7 %	72,7 %	75,0 %	81,8 %	77,9 %
Sonstige betriebliche Erträge	15,0 %	9,8 %	13,2 %	8,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	41,6 %	37,4 %	23,6 %	25,8 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,9 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>32,3 %</b>	<b>24,2 %</b>	<b>30,3 %</b>	<b>23,6 %</b>	<b>26,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8 %	3,6 %	3,9 %	40,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
<b>EBITA</b>	<b>9,1 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>28,4 %</b>	<b>-16,4 %</b>	<b>27,3 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>23,5 %</b>
Abschreibungen auf iAV	2,8 %	6,5 %	16,6 %	21,6 %	23,0 %	20,0 %	20,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>-38,0 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>0,6 %</b>	<b>3,5 %</b>
Zinserträge	2,5 %	9,7 %	4,3 %	2,7 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %
Zinsaufwendungen	1,7 %	3,0 %	7,2 %	5,0 %	7,6 %	7,6 %	7,3 %
Finanzergebnis	-0,1 %	18,8 %	-3,4 %	-1,3 %	-3,5 %	-3,5 %	-3,3 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>-39,2 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,2 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>6,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>-39,2 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,2 %</b>
Steuern gesamt	4,5 %	5,5 %	5,6 %	19,2 %	3,7 %	-0,9 %	0,1 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-58,4 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>0,1 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-58,4 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>0,1 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-58,4 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>0,1 %</b>

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Bilanz MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,4	26,9	27,1	22,0	22,4	23,2	23,9
davon übrige imm. VG	1,2	10,1	10,5	9,4	9,8	10,6	11,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,1	16,7	16,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Sachanlagen	0,4	1,4	1,2	0,9	0,8	0,6	0,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,8</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>24,2</b>	<b>24,5</b>	<b>25,1</b>	<b>25,7</b>
Vorräte	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	2,3	4,2	5,1	2,8	2,4	2,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,7	8,5	3,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Liquide Mittel	28,5	20,3	15,1	8,2	6,3	2,7	n.a.
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>33,8</b>	<b>31,3</b>	<b>22,7</b>	<b>14,6</b>	<b>10,4</b>	<b>6,4</b>	<b>2,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>35,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,0</b>	<b>38,8</b>	<b>34,9</b>	<b>31,6</b>	<b>28,6</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	28,3	28,4	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,7	-0,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,7	2,4	2,3	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Buchwert	30,8	32,6	32,6	24,8	24,4	24,1	24,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>30,8</b>	<b>32,6</b>	<b>32,6</b>	<b>24,8</b>	<b>24,4</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,1	0,2	0,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,9	19,4	14,5	7,5	4,5	1,5	-1,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,7	1,0	1,1	1,3	0,8	0,8	0,8
Sonstige Verbindlichkeiten	1,2	6,3	2,6	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4,8</b>	<b>27,0</b>	<b>18,3</b>	<b>14,0</b>	<b>10,5</b>	<b>7,5</b>	<b>4,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>35,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,0</b>	<b>38,8</b>	<b>34,9</b>	<b>31,6</b>	<b>28,6</b>

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Bilanz MeVis Medical Solutions

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,9 %	45,1 %	53,1 %	56,7 %	64,2 %	73,5 %	83,5 %
davon übrige imm. VG	3,5 %	17,0 %	20,6 %	24,1 %	28,0 %	33,5 %	39,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,4 %	28,1 %	32,5 %	32,6 %	36,2 %	40,0 %	44,2 %
Sachanlagen	1,1 %	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	1,7 %
Finanzanlagen	0,1 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %	3,7 %	4,1 %	4,5 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>5,1 %</b>	<b>47,5 %</b>	<b>55,5 %</b>	<b>62,4 %</b>	<b>70,1 %</b>	<b>79,5 %</b>	<b>89,7 %</b>
Vorräte	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,3 %	3,9 %	8,3 %	13,2 %	8,0 %	7,6 %	8,7 %
Sonstige Vermögensgegenstände	7,5 %	14,3 %	6,3 %	3,1 %	3,4 %	3,8 %	4,2 %
Liquide Mittel	80,0 %	34,0 %	29,6 %	21,0 %	18,1 %	8,7 %	n.a.
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>94,8 %</b>	<b>52,5 %</b>	<b>44,5 %</b>	<b>37,6 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>20,4 %</b>	<b>10,3 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,1 %	3,1 %	3,6 %	4,7 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %
Kapitalrücklage	79,4 %	47,6 %	55,8 %	73,5 %	81,7 %	90,2 %	99,7 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-1,2 %	-2,2 %	-2,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,9 %	4,1 %	4,6 %	-14,3 %	-15,9 %	-17,5 %	-19,4 %
Buchwert	86,4 %	54,7 %	63,9 %	63,9 %	69,8 %	76,2 %	84,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>86,4 %</b>	<b>54,7 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>69,8 %</b>	<b>76,2 %</b>	<b>84,3 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	0,1 %	0,4 %	0,4 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %	3,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	8,1 %	32,6 %	28,4 %	19,2 %	12,8 %	4,6 %	-5,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8 %	1,7 %	2,2 %	3,4 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	3,4 %	10,5 %	5,0 %	10,7 %	11,9 %	13,2 %	14,6 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>13,5 %</b>	<b>45,3 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>36,1 %</b>	<b>30,0 %</b>	<b>23,7 %</b>	<b>15,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>MeVis</b>	<b>Medical</b>					
<b>Solutions</b>							
in EUR Mio.	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,7	0,6	-0,2	-5,3	-0,4	-0,3	0,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,4	0,5	5,8	0,4	0,4	0,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,7	2,3	3,1	3,3	2,9	3,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,2	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	1,4	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
Veränderung Vorräte	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,2	-0,6	1,9	-0,5	2,3	0,4	-0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,0	0,4	-1,6	1,4	-0,5	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-0,3	0,3	0,9	1,8	0,4	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>
CAPEX	-1,4	-4,0	-3,0	-3,2	-4,0	-4,0	-4,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,2	-4,5	-4,7	-7,2	-3,0	-3,0	-3,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-5,0	-2,3	3,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,6</b>	<b>-13,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-0,4	-0,1	-0,4	-3,0	-3,0	-3,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-2,2	-2,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	2,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	3,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>27,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	23,0	-13,2	-7,4	-2,0	-1,8	-3,6	-3,6
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>28,5</b>	<b>15,3</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>3,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Kennzahlen MeVis Medical Solutions

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,1 %	101,7 %	84,4 %	95,3 %	90,5 %	97,3 %	93,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	85.783	59.912	58.029	63.799	58.442	53.129	50.714
EBITDA je Mitarbeiter	10.207	9.707	18.720	15.415	17.727	12.530	13.431
EBIT-Marge	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-38,0 %	4,3 %	0,6 %	3,5 %
EBITDA / Operating Assets	40,0 %	61,1 %	101,2 %	71,4 %	151,6 %	145,3 %	175,1 %
ROA	7,3 %	7,5 %	1,4 %	-34,5 %	-1,7 %	-1,2 %	0,1 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	19,8	7,7	11,6	15,4	18,4	22,6	31,1
Operating Assets Turnover	3,4	3,8	3,1	3,0	5,0	6,2	6,6
Capital Employed Turnover	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-13,7 %	2,0 %	0,3 %	2,2 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	4,9 %	4,1 %	9,0 %	8,7 %	14,3 %	12,5 %	16,6 %
ROE	0,4 %	6,5 %	1,2 %	-33,7 %	-1,7 %	-1,2 %	0,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-29,1 %	-1,7 %	-1,2 %	0,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-29,1 %	-1,7 %	-1,2 %	0,1 %
ROIC	0,4 %	3,9 %	0,8 %	-22,5 %	-1,2 %	-1,0 %	0,1 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-25,6	-0,8	-0,6	-0,7	-1,9	-1,3	-0,7
Net Gearing	-83,1 %	-2,5 %	-1,9 %	-2,8 %	-7,6 %	-5,3 %	-2,8 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1063,6 %	167,8 %	225,2 %	332,3 %	546,7 %	1650,8 %	n.a.
Current ratio	7,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
Acid Test Ratio	7,0	1,2	1,2	1,0	1,0	0,8	0,6
EBITDA / Zinsaufwand	6,9	5,5	4,5	4,8	4,0	3,1	3,6
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	4,1	n.a.	1,2	0,2	1,1
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-3,8	-1,1	0,0	1,8	1,2	-0,6	-0,6
Free Cash Flow / Umsatz	-48,7 %	-10,2 %	0,2 %	12,4 %	8,0 %	-3,9 %	-4,0 %
Adj. Free Cash Flow	-0,3	-1,1	1,5	0,3	0,5	-0,5	0,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-10,6 %	-23,2 %	1,7 %	-3,5 %	-4,6 %	-10,3 %	-6,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-2912,9 %	-52,5 %	7,8 %	-21,2 %	-278,5 %	194,8 %	-3230,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	4,3 %	3,4 %	3,3 %	8,3 %	13,2 %	63,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,6 %	2,9 %	5,9 %	6,5 %	18,5 %	37,2 %	-2682,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	18,8 %	83,2 %	38,4 %	-4,9 %	27,7 %	27,7 %	26,5 %
Maint. Capex / Umsatz	15,9 %	26,2 %	21,2 %	22,3 %	27,1 %	27,1 %	25,8 %
CAPEX / Abschreibungen	334,3 %	825,8 %	187,3 %	-7,8 %	106,5 %	120,4 %	115,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,9 %	15,7 %	16,9 %	25,0 %	20,9 %	13,2 %	11,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	397,7 %	225,9 %	376,6 %	390,2 %	350,0 %	300,0 %	312,5 %
Inventory processing period (Tage)	0,4	5,2	3,4	2,2	1,8	1,8	1,8
Receivables collection period (Tage)	120	78,9	111	131	70,0	60,0	60,0
Payables payment period (Tage)	30,2	34,9	29,5	33,6	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	90,1	49,2	85,0	99,8	51,8	41,8	41,8
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/sales	1,8	1,3	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9
EV/EBITDA	15,5	8,3	3,3	4,2	3,1	4,1	3,4
EV/EBIT	29,4	21,9	8,9	n.m.	21,5	166,7	26,1
EV/FCF	n.m.	n.m.	470,5	8,2	11,7	n.m.	n.m.
P/E	49,4	6,9	36,5	n.m.	n.m.	n.m.	840,0
P/CF	neg.	4,8	5,5	3,8	4,6	5,1	4,4
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	21,8 %	18,9 %	27,4 %	24,8 %	21,6 %	25,4 %

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Free Cash Flow Yield - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	0,1	2,1	0,4	-8,3	-0,4	-0,3	0,0	
+ Abschreibung + Amortisation	0,4	1,1	2,8	8,9	3,7	3,3	3,5	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	2,0	-0,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	
+ Steuern	0,4	0,6	0,8	2,7	0,5	-0,1	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	1,3	2,8	2,9	3,2	3,9	3,9	3,9	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-2,2%	-7,4%	10,5%	1,9%	3,5%	-3,6%	0,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>14,6</b>	<b>14,6</b>	<b>14,6</b>	<b>14,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15,4</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-</b>	<b>1,0</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,9	-1,3	-0,7	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>16,1</b>	<b>3,4</b>	<b>6,5</b>	<b>-</b>	<b>1,7</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8,83</b>	<b>1,87</b>	<b>3,59</b>	<b>-</b>	<b>0,95</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	5,1%	-77,7%	-57,3%	-	-88,7%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	-	-	6,88	1,53	3,00	-	0,82
	12,0%	-	-	7,42	1,62	3,16	-	0,85
Fairer	11,0%	-	-	8,06	1,73	3,36	-	0,90
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8,83</b>	<b>1,87</b>	<b>3,59</b>	<b>-</b>	<b>0,95</b>
Yield	9,0%	-	-	9,76	2,03	3,88	-	1,01
	8,0%	-	-	10,94	2,24	4,23	-	1,09
	7,0%	-	-	12,44	2,51	4,69	-	1,19

Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### DCF Modell - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	14,4	14,4	15,1	16,3	17,6	19,0	20,6	22,2	24,0	25,9	28,0	29,4	30,3	31,2
Veränderung	0,8%	0,0%	5,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBIT	0,6	0,1	0,5	1,3	2,6	4,2	4,5	4,9	5,3	5,7	6,2	6,5	6,7	6,9
EBIT-Marge	4,3%	0,6%	3,5%	8,0%	15,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Steuerquote	433,2%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	-2,1	0,1	0,4	0,8	1,7	2,7	2,9	3,2	3,4	3,7	4,0	4,2	4,3	4,5
Abschreibungen	3,7	3,3	3,5	3,4	3,5	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,9	2,7	2,5
in % vom Umsatz	26,0%	23,0%	23,0%	21,0%	20,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,8	0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
- Investitionen	-4,0	-4,0	-4,0	-2,4	-2,6	-2,9	-2,9	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1	-2,9	-2,7	-2,5
Investitionsquote	27,7%	27,7%	26,5%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,5	-0,2	-0,3	1,7	2,4	2,7	3,0	3,2	3,2	3,5	3,8	4,0	4,2	4,3

#### Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,04%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	3,00%

#### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	14,7	Sondereffekte	16,0
Terminal Value	17,0		
Verbindlichkeiten	-7,5		
Liquide Mittel	8,2	Aktienzahl (Mio.)	1,82
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>16,4</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>9,02</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

WACC	2,25%	2,50%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,50%	3,75%
11,04%	5,68	5,88	6,08	6,30	6,53	6,78	7,05
10,54%	6,82	7,05	7,30	7,56	7,85	8,15	8,47
10,29%	7,45	7,70	7,97	8,26	8,57	8,91	9,27
<b>10,04%</b>	8,12	8,40	8,70	<b>9,02</b>	9,36	9,73	10,13
9,79%	8,83	9,14	9,47	9,82	10,21	10,62	11,06
9,54%	9,60	9,94	10,30	10,70	11,12	11,58	12,08
9,04%	11,30	11,72	12,17	12,66	13,19	13,77	14,41

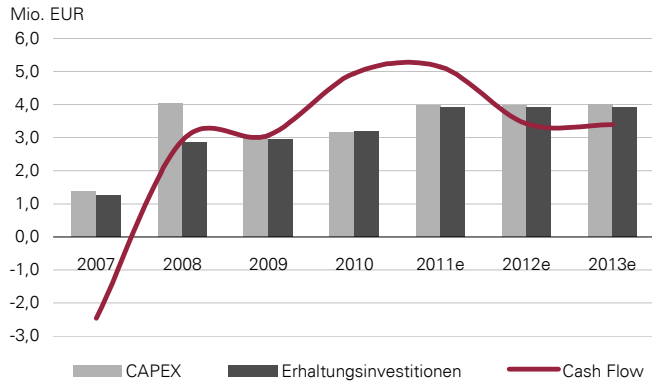
##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,04%	5,46	5,74	6,02	6,30	6,58	6,86	7,14
10,54%	6,63	6,94	7,25	7,56	7,87	8,18	8,50
10,29%	7,28	7,61	7,94	8,26	8,59	8,92	9,24
<b>10,04%</b>	7,98	8,33	8,67	<b>9,02</b>	9,36	9,70	10,05
9,79%	8,73	9,10	9,46	9,82	10,19	10,55	10,91
9,54%	9,54	9,93	10,31	10,70	11,08	11,46	11,85
9,04%	11,37	11,80	12,23	12,66	13,09	13,52	13,95

Quelle: Warburg Research



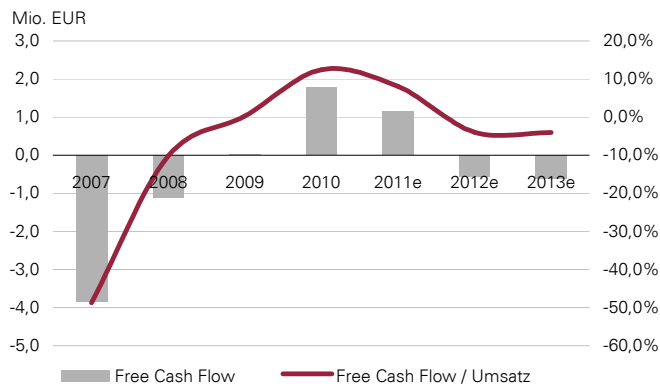
### Investitionen und Cash Flow - MeVis Medical Solutions



Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX nehmen aufgrund erheblicher Produktentwicklungen stark zu
- Erhaltungsinvestitionen beinhalten Produktentwicklungen als wesentliche Komponente der Investitionen

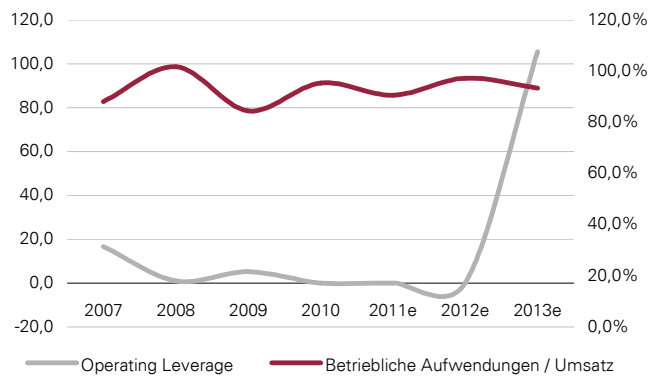
### Free Cash Flow Generation - MeVis Medical Solutions



Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Cash Flow ist stark von Investitionen in neue Produkte beeinflusst
- Langfristig Rückkehr auf Wachstumspfad erwartet

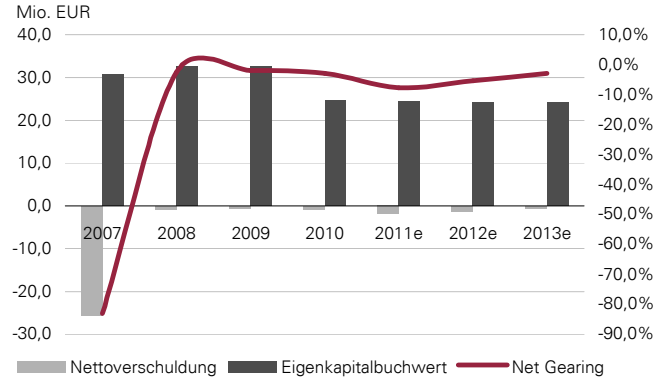
### Operating Leverage - MeVis Medical Solutions



Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Operating Leverage und betriebliche Aufwendungen/Umsatz schwanken stark da bei MeVis die Kosten kaum atmen

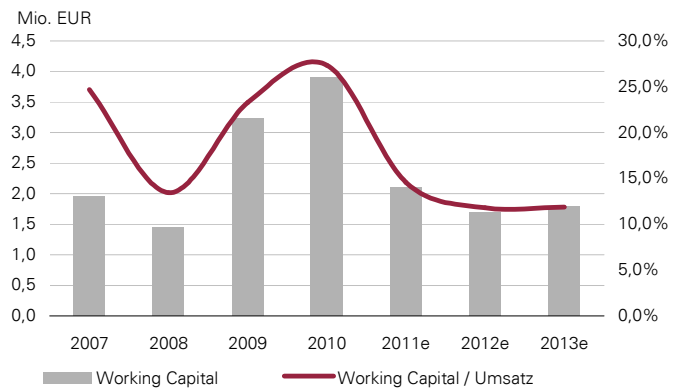
### Bilanzqualität - MeVis Medical Solutions



Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Börsengang führte in 2007 zu erheblichem Liquiditätszufluss
- Auch der Eigenkapitalbuchwert und die komplette Bilanzqualität verbesserten sich deutlich

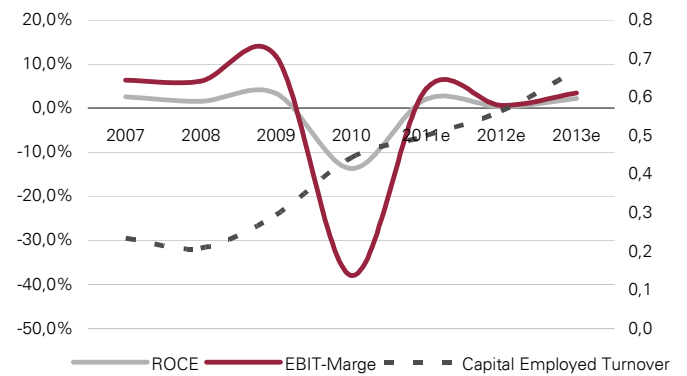
### Working Capital - MeVis Medical Solutions



Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Langfristig Stabilisierung der Working Capital Quote bei etwa 10-15% erwartet
- Anstieg des Working Capital erst im Zuge positiver Geschäftsausweitung

### ROCE Entwicklung - MeVis Medical Solutions



Quellen: MeVis Medical Solutions (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- ROCE und EBIT-Marge vor dem IPO basisbedingt wenig aussagekräftig

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- Zwischen M.M.Warburg & CO KGaA und diesem Unternehmen besteht eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder hat in den letzten 12 Monaten bestanden aus der eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen im Bezug auf dieses Unternehmen - wie z.B. die Ausübung von Mandaten bei diesem Unternehmen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

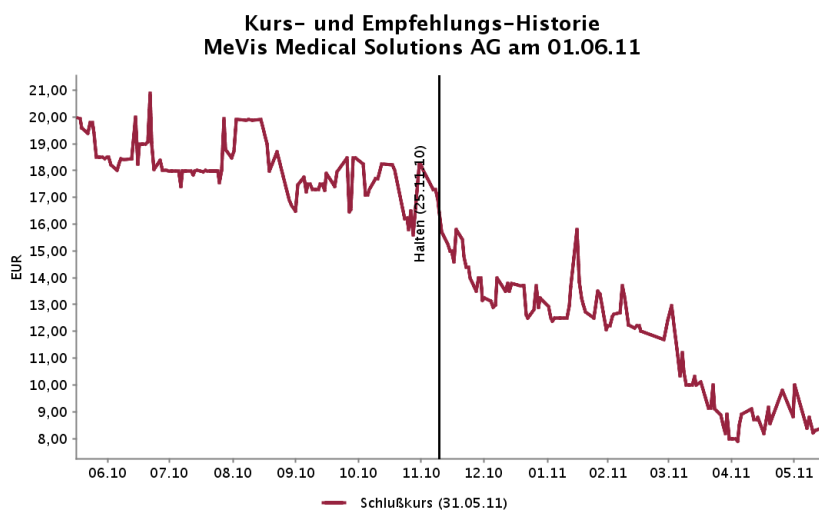
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	116	66%
Halten	52	30%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>175</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	104	69%
Halten	41	27%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>150</b>	



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)  
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>	<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>	<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b> Business Support	+49 40 309537-100 <a href="mailto:fschmidt-petersen@warburg-research.com">fschmidt-petersen@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>		

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)  
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
		<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
		<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2663 <a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>