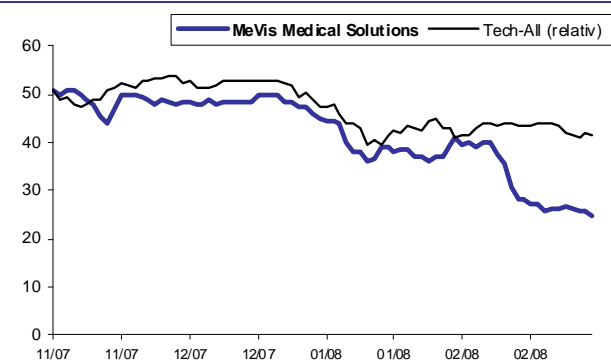


**Kaufen**Risiko: **Kursziel: EUR 50,00****Aussichtsreich aufgestellt**

Ersteinschätzung

Bloomberg: M3V GY Kurs: EUR 24,80  
 Reuters: M3VG.DE Tech-AS: 891,72  
 ISIN: DE000A0LBFE4  
 Internet: www.mevis.de  
 Segment: Prime Standard  
 Branche: Medizintechnik



Kursdaten: Bloomberg 06.03.2008 / Schlusskurse

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 53,89 / EUR 24,80  
 Marktkapitalisierung: EUR 45,15 Mio.  
 Aktienzahl: 1,82 m

Aktionäre: Dr. Carl J.G. Evertsz 19,45%  
 Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen 19,45%  
 Dr. Hartmut Jürgens 16,53%  
 Pathfinder VV GmbH 2,90%  
 eigene Aktien 2,07%  
 Freefloat 39,60%

Termine: Geschäftsbericht 2007 25.04.2008  
 Zahlen Q1/08 27.05.2008

**Analyse: SES Research**

Veröffentlichung: **07.03.2008**  
 Felix Ellmann (Analyst) **+49-(0)40 309537-120**

**Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO**

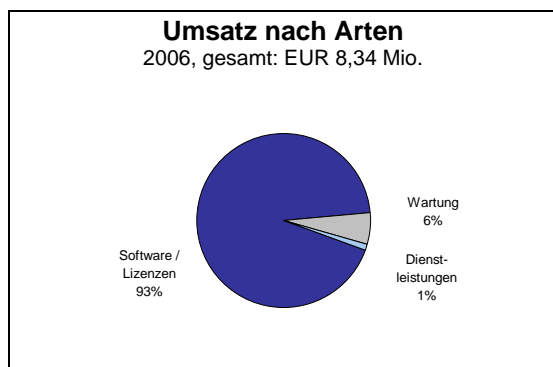
Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636  
**Institutional Equity Sales**  
 Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667  
 Florian Bender +49 (0)40 3282 2633  
 Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635  
 Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696  
 Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664  
 Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666  
 Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630  
 Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695  
 Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692  
 Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665  
 Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663  
**Sales Trading**  
 Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634  
 Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668  
 Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679  
 Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700  
 Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658  
**Sales Assistance**  
 Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632  
 Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

MeVis ist ein führendes und unabhängiges Softwareunternehmen im Bereich der Bildgebung für medizintechnische Geräte, dessen Produkte von führenden Medizintechnikunternehmen (OEMs) wie Siemens, Hologic, Invivo (Philips) vertrieben werden. Die **frühestmögliche Besetzung** aussichtsreicher neuer Technologiefelder in **Massenindikationen** (wie z.B. Brustkrebs-Screening) sichert die Wettbewerbsposition bereits während sich die neuen Gerätegenerationen bei den OEMs noch in der Entwicklung befinden. Diese gegenüber Wettbewerbern herausragende Positionierung ist nur möglich durch das Netzwerk von MeVis (über 100 klinische Partnerschaften, Beteiligung an der gemeinnützigen MeVis Research GmbH). OEMs schätzen das Know-how und den Zugang der MeVis Mitarbeiter zum aktuellsten Stand der Forschung und ermöglichen MeVis wertvollen Einblick in industrielle F&E Projekte der international marktbestimmenden Medizintechnikkonzerne. **In drei Bereichen wurde MeVis so bereits zum Weltmarktführer (z.B. im Bereich digitaler Mammographie).**

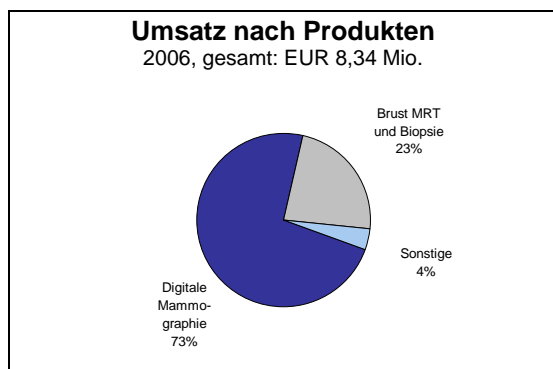
**Umsatz- und ergebnisseitig konnte dies 2007 jedoch nicht gezeigt werden. Im Gegenteil: Die Erwartungen wurden deutlich verfehlt.** Nach vorläufigen Zahlen für 2007 sank der Umsatz von EUR 8,3 auf EUR 7,3 Mio. in 2007. Diese Verfehlung hat mehrere Gründe: Preissenkung und Umstrukturierung des Lizenzmodells mit einem wesentlichen Kunden, überraschende Veränderung der Abrechnungsmodalitäten mit einem wichtigen anderen Kunden aber auch die negative Entwicklung des US\$ sowie die Berücksichtigung der IPO-Kosten, führten zu einem Ergebnisrückgang im EBIT auf ein ausgeglichenes Niveau. Sowohl die kurz- als auch die langfristigen Erwartungen müssen deutlich korrigiert werden. Zudem besteht Optimierungsbedarf des Konzerncontrollings und der Kommunikation. Trotz der unerfreulichen Entwicklung ist der Zuwachs der ausgelieferten Lizenzen sehr hoch. Die Anzahl der ausgelieferten Lizenzen des Produktes „MeVis BreastCare“ (72% des Konzernumsatzes) sowie des Produktes „Breast MRT und Biopsie“ (22%) konnten in 2007 jeweils 60% respektive 67 % gesteigert werden. Auf Basis des bestehenden Produktportfolios und unter Vernachlässigung des mittel- bis langfristigen Ergebnispotenzials führt die Vergleichsgruppe (EV/EBIT 2009/10) zu einem Wert von EUR 45 bzw. 53 EUR je Aktie. Dieser kurzfristig orientierte Bewertungsansatz bestraft allerdings die vom Unternehmen verfolgte Ausweitung der Entwicklungstätigkeit. Das DCF-Modell, welches die Resultate der Entwicklungstätigkeit von MeVis berücksichtigt, **indiziert eine Bewertung von 57 EUR je Aktie.** Damit erscheint die Gesellschaft, welche per 12/2007 über eine geschätzte Nettoliquidität von rund EUR 16 je ausstehende Aktie verfügt, deutlich unterbewertet. **Wir nehmen die Aktie mit 12-Monats-Kursziel von EUR 50 ins Coverage auf.**

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
In Mio. EUR					
Umsatz	4,0	8,3	7,3	9,5	14,5
Rohertagsmarge	95,9%	94,9%	93,5%	126,9%	114,2%
EBITDA	1,7	5,0	0,5	3,8	7,7
EBITDA-Marge	42,0%	59,9%	7,3%	39,5%	53,4%
EBIT	1,5	4,7	0,0	2,4	4,9
EBIT-Marge	37,2%	56,8%	0,3%	25,2%	33,6%
Nettoergebnis	-0,8	2,9	0,1	3,0	4,3
Ergebnis je Aktie	-	-	0,05	1,63	2,37
Dividende je Aktie	-	-	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	-	-	1,46	1,13	0,74
EV/EBITDA	-	-	20,16	2,85	1,39
EV/EBIT	-	-	571,16	4,48	2,21
KGV	-	-	496,00	15,21	10,46
ROCE	112,6%	104,1%	0,1%	7,3%	13,3%
Adj. Free Cash Flow Yield	n.m.	n.m.	3,3%	8,4%	38,8%

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: MeVis



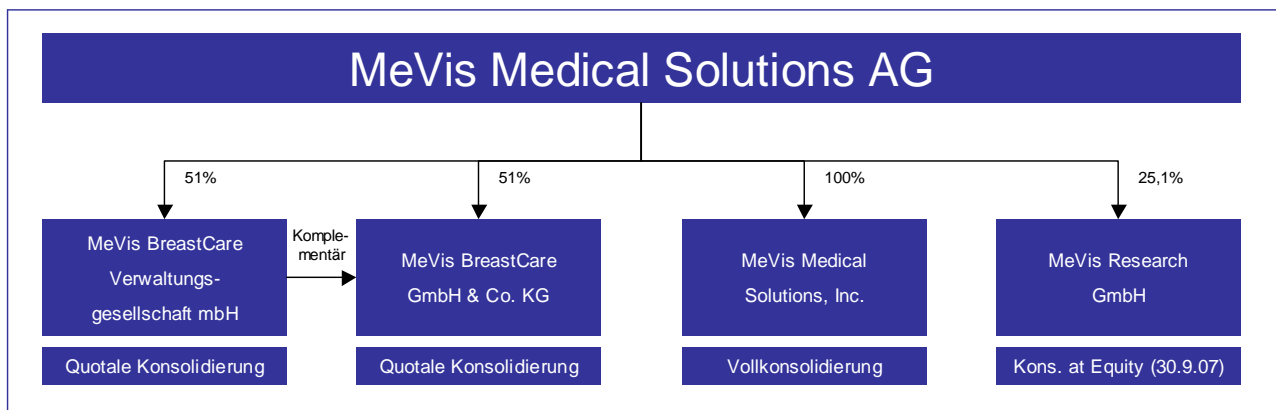
Quelle: MeVis

### Führender Anbieter von Softwarelösungen für die bildbasierte Visualisierung

Der Ursprung der 1998 gegründeten MeVis Medical Solutions AG geht auf das Jahr 1992 zurück, in dem das CeVis (Center for Complex Systems and Visualization) an der Universität Bremen gegründet worden ist. Wesentlichen Einfluss hatte insbesondere Prof. Dr. Peitgen, heutiger Großaktionär und Aufsichtsratsvorsitzender der MeVis Medical Solutions AG. Durch Vorlaufprojekte des CeVis mit dem Deutschen Krebsforschungszentrum Heidelberg und der Universität Marburg wurden die entscheidenden Impulse für die Konzeption von MeVis geliefert. Über die gemeinnützige Tochtergesellschaft MeVis Research GmbH ist das Unternehmen eng mit der wissenschaftlichen Welt vernetzt.

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 und beschäftigt heute 74 Mitarbeiter (konsolidiert per 31.12.07).

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.



Quelle: MeVis, MeVis BreastCare ist ein JV mit der Siemens AG (49 %)

### Einzigartige strategische Aufstellung

Folgende Merkmale begründen eine sehr hohe Marktdynamik:

- der revolutionäre Wandel in der Gerätetechnik zu immer leistungsfähigeren aber auch komplexeren Bildgebungsverfahren
- die umfassenden Digitalisierung der Bildgebung und klinischen Arbeitsprozesse

In diesem Umfeld verfolgt MeVis 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 Wettbe-**

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

**werben aus.** Die Strategie basiert auf einer Kombination wichtiger Faktoren:

- **Exzellente Mitarbeiter:** Basis für die erstklassige Expertise des Unternehmens bildet die wissenschaftliche Exzellenz des Mitarbeiterteams 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.
- **MeVis Research GmbH:** Eine Schlüsselrolle im F&E-Netzwerk kommt der gemeinnützigen MeVis Research GmbH zu, an der MeVis Medical Solutions AG eine Beteiligung von 25,1% hält. Geschäftsführer ist hier der Aufsichtsratsvorsitzende der MeVis AG, Prof. Dr. Peitgen (s.o.). Diese Verbindung bedeutet für die Gruppe einen sehr guten Zugang zu innovativer Grundlagenforschung, über die frühzeitig IP-Rechte für marktfähige Produktideen gesichert werden können.
- **Technologieführerschaft:** Mit der MeVis Application Plattform verfügt das Unternehmen über eine proprietäre Plattform für die Softwareentwicklung in der bildbasierten, medizinischen Diagnostik. Sie erlaubt durch das Verfahren des Rapid Prototyping eine effiziente und systematische Produktentwicklung unter erheblicher Verkürzung der Time-to-Market.
- **Partnerschaften mit führenden Geräteherstellern:** MeVis pflegt Partnerschaften mit den weltweit führenden Medizintechnik-OEMs. Beispielhaft sind hier folgende zu nennen: Zusammen mit Siemens besteht ein Joint Venture (MeVis BreastCare) über das führende Produkte im Bereich Digitaler Mammographie vermarktet werden. Der wichtigste Anbieter digitaler Mammographiegeräte (Hologic) nutzt ausschließlich MeVis Software für ihre digitalen Mammographie-Workstations. Des Weiteren gibt es eine Kooperation mit Invivo/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 Invivo/Philips haben bereits eindrucksvoll gezeigt, dass dieser Ansatz sich bewährt hat.

### Sehr unbefriedigende Ergebnisentwicklung – aber starkes Lizenzwachstum

Zum Zeitpunkt des Börsenganges war trotz einer einmaligen Preissenkung im Kernbereich MeVis BreastCare mit leicht steigenden Umsätzen und einem deutlich positiveren EBIT gerechnet worden. Diese Erwartungen konnte nicht erfüllt werden.

Nach vorläufigen Zahlen für 2007 sank der Umsatz von EUR 8,3 auf EUR 7,3 Mio. in 2007. Die Verfehlung der Erwartungen für 2007 hat, neben einem generell schwachen Q4, mehrere Gründe:

- Die Preissenkung führte zwar zu guten Lizenzabsätzen, erreichte jedoch nicht die hohe Absatzerwartung der Firma im zweiten Halbjahr (Effekt liegt schätzungsweise bei ca. EUR 0,4 Mio. im Q4).

#### Produktübersicht

##### Wichtigste Produkte:

- BreastCare Workstation (Software zur Bildgebung in der digitalen Mammographie)
- Breast MRT und Biopsie (Software zur Bildgebung für MRT der Brust)

##### Wichtigste Produkteinführungen 2008/09:

- DynaCAD Neuro MRT (Software zur Bildgebung für MRT des Gehirns)
- 3D-Ultraschall Brust (Software zur Bildgebung für Ultraschall der Brust)
- 3D-CT Lunge (Software zur Bildgebung für CT der Lunge)
- Breast Tomosynthese (Software zur dreidimensionalen Bildgebung in der digitalen Mammographie)

Quelle: MeVis

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

- Eine Veränderung der Abrechnungsmodalitäten mit Philips/Invivo schlug ggü. unseren Schätzungen mit über EUR 1 Mio. zu Buche. Es wird nun nicht mehr die ausgelieferte Lizenz abgerechnet, sondern der Installationszeitpunkt berücksichtigt. Dies führt bei den Erlösen zu einer Phasenverschiebung um schätzungsweise 3-6 Monate
- In diesen Effekten enthalten ist die deutlich negative US\$-Entwicklung der vergangenen Monate. Diese Entwicklung verringert auch die Umsatzbasis der kommenden Perioden, da nahezu alle Erlöse der Gruppe in US\$ anfallen.

Der geringere Lizenzumsatz wirkt sich aufgrund der Entwicklungskostenlastigen Kostenstruktur nahezu vollständig negativ auf die Ertragslage aus. Hinzu kamen höhere sonstige betriebliche Aufwendungen und die Berücksichtigung nicht-verrechenbarer IPO-Kosten (ca. EUR 0,9 Mio.).

Neben einer konservativen Erwartung für 2008 rechnet das Unternehmen mit Verspätungen bei der Produkteinführung von 3-6 Monaten. Sowohl die kurz als auch die langfristigen Erwartungen müssen deutlich korrigiert werden. Diese erhebliche Verfehlung und deren vielfältige Gründe (insbesondere die Veränderungen der Abrechnungsmodalitäten mit Philips/Invivo) zeigt, dass Optimierungsbedarf im Konzerncontrolling und der Kommunikation besteht.

Trotz dieser unerfreulichen Entwicklung ist das Wachstum der Lizenzen hoch. Die MeVis ist auf einem der interessantesten Wachstumsmärkte der Medizintechnik tätig: Die medizinische Bildgebung. Dieser Markt ist mit einem jährlichen Wachstum von rund 8% und einem geschätzten Marktvolumen von über USD 20 Mrd. eines der wichtigsten Wachstumssegmente der Healthcare-Branche. Besonders der Technologiewechsel (Substitution) von analogen durch digitale Systeme ist ein zusätzlicher signifikanter Wachstumstreiber dieses Marktes. Software für digitale Bildgebung bildet den strategischen Fokus der MeVis.

**MeVis erzielt ihre Umsätze fast ausschließlich indirekt über die Hersteller der Geräte (OEMs),** welche die Softwarelizenzen bei MeVis einkaufen. Für MeVis bedeutet dies, dass die Umsatzerlöse nahezu vollständig aus Lizenzen und Wartung bestehen und praktisch keine Vertriebskosten anfallen.

**Der derzeit wichtigste OEM-Partner der MeVis ist die Hologic Inc. gefolgt von Siemens und Invivo/Philips.** Das derzeit absatzstärkste Produkt der MeVis ist eine Visualisierungssoftware für digitale Mammographiegeräte (ca. 70% der Umsätze des Konzerns). Die Anzahl der verkauften Lizenzen erhöhte sich von 300 in 2005 um rund 200% auf 937 in 2006 und um weitere 60% auf 1.503 in 2007(e). Es ist davon auszugehen, dass die Anzahl der verkauften Lizenzen auch in 2008 weiter stark wächst. Auch das Produkt „Breast MRT und Biopsie“ gewinnt kontinuierlich an Bedeutung. Bei einer Wachstumsrate der verkauften Lizenzen von ebenfalls rund 200% in 2006 und 76% in 2007 stellt dieses Produkt mittlerweile einen Konzernumsatzanteil von 22% dar. Als OEM-Partner konnte Invivo (100%-Tochtergesellschaft der Philips-Gruppe) gewonnen werden.

Die vier wichtigsten kommenden Produktreleases der MeVis sind „DynaCAD Neuro MRT“, „3D-Ultraschall Brust“, „3D-CT Lunge“ sowie „Breast Tomosynthese“. Diese werden voraussichtlich in den Jahren 2008 und 2009 eingeführt und weisen ebenfalls Absatzpotenziale auf, die im Bereich der bestehenden Produkte liegen. Darüber hinaus arbeitet MeVis bereits **heute an diversen weiteren Produkten, die das Unternehmen auf dynamischem Wachstumskurs halten sollen.**

### Equity Story

Wettbewerbsqualität

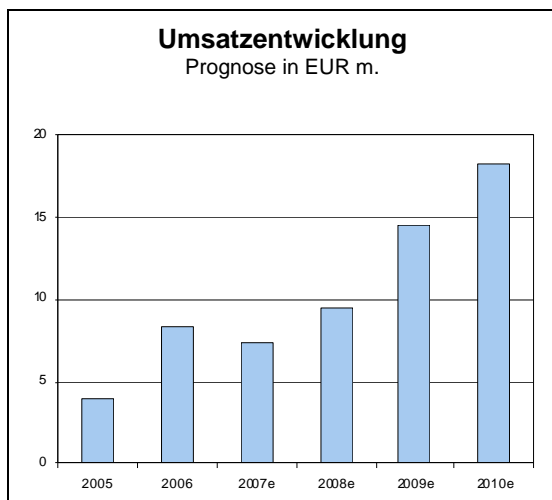
Finanzen

Bewertung

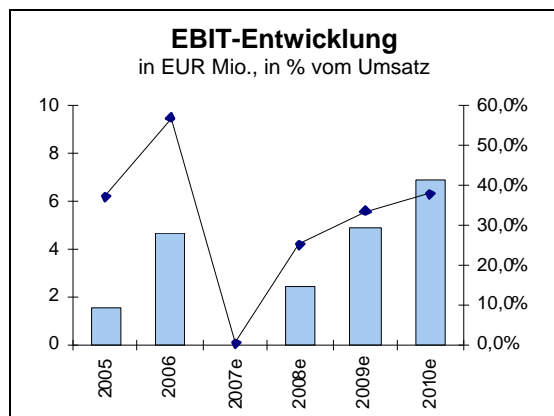
Newsflow

Unternehmen & Produkte

Kennzahlen



Quelle: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)



Quelle: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognose)

**Über 90% der Erlöse bei MeVis stammen aus Lizenzen.** Dies ist eine im deutschen Softwaremarkt einzigartige Quote. Wir gehen davon aus, dass der Lizenzanteil aufgrund der Vermarktung über OEMs hoch bleibt.

Bei Neuprodukten stellt sich MeVis auf die OEMs ein (hohe Marktorientierung) und nutzt die Kundenbeziehungen, die Vertriebsstärke und die installierte Basis der OEM. Bisher arbeitet MeVis nur mit ausgewählten OEMs zusammen. Es ist geplant, die Basis potenzieller Partner (OEMs) deutlich zu erweitern und die Zusammenarbeit mit den bestehenden OEMs auf mehrere Disziplinen auszuweiten.

Besonders die mittelfristige Dynamik der Ergebnisentwicklung ist durch eine hohe Skalierbarkeit gekennzeichnet. Diese ergibt sich aus folgenden strukturellen Eigenschaften der GuV und ist in der nebenstehenden Grafik veranschaulicht:

- Die Umsätze der MeVis sind vornehmlich Lizenzerlöse aus Produktentwicklungen der Vorjahre. Die Kosten des jeweiligen Jahres entstehen vornehmlich im Rahmen der Entwicklung neuer Produkte und sind somit weitestgehend von den erwirtschafteten Umsätzen entkoppelt.
- Die Umsatzdynamik wird aufgrund wesentlicher Produkteinführungen in 2008/09 einen Schub erfahren.
- Aufgrund einer anhaltend hohen Entwicklungsleistung steigt der Personalaufwand stark (ca. linear) an und überdeckt, auch bedingt durch die angeführten belastenden Sonderfaktoren, in 2007 und 2008 die in den letzten Jahren eindrucksvolle Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.
- Hieraus ergibt sich eine exponentielle Ertragssteigerung ab 2009/2010.

Für 2010 ist ein Umsatzschub bedingt durch die in 2008/09 eingeführten Produkte (siehe Grafik) zu erwarten. In 2010 sollte der Personalaufwand unterproportional zunehmen und die Marge wieder deutlich ansteigen. Zwar wird in den Planungen noch nicht wieder die Marge von 2006 erreicht, dennoch sollte das EBIT in der Größenordnung von EUR 7 Mio. liegen. Dieses wird aus Produkten generiert, die bereits heute vermarktet werden oder bereits weitgehend entwickelt sind.

Aufgrund der anhaltend hohen Entwicklungstätigkeit der MeVis ist ein hohes Wachstum ab 2010 realistisch. In die Bewertung fließt dennoch eine langfristig konservativere Ergebnisprognose ein.

### Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>14,5</b>
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	2,7	3,4
<b>Gesamtleistung</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>	<b>17,9</b>
Materialaufwand	0,2	0,4	0,5	0,1	1,3
Personalaufwand	1,4	2,3	4,1	7,0	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,9	1,0	0,6	2,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	1,5	3,3	1,9	2,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,5</b>	<b>3,8</b>	<b>7,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,9</b>
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story

Wettbewerbsqualität

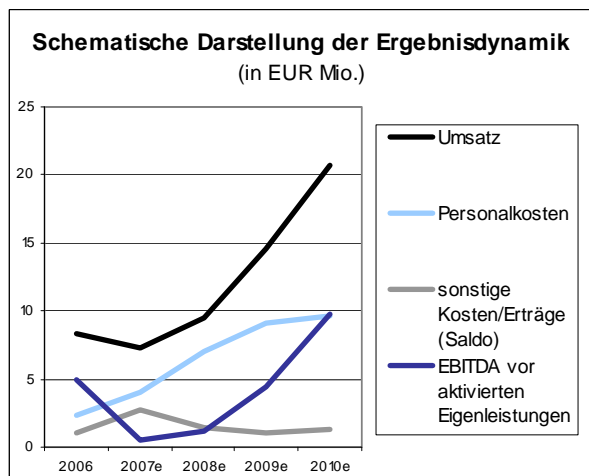
Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &  
Produkte

Kennzahlen



Quelle: SES Research

## Bewertung

Die Bewertung der MeVis basiert auf 3 Bewertungsmethoden:

- das **DCF-Modell** indiziert einen Wert von rund EUR 57 je Aktie.
- der adjustierte **Free Cash Flow Yield** 2009e bzw. 2010e deutet einen fairen Wert von EUR 43 (2009e) bzw. 61 (2010e) mit einem erheblichen Aufwärtspotenzial in den Folgejahren an.
- Der Vergleich mit einer insgesamt inhomogenen **Peer Group** aus größeren Vergleichsunternehmen liefert ein uneinheitliches Bild. Für die MeVis indiziert die Vergleichsgruppe Bewertungsindikation von rund EUR 45-53 je Aktie.

Die Bewertungsmethoden liefern, aufgrund der spezifischen Ertragsentwicklung der MeVis, sehr unterschiedliche Ergebnisse. Während das DCF-Modell die Resultate der steigenden Entwicklungskosten berücksichtigt, werden diese von den eher kurzfristig orientierten Ansätzen (FCF-Modell und Multiplikatoren) vernachlässigt. Die bewusst steigenden Entwicklungsbudgets des Managements haben vor diesem Hintergrund insbesondere bei Verwendung von Multiplikatoren einen „wertmindernden“ Effekt.

Das DCF-Modell bildet die Situation der MeVis am aussagekräftigsten ab, da es nicht nur die kurzfristig anfallenden Entwicklungskosten, sondern auch die hieraus zu erwartenden langfristigen Mehrerlöse berücksichtigt.

Dennoch sollte die geringere Visibilität der neuen Produkte nicht außer Acht gelassen werden. **Eine Bewertung von rund EUR 50 erscheint als ausgewogene Bewertungsindikation angemessen.**

## Newsflow

Der Newsflow der MeVis ist neben den Quartalszahlen vor allem durch operative Weiterentwicklungen geprägt. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren vor allem

- die Partnerschaften mit bestehenden OEMs intensivieren und ausweiten wird,
- neue OEMs und Partner für Produkte gewinnen wird,
- über größere Lizenzabschlüsse berichten kann und
- weitere Produktveröffentlichungen und Entwicklungen meldet.
- Meldungen in wissenschaftlichem Kontext publizieren wird.

Wichtigstes Ereignis des kommenden Newsflows werden die Q1 Zahlen sein, deren Veröffentlichung für den 27.05.08 geplant ist. Wir gehen davon aus, dass diese positiv ausfallen werden, da wir wieder mit ersten (phasenverschobenen) Abrechnungen mit Philips/Invivo rechnen.

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

MeVis entwickelt **krankheitsorientierte Softwarelösungen** für die bildgebende Medizintechnik. Als Befundungs- und Analysetools unterstützen MeVis-Lösungen Fachärzte bei der Diagnose und Therapie bestimmter Krankheitsbilder sowie bei Intervention und chirurgischen Eingriffen. Der Fokus der MeVis-Produkte liegt im Bereich der Krebserkrankungen und Erkrankungen des Nervensystems. MeVis-Softwaresysteme kommen in der ganzen Bandbreite der bildgebenden Verfahren (Modalitäten) zum Einsatz: Computertomographie (CT), Digitale Mammographie, Magnetresonanztomographie (MRT), Positronen-Emissions-Tomographie (PET) und Ultraschall (US). Der Vertrieb der MeVis-Software erfolgt über Lizenzpartnerschaften mit Medizintechnikherstellern (OEMs).

### Marktdynamik in der bildgebenden Medizin

Der weltweite Markt der medizinischen Bildgebung wird durch zwei grundlegende technologische Trends bestimmt.

- Der **revolutionäre Wandel in der Gerätetechnik** bringt mit jedem Generationswechsel immer leistungsfähigere und komplexere Bildgebungsverfahren hervor. Deren verbesserte Diagnosequalität weitet die Einsatzgebiete der Verfahren drastisch aus und erschließt insbesondere neue Krankheitsbilder für Diagnose- und Therapieoptionen.
- Parallel zu den rasanten gerätetechnischen Fortschritten vollzieht sich eine umfassende **Digitalisierung der klinischen Arbeitsprozesse**. Diese Entwicklung weist den computergestützten Diagnose- und Therapieverfahren einen wachsenden Stellenwert zu und stellt zunehmend komplexere Anforderungen an krankheitsorientierte Software-Lösungen.

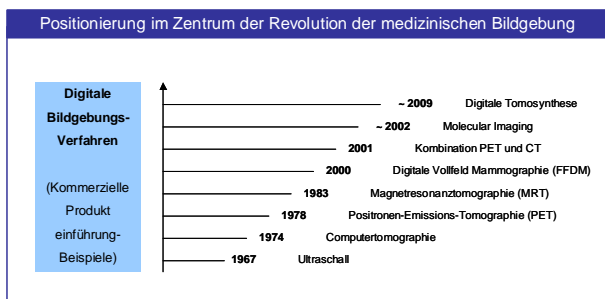
Dieser rasante Vormarsch der bildgebenden Medizintechnik ist in fast allen medizinischen Disziplinen zu verzeichnen und ungebrochen.

Die **hohe Entwicklungsdynamik** auf dem Gebiet der bildgebenden Gerätetechnologien wird dabei geprägt durch einen Trend zu immer feineren Bildauflösungen und dem Übergang zu 3D- und 4D-Aufnahmen, verbunden mit einer Explosion der Datenmengen. Innovations sprünge ergeben sich darüber hinaus aus der Kombination von CT mit anderen Bildgebungsverfahren (Hybridsysteme) sowie durch den Einzug innovativer Methoden zur Darstellung physiologischer Funktionen wie Stoffwechselaktivitäten, gewebetypischer Diffusionseigenschaften etc. (**funktionale Bildgebung**). Ein neues, revolutionierendes Teilgebiet der bildbasierten Medizintechnik mit hohem diagnostischen und therapeutischem Potenzial beruht auf dem Einsatz neuartiger Kontrastmittel und dem molekularen Nachweis krankheitsrelevanter Biomarker (**molekulare Bildgebung**).

### Produktstrategie: Frühe Marktbesetzung in neuen Feldern der bildgebenden Medizintechnik

In diesem hochgradig dynamischen Markt der medizinischen Bildgebung, der durch fortwährenden technologischen Wandel gekennzeichnet ist, verfolgt MeVis eine krankheitsorientierte Produktstrategie, mit der das Unternehmen neu entstehende Märkte frühzeitig besetzt und hohe Markteintrittsbarrieren schafft. Aus der konsequenten Umsetzung dieser Produktstrategie zieht das Unternehmen seine zentralen Stärken.

Den Kern des strategischen Ansatzes von MeVis bildet die **frühestmögliche Identifizierung aussichtsreicher neuer Technologiefelder (Emerging Technologies)**, die aufgrund ihrer überlegenen gerätetechnischen Innovationen das Potenzial haben, sich als neues diagnostisches oder therapeutisches Standardverfahren durchzusetzen und bestehende Technologien im Markt abzulösen. Im Fokus stehen dabei **Produkte für Massenmärkte**. MeVis setzt



Quelle: MeVis

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

bei der Auswahl der medizintechnischen Neuerungen auf Gerätetechnologien, die eine Anwendung in Massenindikationen (wie z.B. Brustkrebs-Screening) erlauben oder völlig neuartige Therapiebereiche mit sehr breiten Einsatzmöglichkeiten erschließen (z.B. computergestützte Neurochirurgie).

Die erstklassige Expertise für zukünftige Entwicklungen in der Gerätetechnik und das notwendige Markt-Know-how generiert das Unternehmen aus der spezifischen **Kombination der eigenen hohen F&E-Kompetenz und dem weltweiten Kooperationsnetz** mit führenden Partnern in Industrie, Forschung und Klinik. Die intensive Vernetzung mit Medizintechnikunternehmen, der wissenschaftlichen Community und führenden Radiologen ist einmalig. In enger Zusammenarbeit mit Spitzenforschern der MeVis Research GmbH unter Prof. Dr. Peitgen wird der privilegierte Zugang zu dieser enormen Wissensbasis in Produktideen übersetzt. Dieses **Know-how- und dieser Entwicklungsvorsprung** wird zum **entscheidenden Differenzierungsmerkmal gegenüber Wettbewerbern**. In einem sehr frühen Stadium, in dem sich die neuen Gerätegenerationen bei den OEMs noch in der Forschung und Entwicklung befinden, beginnt MeVis bereits mit der eigenständigen Entwicklung krankheitsorientierter Software-Lösungen für diese Medizingeräte. MeVis ist dementsprechend in der Lage, ausgereifte Software-Lösungen bei minimaler Wettbewerbsintensität anbieten zu können, sobald die entsprechenden OEM-Produkte die Marktreife erlangen.

Seinen **First Mover Advantage** nutzt MeVis, um frühzeitig mit den Technologie- und Marktführern unter den OEM Entwicklungs- und Lizenzpartnerschaften im betreffenden Marktsegment abzuschließen. Kooperationen mit den weltweit führenden Herstellern lassen aufgrund der starken OEM-Vertriebsstrukturen nach Markteinführung des Produktes eine **schnelle Marktdurchdringung** und tendenziell **hohe Marktanteile** erwarten. MeVis selbst konzentriert sich auf den Vertrieb und die Lizenzierung seiner Software an OEM-Partner.

MeVis' **ausgezeichnete Wettbewerbsqualität** basiert entscheidend auf den folgenden Alleinstellungsmerkmalen:

- Weltweite Partnernetzwerke mit F&E-Zentren und Kliniken
- Technologieführerschaft
- Hochspezialisierte Mitarbeiter
- Partnerschaften mit führenden Geräteherstellern

#### Weltweite Partnernetzwerke mit F&E-Zentren und Kliniken

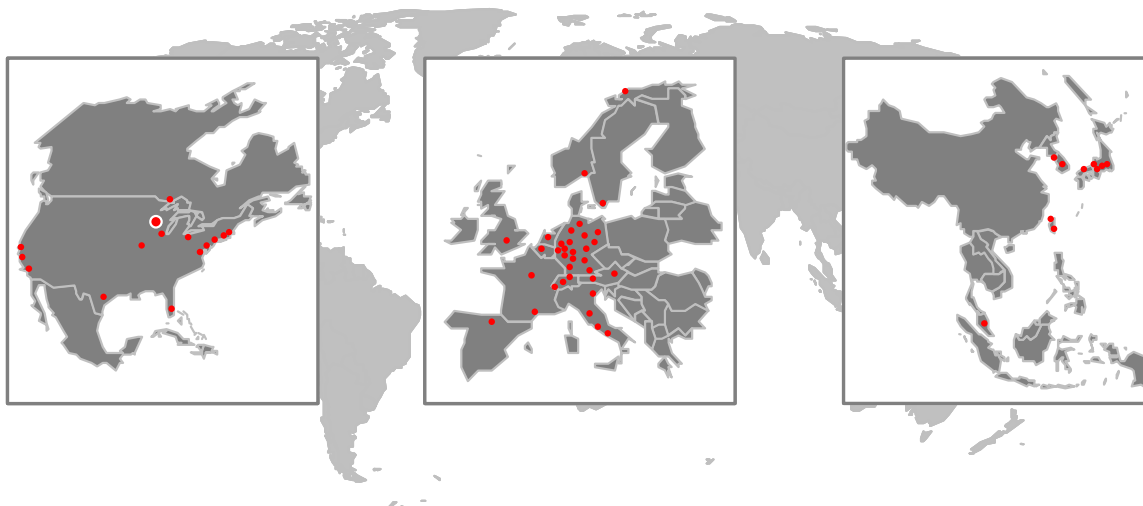
Die MeVis Gruppe unterhält langfristig und interdisziplinär angelegte **Kooperationen mit über 100 Kliniken und führenden Forschungszentren** in Deutschland, Europa, den USA und Asien. Zu den Kooperationspartnern zählen weltweit führende Kliniker aus den Bereichen Radiologie und Chirurgie sowie international renommierte Spitzenforscher aus Informatik, Natur- und Ingenieurwissenschaften. Diese Partnerschaften stellen ein Key Asset für den Innovationsprozess wie auch für die Erfolgchancen des MeVis-Produktes am Markt dar. Expertise über Befundungsmethoden, künftige Trends in Therapie und Diagnostik sowie regulatorische Rahmenbedingungen bezieht MeVis vorwiegend von klinischen Partnern und durch Teilnahme an medizinischen Kongressen. MeVis' fachliche Reputation ermöglicht hier den **Zugang zu den Besten ihres Faches**. Durch die enge Einbindung der Klinikärzte wird Anwenderwissen unmittelbar in den Entwicklungsprozess integriert und ein Verständnis der Workflow-Anforderungen an die MeVis-Software im klinischen Alltag gewährleistet. Bedeutende Wettbewerbsvorteile ergeben sich aus den Netzwerken für Vertriebs- und Marketingaktivitäten: **Führende Kliniken und Mediziner befördern als Multiplikatoren und Mei-**



Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

**nungsführer die Awareness der MeVis-Produkte** im relevanten Absatzmarkt der Kliniken und Fachärzte und leisten dem Aufbau der Marke MeVis als zentralen Baustein einer unabhängigen Produktstrategie des Unternehmens Vorschub. Parallel zum OEM-Vertrieb bieten Partnernetzwerke weiteres Potenzial als direkter Absatzkanal für MeVis' Nischenprodukte und –leistungen.

#### Partnerschaften mit über 100 Kliniken und R&D-Zentren weltweit



Quelle: MeVis

Eine **Schlüsselrolle** im F&E-Netzwerk kommt der gemeinnützigen **MeVis Research GmbH** zu, an der MeVis Medical Solutions eine Beteiligung von 25,1% hält. MeVis Research ist ein **international führendes Forschungs- und Entwicklungszentrum** auf dem Gebiet der computerunterstützten Medizin. Über 750 Publikationen seit der Gründung im Jahr 1995 zeugen von der hohen Innovationskraft und Produktivität der Forscherteams um Prof. Dr. Peitgen. Als Think-Tank betreibt MeVis Research unabhängige Grundlagenforschung in der Bildanalyse, Visualisierung und Operationsplanung, ohne direkte kommerzielle Interessen zu verfolgen. Durch die Beteiligung sowie die Geschäftsführung durch Prof. Dr. Peitgen ist **MeVis Medical Solutions** der **bevorzugte Entwicklungs- und Kommerzialisierungspartner** der MeVis Research. Aufbauend auf den von MeVis-Research entwickelten Pool an hochinnovativen Problemlösungen nutzt MeVis Medical Solutions die Tochter als Partner für den Know-how-Transfer. Über die gezielte Vergabe von **Auftragsforschung** finanziert Mevis Medical Solutions vielversprechende Entwicklungsprojekte und **sichert sich frühzeitig die IP-Rechte für marktfähige Produktideen**. Dagegen finanziert sich die Grundlagenforschung der MeVis Research weit überwiegend aus Drittmitteln öffentlicher Förderprogramme (DFG, BMBF, EU-Projekte).

Das Budget der MeVis Research beträgt jährlich rund EUR 4,5 Mio. EUR, davon rund EUR 1,1 Mio. Grundfinanzierung, von der MeVis Medical Solutions AG ihren Anteil (25,1 %) trägt. Am 5. März wurde bekannt, dass die MeVis Research GmbH Gespräche über eine Umwandlung in ein Fraunhofer-Institut führt und die Stadt Bremen in den nächsten 5 Jahren 11 Millionen Euro aus dem EFRE Programm (Europäischer Fonds für Regionale Entwicklung) zur Verfügung stellen wird. Zusammen mit zu erwartenden weiteren Drittmitteln, stellt sich die MeVis Research damit auf eine wesentlich breitere und gesichertere Finanzierungsbasis. Dies ermöglicht eine deutliche Erhö-

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

hung der Kapazitäten und somit eine ausgeweitete Grundlagenforschung, von dessen Ergebnissen die MeVis Medical Solutions AG profitieren sollte. Unter dem Dach der Fraunhofer Gesellschaft ergäbe sich nochmals eine deutliche Erhöhung der verfügbaren Forschungsmittel. Die Forschungs- und Entwicklungsaktivität von MeVis Research könnte dann in wenigen Jahren verdoppelt und auf weitere Forschungsgebiete ausgedehnt werden. Dies bedeutet vor allem ein signifikant verbesserter und technologisch breiterer Zugang zu durch die MeVis-Gruppe kommerziell nutzbaren Forschungsergebnissen.

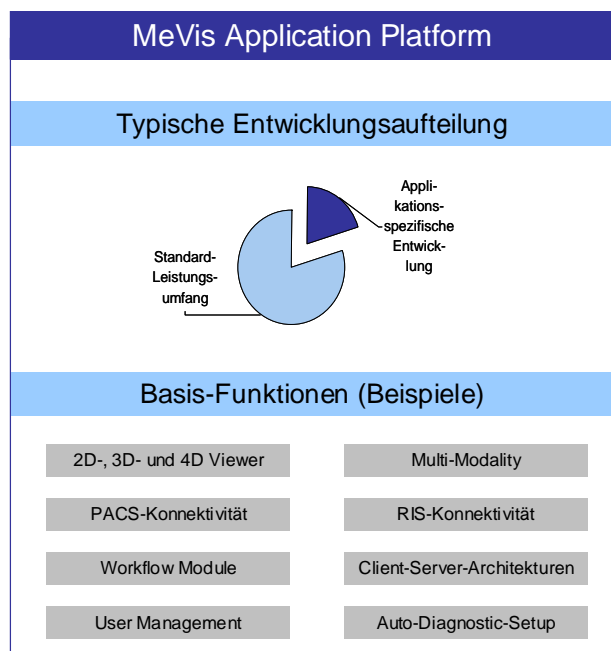
Die Beteiligung an der MeVis Research, die MeVis im Jahr rund 0,3 EUR Mio. kostet würde zwar abgegeben, dennoch hat MeVis unverändert Zugriff auf Forschungsergebnisse aus erster Hand, da der Aufsichtsratsvorsitzende Prof. Peitgen Geschäftsführer des Instituts bleibt und bei der Fraunhofer Gesellschaft grundsätzlich sehr viel Wert auf die Kommerzialisierung ihrer Ergebnisse gelegt wird. Für dieses Ziel der Kommerzialisierung bleibt MeVis Medical Solutions aufgrund der engen Vernetzung und des einzigartigen Marktzuganges und -Know-Hows der prädestinierte Partner. Technologieführer

Mit der MeVis Application Platform verfügt das Unternehmen über eine einmalige proprietäre Plattform für die Softwareentwicklung in der bildbasierten, medizinischen Diagnostik. Sie erlaubt durch das Verfahren des **Rapid Prototyping** eine effiziente Produktentwicklung unter **erheblicher Verkürzung der Time-to-Market**. Entwicklungszeiten werden durchschnittlich auf etwa 2 Jahre verkürzt und sind damit **um Faktor 2 schneller** als Softwareentwicklungen in der Gerätetechnikindustrie.

Den Wettbewerbsvorsprung erzielt die Softwareplattform durch die einfache, flexible Kombinierbarkeit einer Vielzahl von Basismodulen, in denen die Grundfunktionalitäten der Bildverarbeitung, Visualisierung und Interaktion niedergelegt sind. Die applikationsspezifische Entwicklung (z.B. für Brustkrebs, Neurochirurgie) beschränkt sich auf Teilbereiche und kann auf eine reichhaltige, ständig wachsende Bibliothek an spezialisierten Bildbearbeitungsalgorithmen zurückgreifen. MeVis realisiert hierdurch **bedeutende Kostenvorteile**. Die Plattform erlaubt ein schnelles Optimieren von Software-Lösungen durch experimentelles Arbeiten des Entwicklers im engen Kontakt mit den klinischen Anwendern. Zusammen mit den projektübergreifenden Synergien und der hohen Wiederverwendbarkeit der Algorithmen führt dies zu einer **enormen Produktivitätssteigerung** bei der Entwicklung von Prototypen (Rapid Prototyping). In der Wahrnehmung der Partner hat dies kaum überwindbare Eintrittsbarrieren für potenzielle Wettbewerber der MeVis geschaffen.

### Hochspezialisierte Mitarbeiter

Innovationen in der bildgebenden Medizin setzen eine interdisziplinäre Zusammenarbeit zwischen Ärzten, Naturwissenschaftlern und Softwarespezialisten voraus. Die MeVis Medical Solutions verfügt hierzu über **hoch qualifiziertes Personal**, das sich **multidisziplinär** v.a. aus Informatikern, Ingenieuren, Mathematikern und Physikern zusammensetzt. Der Akademikeranteil beläuft sich auf über 80% (Stand zum 31.08.2007: 61 Mitarbeiter). Intern konzentriert das Unternehmen **umfangreiche Kernkompetenzen** in Bildgewinnungsverfahren, Methoden digitaler Bildverarbeitung und den zugrunde liegenden mathematische Algorithmen, Know-how über medizinische Indikationen und den klinischen Arbeitsabläufen (Workflows) sowie umfangreiche Expertise in den Bereichen Qualitätsmanagement, Zertifizierung und Industriestandards. Das Mitarbeiterteam ist **international ausgerichtet**, mit einer **starken akademischen und kommerziellen Vernetzung** und genießt einen hohen Bekanntheitsgrad in der Fachwelt. Für den Wissenstransfer aus der klinischen Praxis unterhält MeVis enge Kooperationen mit weltweit führenden Radiologen und Chirurgen.



Quelle: MeVis

Equity Story

**Wettbewerbsqualität**

Finanzen

Bewertung

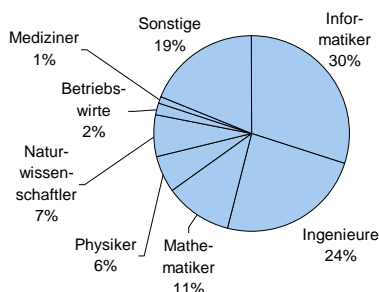
Newsflow

Unternehmen &  
Produkte

Kennzahlen

**Hochqualifizierte Mitarbeiter**

Stand: September 2007



Quelle: MeVis

MeVis praktiziert eine **Kultur des „denkenden Mitarbeiters“** mit flachen Hierarchien und flexibler Organisation. Ein klarer Vorteil im Vergleich zu den starren Strukturen, wie sie bei Großunternehmen der Medizintechnik vorherrschen. Die Entwicklung erfolgt im direkten Kontakt der Softwarespezialisten mit den Endanwendern in der Klinik. Der komplizierte Umweg über Produktmanager entfällt. Die **persönliche Identifikation** mit der MeVis-Gruppe ist hoch, was sich in einer langjährigen Unternehmenszugehörigkeit und einer **sehr niedrigen Fluktuationsrate** niederschlägt. In hochdynamischen Märkten ist dies ein erfolgskritischer Wettbewerbsvorteil.

**Partnerschaften mit führenden Geräteherstellern**

MeVis' Partnerschaften mit den weltweit führenden Medizintechnik-OEMs sind von fundamentaler Bedeutung für die Überführung innovativer Forschungsergebnisse in marktfähige Software-Produkte und ihrer Durchsetzung in den globalen Märkten. Auf der Basis vertrauensvoller Partnerschaften mit Großgeräteherstellern erhält MeVis Einsicht in die nächsten Evolutionsschritte der Gerätetechnologie, erlangt Zugang zum notwendigen Markt-Know-how und generiert den entscheidenden **Entwicklungsvorsprung gegenüber Wettbewerbern**. Umgekehrt wird MeVis als Schnittstelle zur wissenschaftlichen Community zum begehrten Partner der Gerätehersteller.

Die Tatsache, dass MeVis auf Marktführer setzt und diese nachweislich auch mit technologisch führenden Lösungen bedienen kann, hat also mehrere wichtige Implikationen:

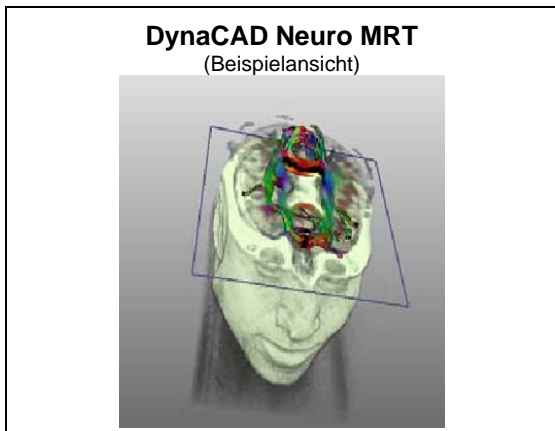
- Die Umsätze (Lizenzen) sind **hochgradig skalierbar**, da jede zusätzlich verkaufte Lizenz sich direkt auf das Ergebniswachstum auswirkt. Der Lizenzanteil dürfte anhaltend hoch bleiben.
- Die neuen Produkte entstehen in enger Verzahnung zu den Produktentwicklungen der OEMs. MeVis nutzt so die **umfangreichen Ressourcen der OEM-Partner (internationales Marketing, Vertrieb und Support)** und profitiert von deren Position im Bezug auf einen beschleunigten Marktzugang und potenziell hohen Marktanteilen für seine Software-Lösungen. Die **Entwicklungen erfolgen sehr marktorientiert**.
- Bei der Neueinführung eines Produktes nutzt MeVis die **Kundenbeziehungen**, die **Vertriebsstärke** und die **installierte Basis des OEM** und profitiert in Form eines beschleunigten Marktzugangs und potenziell hohen Marktanteilen für seine Software-Lösungen.

Das Unternehmen konnte durch seine bisherigen Kooperationen zeigen, dass das von ihm verfolgte Konzept der multilateralen **Partnerschaften mit mehreren, im gegenseitigen Wettbewerb stehenden Geräteherstellern** aufgeht. Durch derartige parallele Partnerschaften mit verschiedenen, marktstarken OEMs vervielfacht das Unternehmen das adressierbare Marktpotenzial. MeVis hat bewiesen, dass es Vertraulichkeits- und Interessenkonflikte durch betriebsinterne Chinese Walls und ggf. mittels Exklusivitätsvereinbarungen zu lösen imstande ist.

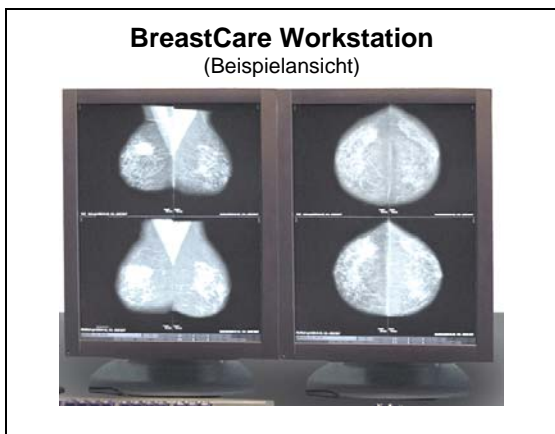
Die **Unabhängigkeit** von OEM-Partnern wahrt MeVis durch:

- eine aktive, eigenständige Produktentwicklung
- die universelle Einsetzbarkeit der MeVis-Software in allen IT-Infrastrukturen, Bildgebungsverfahren und Gerätesystemen auf Basis allgemeiner Standards (Multi-Modality –Multi-Vendor-Prinzip)

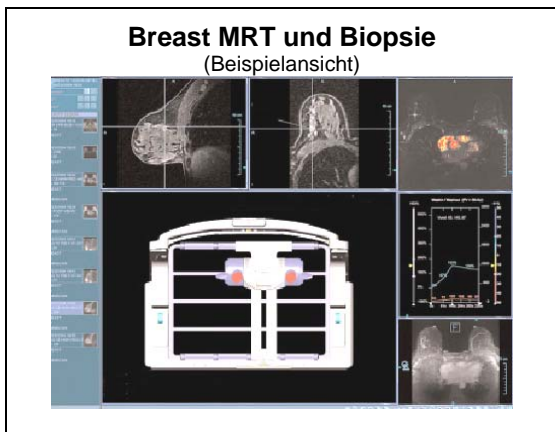
Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: MeVis



Quelle: MeVis



Quelle: MeVis

- sowie durch den parallelen Einsatz der MeVis-Software in konkurrierenden Produkten

Dank seiner Stellung als unabhängiger Softwareentwickler sichert sich MeVis die Option, als branchenweit anerkannter Technologieführer mit den jeweils stärksten OEM in der bildgebenden Medizintechnik zur Vermarktung seiner Software-Produkte ins Geschäft zu kommen. Seine Unabhängigkeit gegenüber den großen Medizintechnikherstellern schafft zugleich die **Voraussetzung** und Vertrauensbasis **für den Wissenstransfer innerhalb der klinischen und F&E-Partnernetzwerke**.

**Erfolgreiche Umsetzung der Produkt- und Vertriebsstrategie**

Die Erfolge in der Realisierung der Produkt- und Vertriebsstrategie werden eindrucksvoll durch die Wettbewerbsposition seiner bislang am Markt eingeführten Produkte belegt. **Drei der derzeit vermarkteten Produkte sind Weltmarktführer:** Hierzu zählen die beiden Hauptprodukte, das Befundungssystem für digitale Mammographie (BreastCare Workstation) sowie das Befundungssystem für MRT-Diagnose und Biopsie. Das gleichfalls im Markt führende operative Planungssystem für Leber-, Pankreas- und Nierenchirurgie besetzt Schlüsselmärkte in Asien.

**BreastCare Workstation**

Das zurzeit umsatzstärkste Produkt der MeVis ist eine Visualisierungs- und Befundungssoftware für digitale Mammographiegeräte. Für das Produkt BreastCare Workstation unterhält MeVis exklusive OEM-Partnerschaften mit Marktführer Hologic (seit 2002) und Siemens (2001). Die digitale Mammographie ist die Methode der Wahl zur Brustkrebsfrüherkennung und definiert einen globalen Massenmarkt aufgrund der in zahlreichen Ländern erfolgreich aufgelegten Screening-Programme. MeVis-Partner Hologic ist mit 60% aller installierten Geräte **unangefochtener Marktführer** in den USA, dem weltgrößten Markt für digitale Mammographiesysteme.

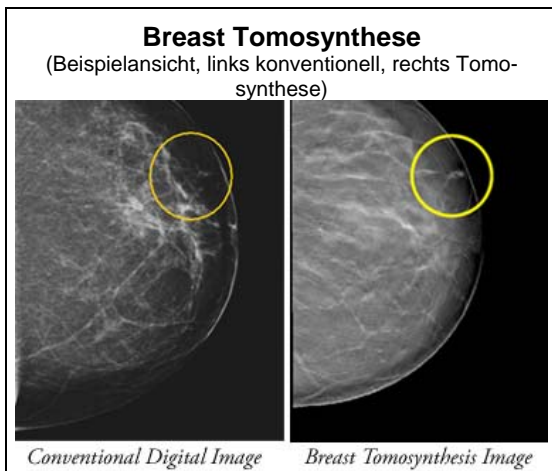
**Breast MRT und Biopsie**

MRT ist das mit Abstand empfindlichste Detektionsverfahren für Mammakarzinome und hat das Potenzial, sich als künftiger Standard für die Diagnose und Therapie von Brustkrebs durchzusetzen. Für seine Befundungssoftware zur MRT-Diagnose und Biopsie bei Brustkrebsrisikopatientinnen konnte MeVis als OEM-Partner Invivo gewinnen, eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Philips-Gruppe. **Das Invivo-MeVis-Kooperationsprodukt war das erste Biopsie-Produkt am Markt (Markteinführung 2004) und zählt heute zu den Weltmarktführern.** Der Vertrieb erfolgt derzeit überwiegend in den USA unter den Produktnamen DynaCAD durch Invivo/Philips. Inzwischen vermarktet auch Siemens das Produkt unter dem Label Siemens DynaCAD.

**Nachschub aus der Produktpipeline**

Die **Pipeline** der MeVis ist **reichhaltig und breit diversifiziert**. Auf Basis seiner proprietären Technologieplattform ist das Unternehmen in der Lage, einen kontinuierlichen Nachschub an Innovationen und Produkten zu generieren. Die Entwicklungsumgebung der MeVis Application Platform verschafft hier die besondere Flexibilität, um auf Trends und Neukunden schnell reagieren zu können. Der **kontinuierliche Ausbau der Produktpalette** verspricht anhaltende Wachstumsdynamik und wird angetrieben durch Neuerungen in der Gerätetechnologie, die Erweiterung der bestehenden Software-Lösungen zu Multi-Modality-Werkzeugen sowie durch die sukzessive Ausweitung des Kreises der OEM-Partner. Das Unternehmen kooperiert bei allen Projekten seiner Roadmap mit mindestens einem marktstarken

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: Hologic/MeVis

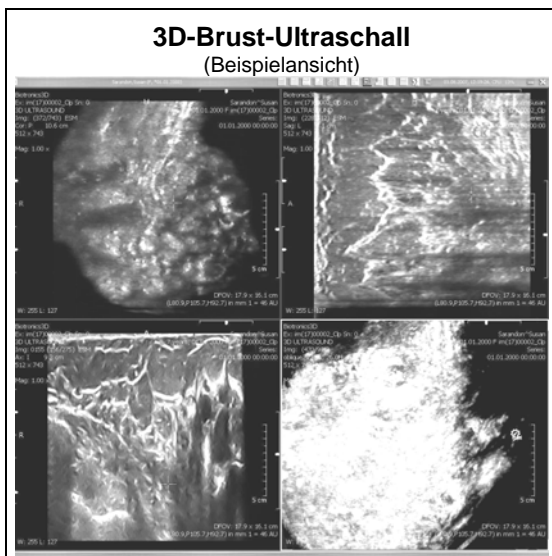
OEM-Partner. Im Verlauf der Jahre 2008/09 kann bei folgenden Produkten mit einer Markteinführung gerechnet werden:

**DynaCAD Neuro MRT**

Mit dem Produkt wird Neurologen und Neurochirurgen ein Werkzeug in die Hand gegeben, mit dem sich funktionswichtige Hirnareale und Nervenbahnen im Gehirn lokalisieren lassen, die bei chirurgischen Eingriffen verschont werden müssen. DynaCAD Neuro MRT legt den Grundstein für eine Produktklasse, die **neuartige Anwendungsgebiete in der Neurochirurgie** erschließen wird. Der Markt steht erst am Anfang seiner Entwicklung. Das Wachstumspotenzial ist immens. Eine erste OEM-Partnerschaft wurde mit Invivo/Philips eingegangen, das den Vertrieb u.a. über seine installierte Basis an MRT-Kopfsulen übernehmen wird. Durch Lizenzverträge mit weiteren OEM-Partnern lässt sich das Umsatzpotenzial aufgrund der bereits im Markt befindlichen hohen Zahl an Kopfsulen auf ein Mehrfaches steigern.

**3D-Brust-Ultraschall (3DBUS)**

Vollfeld 3D-Brust-Ultraschall hat als Emerging Technology das Potenzial, **im Massenmarkt des Brustkrebscreenings** als Standardverfahren in gynäkologischen Praxen breiten Einzug zu halten. Dank der Eignung für dichtes Brustgewebe ist der Markt für Früherkennung bei jungen Frauen adressierbar. MeVis arbeitet in der Softwareentwicklung eng mit U-Systems als OEM-Partner zusammen. Das kalifornische Unternehmen ist Markt- und Technologieführer im Bereich 3DBUS.

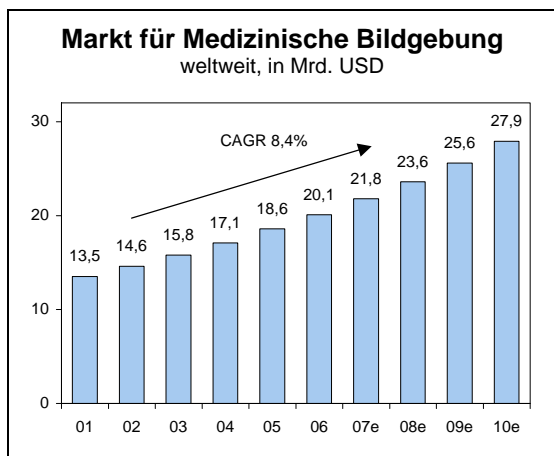


Quelle: MeVis

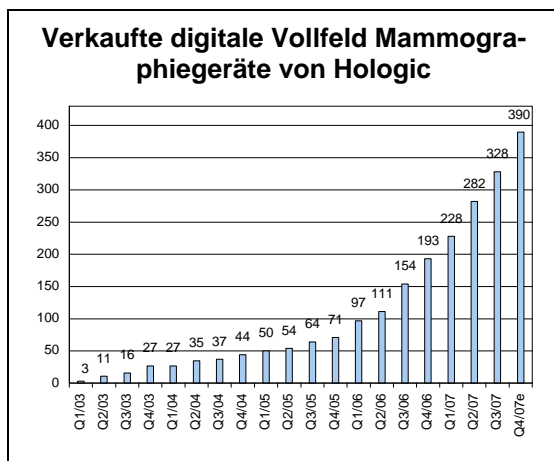
**Breast Tomosynthese**

Die digitale Breast Tomosynthese ermöglicht die Aufzeichnung von 3D-Mammogrammen und wird von den großen Medizintechnikunternehmen als Technologie der nächsten Generation hoch gehandelt. Die Tomosynthese könnte die Brustkrebsuntersuchung revolutionieren, da sie ein zentrales Problem der Mammographie behebt: die hohe Rate falsch-positiver Ergebnisse. Das Marktpotenzial ist enorm und könnte die Größe des Mammographiemarktes erreichen. Die Technologieführer sind u.a. die MeVis-Kunden Hologic und Siemens. MeVis entwickelt seit zwei Jahren für diese Unternehmen spezialisierte Applikationen.

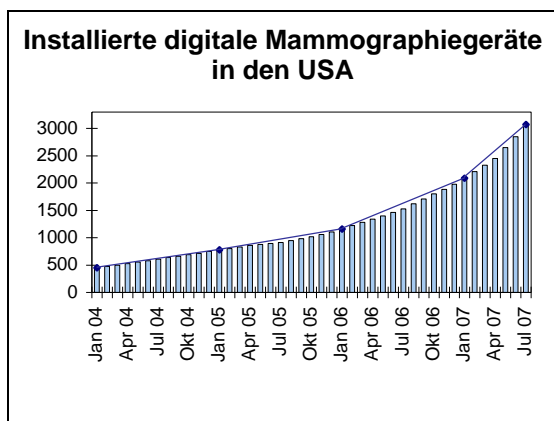
Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: Biotechnology Associates



Quelle: Hologic



Quelle: FDA

## Wachstumsmarkt medizinische Bildgebung

Die MeVis ist auf einem der interessantesten Wachstumsmärkte der Medizintechnik tätig. Das Marktvolumen im Bereich der medizinischen Bildgebung betrug weltweit in 2006 gut USD 20 Mrd. bei einem jährlichen Wachstum von gut 8%. Die medizinische Bildgebung ist damit eines der wichtigsten Wachstumssegmente der Healthcare-Branche. Das Wachstum der Bildgebungsverfahren wird vor allem durch signifikante Steigerung der Zuverlässigkeit und Kosteneffizienz der medizinischen Diagnose und Behandlung, einer kontinuierlichen Weiterentwicklung der bildgebenden Verfahren sowie wachsender Auflösungen und Dimensionalität der bildgebenden Verfahren getrieben. Besonders der Technologiewechsel (Substitution) von analogen durch digitale Systeme ist ein für MeVis entscheidender Faktor. Aber auch die Kombination unterschiedlicher Verfahren stellt hohe Anforderungen an die Datenverarbeitung.

### Bisher wichtigstes Segment: Mammographie

Von besonderer Bedeutung für MeVis ist der Bereich Mammographie, denn hier erlöst MeVis mittelfristig den größten Teil des Umsatzes (2006: 73%, s.u.). Organisierte Mammographie-Reihenuntersuchungen (Screening) bei Frauen zwischen 50 und 70 Jahren reduzieren die Brustkrebsterblichkeit laut WHO um 35%. Der Stellenwert der systematischen Früherkennung von Brustkrebs wächst kontinuierlich in vielen Staaten der entwickelten Welt. Die Digitalisierung der Mammographie ermöglicht eine effiziente Einbindung in den klinischen Workflow und eine Steigerung der Diagnosesicherheit durch bessere Bildqualität und Integration computerunterstützter Erkennungsverfahren (CAD, Computer Aided Detection). Durch Kombination der Mammographie mit weiteren Verfahren wie MRT, CT, Ultraschall und PET (Positronen-Emissions-Tomographie) kann die Diagnosesicherheit weiter verbessert werden. Der Hauptabsatzmarkt der MeVis, die USA, sind derzeit größter Markt für digitale Mammographiesysteme (3070 Geräte). Durch die Digitalisierung der Mammographie wird das Wachstum beschleunigt. Der Digitalisierungsgrad hat sich im letzten Jahr verdoppelt und liegt noch immer bei nur 23%. Andere internationale Märkte weisen teilweise einen noch geringeren Digitalisierungsgrad auf (laut Marktbeobachtern sind bisher nur 16% der weltweit eingesetzten 52.000 Mammographiegeräte digital).

Der wichtigste Partner (OEM) der MeVis ist derzeit die Hologic Inc. Das Unternehmen hält in den USA im Bereich der Mammographiegeräte einen Marktanteil von 60%. Das Unternehmen plant die Anzahl der verkauften Geräte von 1.189 Stück in 2007 (30.09.) auf 1.580 in 2008 (+33%) zu steigern, nachdem sich die Zahl im Vorjahr mehr als verdoppelt. Der Order-Backlog der Hologic von 578 Einheiten (per 30.09.07) unterstreicht diese Annahme eindrucksvoll.

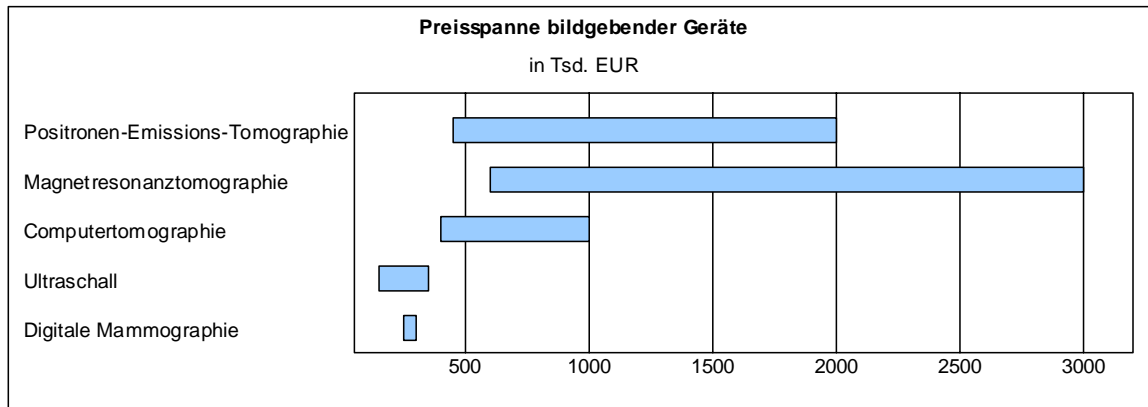
### Attraktives Lizenzmodell

Durch die Spezialisierung der MeVis auf Software für bildgebende Geräte ergeben sich zwei Besonderheiten, da der Endkundenmarkt durch Hersteller von Geräten (Hardware) bedient wird:

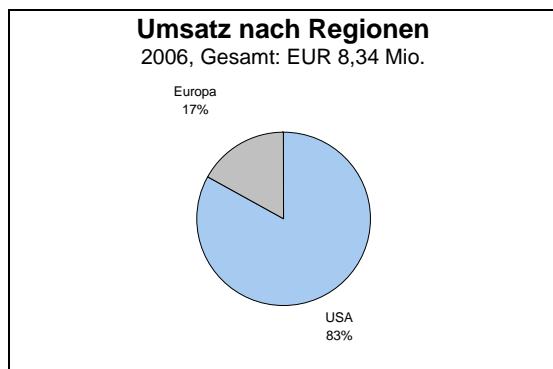
- MeVis verkauft ihre Produkte fast ausschließlich indirekt über die Hersteller der Geräte (OEMs). Für MeVis bedeutet das, dass die Umsatzerlöse nahezu vollständig aus Lizenzen und Wartung bestehen. Außer der Pflege der Beziehungen zu OEMs und der Industrie fällt somit kaum Vertriebs- und Marketingaufwand an.
- Die Software der MeVis hat nur einen kleinen Anteil am Gesamtpreis des Endproduktes (siehe Grafik). Es existiert daher kaum Preisdruck auf die Software. Zumal diese Software als

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

„Output-Medium“ und Nutzerschnittstelle höchst erfolgskritisch bei der Gerätevermarktung ist.



Quelle: MeVis



Quelle: MeVis

## Wachstumsstarkes Produktportfolio

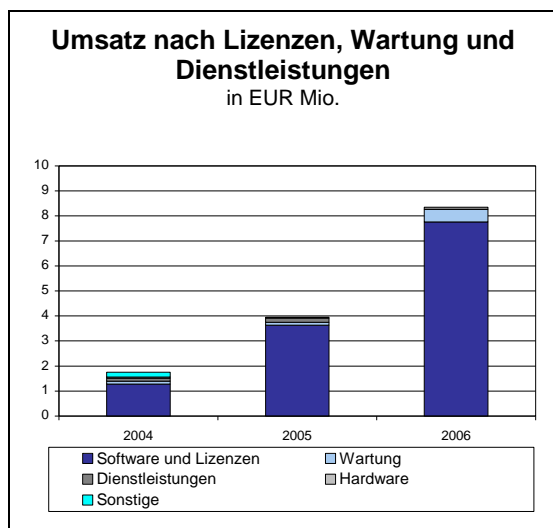
Ökonomisch von großer Bedeutung sind aus heutiger Sicht hauptsächlich die Produkte „BreastCare Workstation“ und „Breast MRT und Biopsie“. Die Planung von Leber-OPs sowie das Produkt PACS-Workstation sind für die Umsatzprognosen weniger bedeutend, unterstreichen jedoch die umfassende Kompetenz der MeVis im Markt.

### BreastCare Workstation (Produkt)

Das derzeit absatzstärkste Produkt der MeVis ist eine Visualisierungssoftware für digitale Mammographiegeräte der Firmen Hologic und Siemens. Hier ist MeVis Marktführer. Dieses Segment macht derzeit 70% der Umsätze des Konzerns aus. Die Anzahl der verkauften Lizenzen erhöhte sich von 300 in 2005 um über 200% auf 937 in 2006 und um weitere 60% in 2007. Hierbei sind die Umsätze der MeVis BreastCare gemäß der Konzernstruktur zu 51% konsolidiert (MeVis BreastCare ist ein JointVenture von Siemens (49%)). Das Unternehmen verkauft das Produkt BreastCare Workstation exklusiv an die Marktführer Hologic und Siemens, die jeweils individuell entwickelte MeVis-Produkte beziehen. Da der Kundensupport durch die genannten OEM-Partner erfolgt, ist dies für MeVis ein hochskalierbares Geschäft. Nach Schätzungen sind rund 70% der Erlöse der MeVis BreastCare auf den Absatz von Hologic-Geräten zurückzuführen. Ein Abbruch des Wachstums ist hier mittelfristig also nicht zu erwarten. Die hohe Awareness von Brustkrebs in den USA spielt Hologic hier ebenfalls zu. Aber auch der Absatz digitaler Mammographiegeräte bei Siemens sollte zulegen, da auch in den Absatzmärkten der Siemens ebenfalls hoher Grund- und Ersatzbedarf an digitalen Mammographiegeräten besteht.

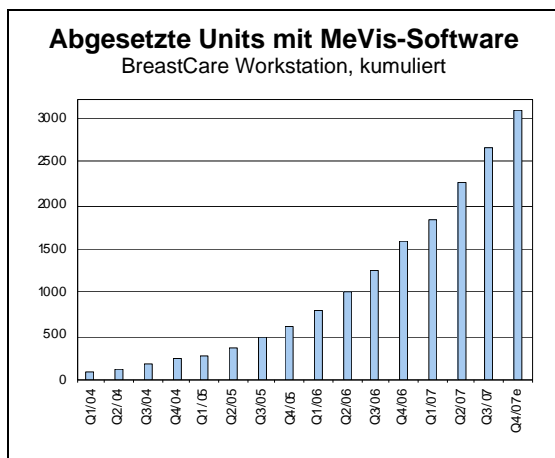
### Breast MRT und Biopsie (Produkt)

Für MeVis' Breast-MRT-Befundungssoftware konnte Invivo (100%-Tochtergesellschaft der Philips-Gruppe) als OEM-Partner gewonnen werden. Der Vertrieb des Produktes erfolgt derzeit überwiegend in den USA unter dem Namen „DynaCAD“ (Invivo/Philips). Jedoch vermarktet es mittlerweile auch Siemens („Siemens DynaCAD“). Das Invivo-MeVis-Kooperationsprodukt war das erste Biopsie-Produkt am Markt (Markteinführung 2004) und zählt heute zu den am Weltmarkt führenden Lösungen. Das Produkt hat ein enormes Wachstumspotenzial, denn MRT ist auf dem Weg zum Standard in der Diagnose und Therapie von Brustkrebs zu werden. Bei einem Wachstum der ausgelieferten Lizenzen von ebenfalls rund 200% auf 191 Lizenzen 2006 und 337 in 2007 (+76%) stellt dieses Produkt mittlerweile einen

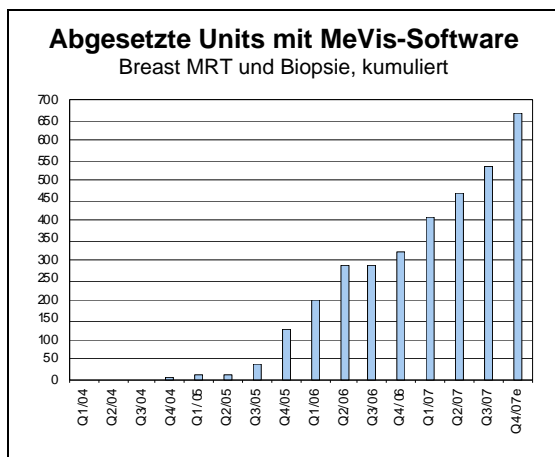


Quelle: MeVis

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: MeVis



Quelle: MeVis

Konzernumsatzanteil von 22% dar. Problematisch wirkte sich in diesem Bereich jedoch aus, dass Philips/Invivo die Abrechnungsmodalitäten in 2007 umgestellt hat. Es werden nun nicht mehr die ausgelieferten sondern die installierten Lizenzen abgerechnet. Hieraus ergibt sich eine Umsatzverschiebung von schätzungsweise 3-6 Monaten. Dies führt zu einer erheblichen Umsatzverschiebung insbesondere in 2007 (Effekt schätzungsweise rund EUR 1,7 Mio.). Aber auch in den Folgejahren ergibt sich durch die systematisch phasenverschobene Abrechnung eine Verringerung der Umsätze.

### Planung von Leber OP's (Dienstleistung)

Im Geschäftsfeld der OP-Planung bei Tumorerkrankungen und Lebend-Transplantationen der Leber ist MeVis als weltweit einziger Anbieter absoluter Marktführer. Das Servicegeschäft ist hochmargig und überzeugt durch technologisch brillante Lösungen, ist jedoch für die Ertragsplanung des Konzerns derzeit von untergeordneter Bedeutung. Eine zukünftige Ausweitung der OP-Planung auf die Indikationen Bauchspeicheldrüsenkrebs, Lungen- und Nierenchirurgie könnte bei Akzeptanz im Markt dem Servicegeschäft der MeVis deutlichen Auftrieb verleihen. In den Prognosen bleibt dies unberücksichtigt.

### PACS Workstation (Produkt)

Über den Vertriebspartner Medos AG (Tochter von Ortivus) wird MT-JADE, eine generelle Befundungsworkstation für die allgemeine Radiologie, vermarktet. Dieses Produkt aus dem Bereich Picture Archiving and Communication Systems (PACS) ist von untergeordneter Bedeutung für den Umsatz des MeVis-Konzerns, ermöglicht jedoch, den Trends im PACS-Markt zu folgen und in diesem wichtigen Markt stark involviert zu bleiben.

## Aussichtsreiche Produktentwicklungen

### DynaCAD Neuro MRT

Das Softwaresystem zur kombinierten Analyse anatomischer und funktioneller Hirndaten wird von OEM-Partner Invivo vermarktet werden. Der Vertrieb profitiert hier von der installierten Basis an MRT-Kopfspulen von Invivo/Philips. Derzeit sind schätzungsweise allein rund 10.000 Invivo-Kopfspulen installiert. Bis zur Markteinführung der MeVis Software 2008 sollten es noch deutlich mehr sein. Der Vertrieb könnte (wie es im Bereich BreastCare Workstation bereits praktiziert wird) auch über mehrere OEMs, die ihrerseits eine hohe installierte Basis vorweisen, erfolgen. Das Marktpotenzial von „DynaCAD Neuro“ schätzen wir ähnlich hoch ein wie jenes der BreastCare Workstation.

### DynaCAD Prostat MRT

Ein weiteres, deutlich kleineres Anwendungsfeld dieser Produktgruppe DynaCAD, ist die Prostata (DynaCAD Prostat MRT). Die Markteinführung ist für 2008 geplant und verspricht additives Potenzial ohne wesentliche zusätzliche Entwicklungskosten.

### 3D-Ultraschall Brust

MeVis entwickelt ein Befundungssystem für Vollfeld 3D-Brust-Ultraschall (3DBUS) zusammen mit U-Systemen. Der OEM-Partner ist Markt- und Technologieführer im Bereich 3DBUS. Aktuell existieren nur rund 50 3DBUS-Systeme weltweit. Als technische Innovation der nächsten Generation hat 3DBUS das Potenzial, wichtige Teilmärkte des Brustkrebscreenings zu besetzen. Mittelfristig erscheint ein Absatz von über 1.000 solcher Systeme pro Jahr realistisch. MeVis plante das Produkt Ende 2008 einzuführen. Aus heutiger Sicht erscheint nach Angaben des Managements jedoch eine spätere Einführung wahrscheinlich.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

### 3D-CT Lunge

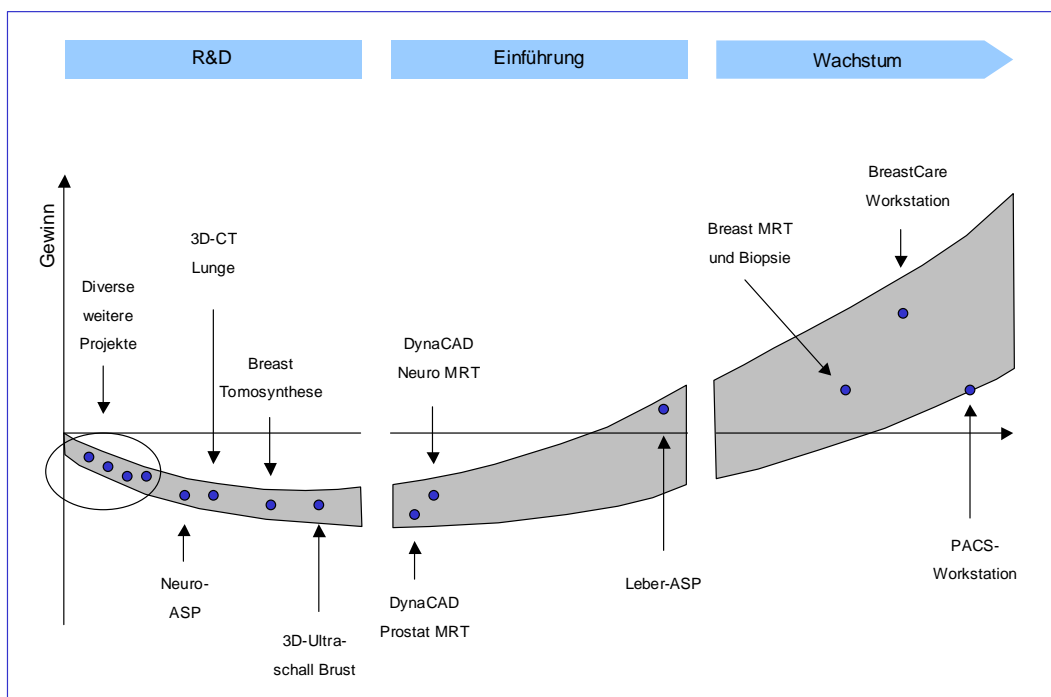
Weiterhin interessant ist das Softwaresystem zur 3D-Diagnostik der Lunge mittels Computertomographie. Das Produkt befindet sich derzeit noch in der Forschungsphase. Mit einer Markteinführung rechnet das Unternehmen im Verlauf 2009.

### Breast Tomosynthese

Breast Tomosynthese ermöglicht die Aufzeichnung von 3D-Mammogrammen. Technologieführer sind hier General Electric und die MeVis Kunden Hologic und Siemens. MeVis entwickelt seit zwei Jahren in enger Zusammenarbeit mit Hologic und Siemens spezialisierte Applikationen. Die Produkteinführung ist für 2008/09 vorgesehen, was jedoch von Hologic und Siemens abhängt. Die zugehörige Gerätetechnologie befindet sich derzeit noch nicht im Markt.

Gegenüber dem Szenario des Börsenganges ergaben sich insbesondere bei den Produkten DynaCAD Neuro und Prostat Verschiebungen. Diese werden nun voraussichtlich ehre gegen Ende 2008 eingeführt. Zuvor erschien auch eine frühere Einführung realistisch.

Folgende Grafik veranschaulicht die **Produktpipeline der MeVis** im Überblick.:



Quelle: MeVis

### Umsatzprognose

Über **90% der Erlöse bei MeVis stammen aus Lizenzen. Das ist eine herausragende Quote.** Dies liegt vor allem daran, dass die OEM-Partner der MeVis die Produkte vermarkten und auch den größten Teil des Kundensupports leisten. Für die Hauptprodukte „BreastCare Workstation“ und „Breast MRT“ und für einige der geplanten Produkte konnten jeweils führende OEM-Partner gewonnen werden (Hologic, Siemens, Invivo).

Nachteilig an der Umsatzstruktur ist, **dass nahezu den gesamten Erlöse in US\$ anfallen**, während der Grossteil der Kosten in EUR entsteht. Im Jahr 2007 ergab sich trotz US\$-Absicherung ein negativer Ergebniseffekt. Das Unternehmen plant zwar auch in Zukunft in

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

höherem Maß Absicherungen vornehmen, **das Wechselkursrisiko bleibt jedoch grundsätzlich ein bedeutendes.**

Die Umsatzplanung für 2007ff ist durch wesentliche Sonderfaktoren geprägt:

- Ab dem 01.01.07 hat MeVis die Preise im Bereich BreastCare Workstation gesenkt. Zusätzlich würde ab dem 01.07.07 eine leichte mengenabhängige Preisdegression eingeführt. Die einmalige Preissenkung zu Beginn des Jahres 2007 führte zwar zu guten Lizenzabsätzen, jedoch wirkt sich die Preisanpassung in 2007 insgesamt negativ aus. Die Umsätze der MeVis BreastCare reduzierten sich im Jahresvergleich. Wir rechnen mittelfristig nicht mit weiteren Preis-senkungen.
- Eine Veränderung der Abrechnungsmodalitäten mit Philips/Invivo schlug nach ggü. unserer Schätzung mit weit über EUR 1 Mio. zu Buche. Es wird nun nicht mehr bei Auslieferung sondern bei Installation abgerechnet. Dies führt bei den Erlösen zu einer Phasenverschiebung von schätzungsweise 3-6 Monaten.

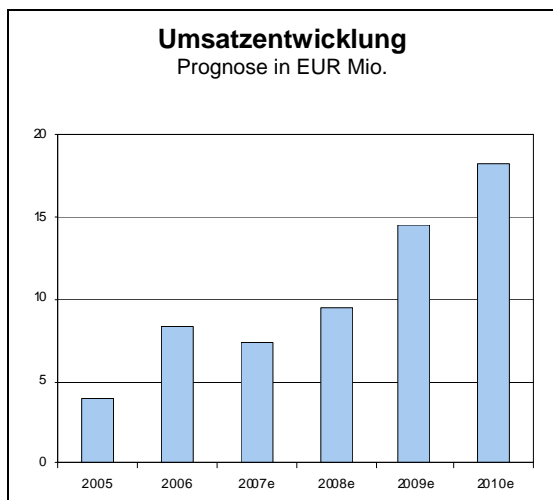
Beide Aspekte werden im Rahmen der Erläuterung der Jahreszahlen im folgenden nochmals dargestellt. Folgende Tabelle zeigt die Herleitung der Umsatzerwartung:

Umsatzprognose					
	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
<b>Ausgelieferte Lizenzen Breastcare Workstation</b>	<b>937</b>	<b>1.503</b>	<b>1.879</b>	<b>2.236</b>	<b>2.504</b>
durchschnittlicher Lizenzpreis (TEUR)	9,7	5,3	5,2	5,2	5,2
Erlöse Kernlizenzen (TEUR)	9,1	7,9	9,8	11,7	13,1
Erlöse sonstige Lizenzen	2,2	1,6	2,1	2,1	2,1
Umsatzerlöse Lizenzen MBC (EUR Mio.)	11,3	9,6	12,0	13,9	15,3
Umsatzerlöse Wartung MBC (EUR Mio.)	0,7	1,0	1,1	1,3	1,4
Umsatzerlöse Gesamt MBC (EUR Mio.)	12,0	10,5	13,1	15,1	16,7
davon MeVis (51 %)	6,1	5,4	6,7	7,7	8,5
% vom Gesamtumsatz	74%	73%	70%	53%	47%
<b>Ausgelieferte Lizenzen Breast MRT und Biopsie (BMB)</b>	<b>191</b>	<b>337</b>	<b>455</b>	<b>578</b>	<b>653</b>
durchschnittlicher Lizenzpreis (TEUR)	10,0	9,4	7,8	7,8	7,8
Ausgeliefertes Lizenzvolumen (EUR Mio.)	1,9	3,2	3,5	4,5	5,1
davon abgerechnet (%)*	100%	53%	55%	65%	65%
Umsatzerlöse (EUR Mio.)	1,9	1,7	2,0	2,9	3,3
% vom Gesamtumsatz	23%	23%	20%	20%	18%
<b>Lizenzen DynaCAD Neuro MRT / Prostat MRT</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>60</b>	<b>120</b>
durchschnittlicher Lizenzpreis (TEUR)	-	-	10,5	10,5	10,5
Umsatzerlöse (EUR Mio.)	0,0	0,0	0,2	0,6	1,3
% vom Gesamtumsatz	0%	0%	2%	4%	7%
<b>Lizenzen 3D-Ultraschall Brust, 3D-CT Lunge</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>200</b>	<b>300</b>
durchschnittlicher Lizenzpreis (TEUR)	-	-	10,5	10,5	10,5
Umsatzerlöse (EUR Mio.)	0,0	0,0	0,2	2,1	3,2
% vom Gesamtumsatz	0%	0%	2%	14%	17%
<b>Lizenzen Breast Tomosynthese</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>100</b>
durchschnittlicher Lizenzpreis (TEUR)	-	-	-	11	11
Umsatzerlöse (EUR Mio.)	0,0	0,0	0,0	0,4	1,1
% vom Gesamtumsatz	0%	0%	0%	3%	6%
Wartungsumsatz sonstige (EUR Mio.)	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
% vom Gesamtumsatz	2%	2%	3%	3%	3%
Sonstige Umsätze (Dienstleistungen, PACS...)	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
% vom Gesamtumsatz	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Umsatzerlöse (EUR Mio.)</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>14,5</b>	<b>18,2</b>

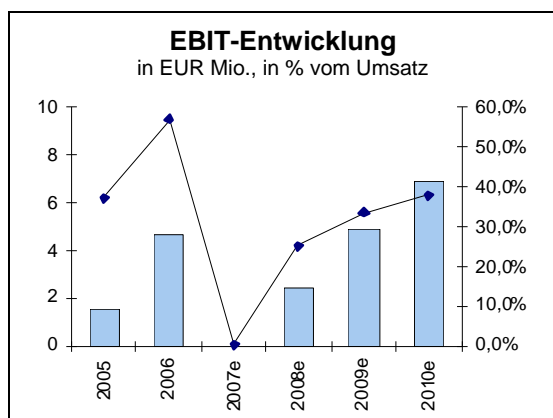
Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

\* beinhaltet ab 2008 auch Lizenzen, die im Vorjahr bereits ausgeliefert wurden.

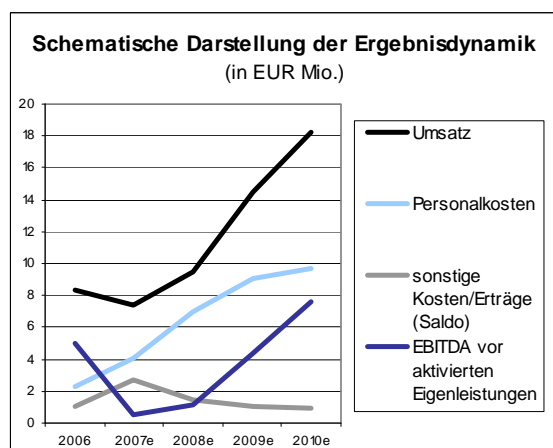
Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)



Quelle: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)



Quelle: SES Research

Neben den erläuterten Umsätzen fallen typischerweise sonstige betriebliche Erträge an. Es handelte sich in 2006 um eine Vielzahl kleinerer Positionen (Auflösung von Unterschiedsbeträgen, Fördermittel, Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen etc.). In den kommenden Jahren sollte diese Position deutlich ansteigen, da MeVis Technologie an ihre 51%-Tochter MeVis BreastCare auslizenziert.

Die installierte Basis des OEM bietet die Möglichkeit interessantes **Folgegeschäft mit den Kunden des OEM zu generieren**. Neben **Wartungsverträgen** sind hier vor allem **Nachfolgeprodukte** zu nennen, die mit geringstem Aufwand in die installierte Basis hinein verkauft werden könnten. Diesbezügliche Planungen bestehen bereits, sind jedoch nicht in die Prognosen eingeflossen.

#### Wesentliche Upside-Potenziale nicht berücksichtigt

Die hier hergeleitete Umsatzprognose beinhaltet deutliches Upside-Potenzial, da wir einige Sachverhalte aus Gründen der Visibilität nicht oder nur in sehr geringem Maße berücksichtigt haben.

- Eine **Abschwächung der Verkäufe von „Workstation“ ist nicht absehbar**. Im Bereich „Breast MRT und Biopsie“ ist eine deutlich schnellere Marktdurchdringung wahrscheinlich (Annahmen s.o.).
- MeVis plant die **Gewinnung weiterer OEMs**. Hieraus entstehende Skaleneffekte haben wir nicht explizit berücksichtigt. Diese können erheblich sein, da sie sich direkt auf die Marge auswirken, wenn entwickelte Technologien gleichzeitig an zusätzliche Partner vermarktet werden können. Auch im PACS-Umfeld sind bei einzelnen Applikationen solche Partnerschaften realistisch und nicht in der Planung berücksichtigt.
- Jedes von MeVis verkaufte Produkt beinhaltet das **Potenzial des Verkaufs von Folgeversionen**. Während reguläre Updates durch die Wartungsverträge abgedeckt werden, kommt die gesamte installierte Basis als potenzieller Abnehmer von Folgeversionen in Frage. MeVis plant in 2008 beispielsweise eine Folgeversion der BreastCare Workstation anzubieten (Breast MRI Technologie, multimodal).

### Ergebnisprognose

Die Umsatzentwicklung der Jahre 2007 bis 2009 basiert im Wesentlichen auf Produkten, die MeVis bereits **vollständig entwickelt** hat oder die **bereits vermarktet** werden. Die Kosten der nächsten Jahre stehen daher kaum im Zusammenhang mit den Umsätzen der gleichen Perioden. MeVis wäre in der Lage, auch mit sehr viel geringeren Entwicklungsaufwendungen die mittelfristig geplanten Umsätze zu erzielen. Dieser Sachverhalt macht deutlich, dass die in 2006 erzielten eindrucksvollen EBIT-Margen von deutlich über 50% langfristig plausibel sind.

Aufgrund einer erheblichen Ausweitung der Entwicklungsleistung steigt der Personalaufwand stark (ca. linear) an und überschattet in 07 und 08 die eindrucksvolle Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. Das Management investiert bewusst zu Lasten der kurzfristig ausweisbaren Margen in neue Produkte. Die Entwicklungsarbeit, die heute geleistet wird, versetzt MeVis in die Lage, langfristig Ergebnisse im zweistelligen Millionenbereich zu erzielen. Aufgrund der enormen Entwicklungstätigkeit der MeVis ist eine Fortsetzung des sehr hohen Wachstums auch ab 2010 zu erwarten, sie ist jedoch in den Planungen noch nicht unterstellt.

Positiv auf die Marge in 2008 wirkt die im Rahmen der IFRS-Umstellung notwendige erstmalige Aktivierung von Entwicklungsleistungen, der wesentlichen Kostenposition der MeVis. In den Folgejah-

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

ren wird dieser Effekt durch zunehmende Abschreibungen wieder abgebaut.

Aufgrund wesentlicher Produkteinführungen in 2008/09 wird der **Umsatz ab 2009 zusätzliche Dynamik erfahren**. Auch der Entwicklungsaufwand sollte dann nur noch unterproportional wachsen. Die sonstigen Kosten/Erträge (Saldo) steigen bei hoher Skalierung ebenfalls unterproportional an. Hieraus ergibt sich eine exponentielle Ertragssteigerung ab 2009/2010.

Wir erwarten für 2010 ein EBIT von EUR 7 Mio. Dieses wird aus Produkten generiert, die bereits heute vermarktet werden oder bereits weitgehend entwickelt sind.

Die einzelnen Kostenpositionen sollten sich detailliert wie folgt entwickeln:

### Personalaufwand

Mit einer Aufwandsquote von 28% am Umsatz in 2006 und bereits 38% in 2007 ist der Personalaufwand als logische Konsequenz der Geschäftstätigkeit die wichtigste Aufwandsposition. Wir gehen davon aus, dass der Personalaufbau analog zur Entwicklungstätigkeit weiter deutlich forciert wird. Folgende Tabelle zeigt die prognostizierte Entwicklung von Mitarbeiterzahl und Personalaufwand:

Prognose des Personalaufwandes					
	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Mitarbeiter* (Jahresende)	42	74	126	134	143
Mitarbeiter* (Jahresdurchschnitt)	33	58	100	130	139
<b>Personalaufwand (EUR Mio.)</b>	<b>2,3</b>	<b>4,1</b>	<b>7,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>
Durchschnittlicher Personalaufwand je MA/Jahr (TEUR)**	70,5	70,0	70,0	70,0	70,0

\* Ohne MeVis Research, ohne studentische Hilfskräfte, MeVis BrestCare zu 51 % konsolidiert

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

In Bezug auf den Personalaufwand ist auf die geplante Aktivierung von Produktentwicklungen ab 2008 hinzuweisen. Wir setzen diese mittelfristig mit rund 30% des Personalaufwandes an. Eine Aktivierung ist nach IFRS zwingend erforderlich.

### Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bestehen ab 2008 aus einer Vielzahl einzelner Positionen, von denen keine eine auffällige Bedeutung hat. Sie stehen in direktem Zusammenhang mit der Aufrechterhaltung und Entwicklung des Geschäftsbetriebes, Währungsabsicherungen oder der Anmeldung von Patenten.

### Abschreibungen

Die Abschreibungen spielten im Jahr 2006 eine untergeordnete Rolle. Da jedoch in 2008 damit begonnen wird, Eigenleistungen in der Produktentwicklung zu aktivieren, werden die Abschreibungen in den folgenden Perioden deutlich ansteigen (siehe Tabelle).

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

**Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions**

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>14,5</b>
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	2,7	3,4
<b>Gesamtleistung</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>	<b>17,9</b>
Materialaufwand	0,2	0,4	0,5	0,1	1,3
Personalaufwand	1,4	2,3	4,1	7,0	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,9	1,0	0,6	2,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	1,5	3,3	1,9	2,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,5</b>	<b>3,8</b>	<b>7,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,5	0,1	0,3
<b>EBITA</b>	<b>1,6</b>	<b>4,8</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>7,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	1,3	2,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,9</b>
Zinsertrag	0,0	0,1	0,3	1,3	1,1
Zinsaufwendungen	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,4	-0,3	0,1	1,2	1,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>
EE-Steuern	0,1	1,5	0,1	0,7	1,6
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	1,0	2,9	0,1	3,0	4,3
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>
Anteile Dritter, Abfindungsrückstellung (2005)	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

**Bilanz**

Die Bilanz der MeVis ist absolut solide. Die größte Position der Aktiva sind Zahlungsmittel, ein kleiner Teil sind Forderungen. Demgegenüber steht eine geringe Position Finanzverbindlichkeiten sowie Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern. Ein Ausfall von Forderungen ist bei der MeVis nahezu unwahrscheinlich, da die Schuldner durchweg große OEMs sind.

Die Bilanzstruktur wird sich im Zuge der Aktivierung von Produktentwicklungen ab 2008 ändern. Zudem wirkte sich der Börsengang vorteilhaft auf die Bilanzstruktur aus. Wir schätzen die Cash-Position der Gesellschaft zum Jahresende auf etwa EUR 28 Mio. (EUR 16 je Aktie (ohne eigene Aktien)). Folgende Tabelle zeigt die erwartete Entwicklung der Bilanz:

**Bilanz MeVis Medical Solutions**

Bilanz (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>AKTIVA</b>					
Anlagevermögen	0,4	0,7	0,6	2,2	3,1
Umlaufvermögen	3,7	8,4	32,4	33,8	37,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>33,0</b>	<b>36,0</b>	<b>40,6</b>
<b>PASSIVA</b>					
Eigenkapital	-2,1	2,7	29,5	32,5	36,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,4	2,3	0,3	0,3	0,3
Verbindlichkeiten	3,9	4,1	3,1	3,2	3,5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>33,0</b>	<b>36,0</b>	<b>40,6</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

### Kapitalflussrechnung

Die Kapitalflussrechnung ist ein Abbild der hervorragenden Ertragssituation der MeVis. Es zeigt sich hier auch, dass ein Teil des Ergebnisses auf die Entwicklung von Eigenleistungen zurück zu führen ist. Des Weiteren wird deutlich, dass das hohe Wachstum der Gesellschaft auch ein höheres Working Capital nach sich zieht.

Kapitalflussrechnung MeVis Medical Solutions					
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Cash Flow	1,8	4,2	-1,4	4,3	7,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit*	1,8	4,6	-2,8	5,6	6,3
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,4	-0,3	-0,4	-3,0	-3,7
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	-0,9	25,8	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	1,4	3,4	22,6	2,6	2,6
Endbestand liquide Mittel	2,0	5,4	28,0	30,6	33,2

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen) \*beinhaltet IPO-Kosten (teilweise aktiviert) in Höhe von EUR 2,5 Mio.

### Analyse der jüngsten Unternehmenszahlen – Vorläufige Zahlen 2007

Die vorläufigen Geschäftszahlen des Jahres 2007 waren enttäuschend. Das Unternehmen hat zu Jahresbeginn die Preise wesentlicher Lizenztypen einmalig verringert und dies auch kommuniziert. Es handelt sich hierbei um eine Preisanpassung, die mittelfristig Bestand haben und höhere Absatzzahlen nach sich ziehen soll. Zum Zeitpunkt des Börsenganges war trotz einer einmaligen Preissenkung im Kernbereich Mevis BreastCare mit leicht steigenden Umsätzen und einem deutlich positiven EBIT gerechnet worden. Diese Erwartung konnte nicht erfüllt werden.

MeVis Medical Solutions - Kennzahlen			
Angaben in TEUR	2007e	2006	Veränd. yoy
<b>Umsatz</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	-11,90%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	-11,90%
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>4,7</b>	-99,60%
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>0,3%</i>	<i>56,8%</i>	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,1</b>	<b>2,9</b>	-96,98%
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>1,2%</i>	<i>35,2%</i>	

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Nach vorläufigen Zahlen für 2007 sank der Umsatz von EUR 8,3 auf EUR 7,3 Mio. in 2007. Die Verfehlung der Erwartungen für 2007 hat, neben einem generell schwachen Q4, mehrere Gründe:

- Die einmalige Preissenkung in 2007 führte zwar zu guten Lizenzabsätzen, erreichte jedoch nicht die hohe Absatzerwartung der Firma im zweiten Halbjahr. (Effekt liegt nach unserer Schätzung bei ca. EUR 0,4 Mio. im Q4)
- Eine Veränderung der Abrechnungsmodalitäten mit Philips/Invivo schlug nach unserer Schätzung mit weit über EUR 1 Mio. zu Buche. Es wird nun nicht mehr die ausgelieferte Lizenz abgerechnet, sondern der Installationszeitpunkt

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

berücksichtigt. Dies führt bei den Erlösen zu einer Phasenverschiebung um schätzungsweise 3-6 Monate.

- In diesen Effekten enthalten ist die deutlich negative US\$-Entwicklung der vergangenen Monate. Diese Entwicklung verringert auch die Umsatzbasis der kommenden Perioden, da nahezu alle Erlöse der Gruppe in US\$ anfallen.

In retrograden Ermittlung der Umsätze ergibt sich folgende Umsatzverteilung nach Quartalen:

Geschäftsentwicklung im 2. Halbjahr						
	2006	H1/07	Q3/07	Q4/07e	2007e	06/07 % yoy
<b>Abgerechnete Lizenzen MeVis Breastcare (Stk.)</b>	<b>937</b>	<b>648</b>	<b>416</b>	<b>439</b>	<b>1.503</b>	<b>60%</b>
Lizenz Erlöse Lizenzen (100%)		3.762	2.067	2.107	7.936	
Durchschnittspreis je Lizenz (TEUR)		5,8	5,0	4,8	5,3	
Sonstige Lizenz Erlöse und Wartung MeVis Breastcare (TEUR)		1.859	636	99	2.594	
Gesamterlöse MeVis Breastcare (TEUR)		5.621	2.703	2.206	10.530	
<b>Anteil MeVis (51%)</b>		<b>2.867</b>	<b>1.379</b>	<b>1.125</b>	<b>5.370</b>	
<b>Ausgelieferte Lizenzen Philips/Invivo (Stk.)</b>	<b>191</b>	<b>141</b>	<b>66</b>	<b>130</b>	<b>337</b>	<b>76%</b>
<b>Gesamterlöse "sonstige Befundung" (TEUR)</b>		<b>1.329</b>	<b>624</b>	<b>26</b>	<b>1.979</b>	
<b>Umsatz (TEUR)</b>	<b>8.342</b>	<b>4.196</b>	<b>2.002</b>	<b>1.151</b>	<b>7.349</b>	<b>-12%</b>

Quelle: MeVis, SES Research

Auffällig ist neben einem schwachen Umsatz der MBC der fehlende Umsatz im Bereich sonstiger Befundung (Abrechnungsthematik Philips/Invivo). Hier liegen noch keine abschließenden Informationen zum Jahresabschluss vor.

Die Tatsache, dass die Kosten im Wesentlichen unabhängig vom Umsatz anfallen führte dazu, dass sich der Umsatzrückgang bis in die Ergebniskennzahlen auswirkte.

Der geringere Lizenzumsatz wirkt sich aufgrund der F&E-lastigen Kostenstruktur nahezu vollständig negativ auf die Ertragslage aus. Hinzu kamen höhere sonstige betriebliche Aufwendungen und die Berücksichtigung nicht-verrechenbarer IPO-Kosten (ca. EUR 0,9 Mio.). Im Rahmen der Ausweitung der Forschungstätigkeit erhöhten sich nahezu alle Kostenpositionen. Der Personalaufwand stieg schätzungsweise um 80% auf EUR 4,1 Mio. an. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich auf EUR 3,3 erhöht und damit mehr als verdoppelt. Diese Kostenpositionen stehen jedoch zu einem beträchtlichen Teil im Zusammenhang mit Produkten, deren Einführung erst in den kommenden Jahren geplant ist. Die grundsätzlich hohe Ertragskraft des Konzerns, die sich in 2006 mit EBIT-Margen von über 50 % deutlich zeigte, war in 2007 somit nicht sichtbar.

Der niedrige Umsatz in Verbindung mit einem drastischen Kostenanstieg führte zu einem Ergebnisrückgang im EBIT auf ein ausgeglichenes Niveau.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

#### Ausgelieferte Lizenzen 2006/07

	2006	Q1/07	Q2/07	Q3/07	Q4/07	2007	06/07 % yoy
Ausgelieferte Lizenzen MeVis Breastcare	937	336	312	416	439	1.503	60%
Ausgelieferte Lizenzen Philips/Invivo	191	74	67	66	130	337	76%

Quelle: MeVis

Trotz dieser unerfreulichen Entwicklung ist das Wachstum der Lizenzen hoch. Die Anzahl der ausgelieferten Lizenzen des bisher wichtigsten Produktes „MeVis BreastCare“ (72% des Konzernumsatzes) sowie des Produktes „Breast MRT und Biopsie“ (22%) konnten in 2007 jeweils 60% respektive 67 % gesteigert werden. Es ist davon auszugehen, dass sich dieses Wachstum zukünftig auch in steigenden Margen zeigen wird.

Für 2008 rechnet das Unternehmen nun mit einer Umsatzsteigerung um ca. 40% (auf EUR 9-10 Mio.) und erwartet ein EBIT von EUR 2,2 – 2,6 Mio. Für 2008 rechnet das Unternehmen zudem mit vorsichtigeren Zeitrahmen bei der Produkteinführung. Grundsätzlich negativ wirkt sich das in den Planungen berücksichtigte deutlich niedrigere US\$-Niveau aus. Sowohl die kurz als auch die langfristigen Erwartungen müssen insgesamt signifikant korrigiert werden.

## Börsengang

Der Börsengang der MeVis Medical Solutions AG wurde mit der Handelsaufnahme in den Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse am 16. November 2007 vollzogen. Der Börsengang hat für MeVis zahlreiche positive Implikationen:

- Softwareunternehmen wie MeVis sind existenzielle Zulieferer für OEMs, die mit ihren Geräten Milliardenmärkte erschließen und deren Entwicklung sehr kostspielig ist. Neben der Qualität der Software und der allgemeinen Reputation ist ganz eindeutig die **„Solidität und Größe“ eines Softwareunternehmens ein wesentliches Auswahlkriterium**. Eine starke Bilanz bedeutet im Softwaremarkt einen direkten Wettbewerbsvorteil.
- **Die Unabhängigkeit von einzelnen OEMs ist ein zentraler Aspekt, der die Belieferung mehrerer verschiedener OEMs als zentrale Stärke der MeVis erst möglich macht.** Ein Börsengang wird diese Unabhängigkeit der MeVis unterstreichen.
- Grundsätzlich wird die **Attraktivität auch gegenüber Mitarbeitern sowie Klinik- und R&D-Partnern erhöht**. Zur Incentivierung der Mitarbeiter ist bereits ein Optionsprogramm aufgelegt worden.

Die Mittel sollen vielseitig verwendet werden:

- **Ausbau der Produktentwicklung:** Verbreiterung des Produktportfolios und weitere Beschleunigung des Entwicklungstempos
- **Ausbau und Systematisierung der Vertriebsaktivitäten:** Internationalisierung und Gewinnung zusätzlicher OEM-Partner
- **Selektive Akquisitionen von Teams und Ideen (IP)**

Insgesamt wurden 776.866 Aktien am Markt platziert. Nach erfolgtem Rückkauf des Greenshoe liegt die Streubesitzquote nun bei rd. 40% entspricht. Der Gesellschaft flossen aus Emissionserlösen rd. TEUR 28,6 zu. Wir schätzen, dass der Cash-Bestand des Unternehmens zum Jahresende bei ca. EUR 28 Mio. lag.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

### Aktienrückkaufprogramm

Am 04.03.08 gab die MeVis ein Aktienrückkaufprogramm bekannt. Dieses Programm wurde beschlossen, da das Management der Auffassung ist, dass der Aktienkurs die Positionierung der MeVis nicht angemessen widerspiegelt.

Die Gesellschaft plant bis August 2008 bis zu 53.200 eigene Aktien zu erwerben. Zusammen mit den bislang gehaltenen eigenen Aktien (37.800) wären dies 5 % des Kapitals. Die Aktien sollen für den Erwerb von Unternehmen oder IP genutzt werden und können, sofern solche Transaktionen nicht durchgeführt werden, auch eingezogen werden.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Die Bewertung der MeVis basiert auf 3 Bewertungsmethoden:

- das **DCF-Modell** unter den Annahmen eines Beta von 1,5 einer risikolosen Rendite von 3,45% und einer ewigen Wachstumsrate von 2% indiziert einen Wert von ca. EUR 63.
- der Bewertung auf Basis des adjustierten **Free Cash Flow** (FCFY) für 2009/10e deutet einen fairen Wert je Aktie von EUR 43/61 an.
- Der Vergleich mit einer insgesamt inhomogenen **Peer Group** (siehe Bewertung) aus größeren Vergleichsunternehmen liefert ein uneinheitliches Bild. Erst die Reduktion des Vergleiches auf die Closest-Comparables und die bilanzstrukturelle Bereinigung (Konzentration auf EV/EBIT Multiplikatoren) zeigt, dass Barco und Vital Images mit dem 12-fachen ihres 2009er EBIT bewertet werden (EV). Für die MeVis entspricht dies einer Bewertung von knapp EUR 45.
- Die verwendeten Bewertungsmethoden liefern unterschiedliche Ergebnisse da FCFY und Vergleichsgruppe sich an den kurzfristig erzielbaren Ergebnissen orientieren und das DCF-Modell umfassender ist. Hierauf wird in den entsprechenden Abschnitten und in der Zusammenfassung dieses Abschnitts eingegangen.

### Free Cash Flow Yield

Die adjustierter Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen - Maintenance Capex + Steuern - (1-t)Zinsen) auf den EV die Opportunitätskosten übersteigt. Vereinfacht wurden diese mit 10% angesetzt.

Dieser am Cash Flow ausgerichtete Ansatz bildet die kurz-/mittelfristige Entwicklung der Cash Flows Bewertungsseitig ab:

- Hierbei nicht oder nur im geringen Umfang berücksichtigt bleibt die geleistete Entwicklungsleistung in 2008/09, die sich in diesem Modell ausschließlich belastend auswirkt. Wir gehen davon aus, dass schätzungsweise 80 % der in 2008 anfallenden Kosten für Forschung und Entwicklung auf Produkte/strukturelle Maßnahmen entfallen, die erst in den kommenden Jahren zu Erlösen führen. Das FCFY-Modell berücksichtigt vornehmlich diejenigen Perioden, welche durch diese Aufwendungen belastet sind.
- Die hohe Ertragsdynamik, die sich hieraus langfristig ergibt, zeigt sich in Ansätzen lediglich im FCF-Wert für 2010.
- Dieser Ansatz bildet die Leistung der MeVis insofern nicht zureichend ab, liefert dennoch eine Indikation für eine mögliche Bewertung der MeVis am Markt.

Auf Basis des FCF für 2009e ergibt sich ein Wert von EUR 43. Für 2010 liegt er bereits bei EUR 61.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

## MeVis Medical Solutions - Free Cash Flow Yield

Angaben in EUR Tsd.	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	2.935	89	2.961	4.312	5.366
+ Abschreibung + Amortisation	253	514	1.365	2.865	4.123
- Zinsergebnis (netto)	-264	127	1.212	1.021	1.111
+ Steuern	1.542	57	653	1.583	2.646
- Erhaltungsinvestitionen	194	180	200	203	255
+/- Sonstiges*	0	0	-2.660	-3.367	-3.393
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>4.800</b>	<b>353</b>	<b>908</b>	<b>4.170</b>	<b>7.374</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	11,3%	3,3%	8,4%	38,8%	68,6%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Aktueller Enterprise Value</b>	<b>42.324</b>	<b>10.752</b>	<b>10.752</b>	<b>10.752</b>	<b>10.752</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>48.001</b>	<b>3.532</b>	<b>9.076</b>	<b>41.699</b>	<b>73.742</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-2.812	-34.384	-34.384	-34.384	-34.384
- Pensionsverbindlichkeiten	0	0	0	0	0
- Off Balance Sheet	0	0	0	0	0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>50.813</b>	<b>37.916</b>	<b>43.460</b>	<b>76.083</b>	<b>108.126</b>

Quellen: SES Research \*aktivierte Eigenleistungen

## DCF-Modell

Um auf Basis des erwarteten mittel- bis langfristigen Geschäftserfolges einen Wert für MeVis zu ermitteln, wurde ein DCF-Modell herangezogen. Gegenüber dem vorherigen Modell liefert es ein methodisch korrekteres Ergebnis:

- Das Modell berücksichtigt die zu erwartenden Erlöse aus den in 2009/10 lancierten Produkten voll, ohne lediglich deren belastende Entwicklungskosten zu eskomptieren.
- Das Modell beinhaltet eine Annahme über die langfristige Ertragsentwicklung, die deutlich wertrelevant ist und in kurzfristigen Modellen nicht sichtbar wird.

Auch das DCF-Modell berücksichtigt das Potenzial der MeVis nicht vollständig. Aufgrund der konstant sehr hohen Produktentwicklung ist vermutlich nicht (wie im Modell unterstellt) mit einer Reduktion des Wachstums ab 2011 zu rechnen. Denn:

- Die Anzahl der entwickelten Produkte nimmt deutlich zu.
- Die kommerziell nutzbaren OEM-Partnerschaften werden kontinuierlich ausgebaut.
- Es entstehen typische Skaleneffekte.
- Gleichzeitig ist mit einem anhaltend hohen Marktwachstum und einer höheren Digitalisierung des Medizintechnikmarktes zu rechnen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

DCF Modell														
Angaben in Mio. EUR	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	7,3	9,5	14,5	18,2	22,8	26,2	27,5	28,9	30,3	31,9	33,5	35,1	36,9	38,7
Veränderung	-11,9%	29,6%	52,1%	25,9%	25,0%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	0,0	2,4	4,9	6,9	9,1	11,8	12,4	13,0	13,7	14,3	15,1	15,8	16,6	17,4
EBIT-Marge	0,3%	25,2%	33,6%	37,8%	40,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Steuerquote	39,0%	18,1%	26,9%	33,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Abschreibungen	0,5	1,4	2,9	4,1	2,1	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6	2,7
in % vom Umsatz	7,0%	14,3%	19,8%	22,6%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,4	1,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen	-0,4	-3,0	-3,7	-3,9	-2,1	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7
Investitionsquote	5,3%	31,7%	25,9%	21,1%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
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)	-1,3	1,6	1,8	4,3	5,5	7,2	8,2	8,6	9,1	9,5	10,0	10,5	11,0	11,6
<b>Wertermittlung (Mio. EUR)</b>														
Barwerte bis 2020	41,1													
Terminal Value	28,8													
Verbindlichkeiten	-2,4													
Liquide Mittel	36,8													
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>104,4</b>													
Aktienzahl (Mio.)	1,82													
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>57,34</b>													

Wertermittlung (Mio. EUR)	Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (EUR)						ewiges Wachstum	
		WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
Barwerte bis 2020	Fremdkapitalquote	11,78%	52,10	52,36	52,64	52,93	53,24	53,56	53,89
Terminal Value	Fremdkapitalzins	12,28%	54,05	54,36	54,68	55,02	55,38	55,75	56,14
Verbindlichkeiten	Marktrendite	12,03%	55,10	55,43	55,78	56,15	56,53	56,94	57,36
Liquide Mittel	risikofreie Rendite	11,78%	56,21	56,56	56,94	57,34	57,75	58,19	58,65
<b>Eigenkapitalwert</b>	Beta	11,53%	57,37	57,75	58,16	58,59	59,04	59,51	60,02
Aktienzahl (Mio.)	WACC	11,28%	58,59	59,01	59,45	59,91	60,40	60,92	61,47
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	ewiges Wachstum	10,78%	61,23	61,73	62,24	62,79	63,37	63,99	64,64

Quelle: SES Research

Als Beta dient ein Wert von 1,5. Die risikofreie Rendite liegt zur Zeit bei 3,45%. Die Marktrendite beträgt 9,00%, was eine Risikoprämie von 5,55% bedeutet. Auf dieser Basis ergibt sich unter Annahme einer langfristigen Eigenfinanzierung ein WACC von 11,78%.

Hieraus ergibt sich ein DCF-Wert von gut EUR 63 je Aktie.

## Peer-Group Vergleich

Die Bewertung von MeVis anhand eines Peer-Group Vergleichs hat nur sehr eingeschränkte Aussagekraft. Es existieren keine Unternehmen, die ein vergleichbares Geschäftsmodell bei ähnlichen Wachstumsraten wie MeVis aufweisen.

Der Vergleichsanalyse sind sieben Unternehmen eingeordnet, die im weiteren Sinne Software für medizintechnische Anwendungen erstellen:

- Analogic: Das US-Unternehmen konzipiert und baut Hochleistungssysteme und Teilsysteme für die medizinische Bildgebung sowie Bildgebung für den Sicherheitsbereich. Adressiert werden in erster Linie größere OEMs aus dem Medizin- und Sicherheitsbereich.
- Barco: Das belgische Unternehmen bietet Lösungen für Displays und Visualisierung an. Dabei entwickelt und gestaltet es Lösungen für Großbildvisualisierungen, Bildschirmösungen für medizinische Anwendungen sowie Systeme für visuelle Inspektionen.
- iCAD: iCAD ist ein führender industrieller Anbieter von computergestützten Erkennungssystemen. Diese sollen dazu dienen, Pathologien zu identifizieren und Krebserkrankungen frühzeitig zu erkennen. Dabei bietet das Unternehmen eine Reihe von Systemen für kleine, mittlere und große Märkte im Bereich der Mammographie.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

- **Mercury Computer Systems:** Mercury Computer Systems ist ein führender Anbieter von EDV-Systemen und Software für datenintensive Anwendungen. Diese beinhalten Bildverarbeitung, Signalverarbeitung sowie Visualisierung. Das Unternehmen entwickelt unter anderem Lösungen für den Medizin- und Sicherheitsbereich, aber auch für Branchen wie der Luftfahrt und der Ölindustrie.
- **Merge:** Das US-Unternehmen ist unter den führenden Anbietern für die Entwicklung und Verbreitung von Software und Services für die medizinische Bildgebung sowie das Informationsmanagement. Dabei vertreibt Merge Lösungen für Originalhersteller sowie für Endkunden des Gesundheitsbereiches.
- **Sectra:** Das schwedische Unternehmen entwickelt und vertreibt Lösungen für expandierende Nischen-Märkte. Darunter befinden sich derzeit Systeme für die medizinische Bildgebung sowie Systeme für sichere Kommunikation, etwa für den Bereich Verteidigung.
- **Vital Images:** Das Unternehmen ist ein führender Anbieter von Visualisierungs- und Bildanalyse-Systemen für den medizinischen Bereich. Vital Images bietet seinen Kunden Software, Schulungen, Instandhaltungen sowie professionelle Dienste an.

Die Konsensschätzungen der Vergleichsgruppe stellen sich wie folgt dar:

### Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e
Analogic	USD	58,52	781,7	545,0	1,02	2,12	2,25	336,53	385,53	429,65	21,18	46,10	n.a.	5,13	32,10	n.a.
Barco	EUR	47,38	599,9	639,3	4,19	4,15	4,39	762,85	779,51	832,43	112,66	122,09	128,18	61,79	69,67	74,08
iCAD	USD	2,53	100,0	102,0	-0,06	0,03	n.a.	26,22	34,27	42,87	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mercury Computer Systems	USD	6,11	139,4	114,3	-0,36	0,17	0,46	222,20	212,69	240,60	5,20	16,50	24,40	n.a.	-20,10	n.a.
Merge	USD	0,41	13,9	-5,9	-1,09	-0,75	-0,87	57,60	57,39	62,20	-30,77	-19,23	-22,10	-38,00	-25,96	-30,10
Sectra	SEK	61,75	2.113,1	1.974,4	1,72	1,31	2,53	716,90	759,98	952,16	88,00	86,37	151,03	69,17	64,09	124,80
Vital Images	USD	15,51	265,7	87,3	0,12	0,00	0,20	70,49	75,23	86,64	-0,70	0,76	3,97	-6,32	-6,55	-4,34
<b>MeVis</b>	<b>EUR</b>	<b>24,80</b>	<b>45,1</b>	<b>10,8</b>	<b>0,05</b>	<b>1,63</b>	<b>2,37</b>	<b>7,35</b>	<b>9,53</b>	<b>14,49</b>	<b>0,53</b>	<b>3,77</b>	<b>7,74</b>	<b>0,02</b>	<b>2,40</b>	<b>4,87</b>

Quelle: SES Research, Bloomberg

Wir halten lediglich Barco und Vital Images für relevant, da diese sowohl in Bezug auf ihre Tätigkeit vergleichbar sind als auch verwertbare Multiplikatoren aufweisen. Für Merge, welches ebenfalls zu den vergleichbaren Unternehmen zählt, sind diese nicht vorhanden.

### Peer-Group MeVis

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			KUV			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e
Analogic	USD	58,52	781,7	545,0	57,54	27,56	26,01	2,32	2,03	1,82	25,74	11,82	n.a.	106,28	16,98	n.a.
Barco	EUR	47,38	599,9	639,3	11,30	11,42	10,79	0,79	0,77	0,72	5,67	5,24	4,99	10,35	9,18	8,63
iCAD	USD	2,53	100,0	102,0	neg.	84,33	n.a.	3,82	2,92	2,33	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mercury Computer Systems	USD	6,11	139,4	114,3	neg.	37,03	13,28	0,63	0,66	0,58	21,98	6,93	4,69	n.a.	neg.	n.a.
Merge	USD	0,41	13,9	-5,9	neg.	neg.	neg.	0,24	0,24	0,22	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Sectra	SEK	61,75	2.113,1	1.974,4	35,90	47,14	24,41	2,95	2,78	2,22	22,44	22,86	13,07	28,55	30,81	15,82
Vital Images	USD	15,51	265,7	87,3	125,08	15510,00	76,03	3,77	3,53	3,07	neg.	115,36	22,01	neg.	neg.	neg.
<b>Mittelwert</b>					<b>57,46</b>	<b>2619,58</b>	<b>30,10</b>	<b>2,07</b>	<b>1,85</b>	<b>1,57</b>	<b>18,96</b>	<b>32,44</b>	<b>11,19</b>	<b>48,39</b>	<b>18,99</b>	<b>12,22</b>
<b>Median</b>					<b>46,72</b>	<b>42,08</b>	<b>24,41</b>	<b>2,32</b>	<b>2,03</b>	<b>1,82</b>	<b>22,21</b>	<b>11,82</b>	<b>9,03</b>	<b>28,55</b>	<b>16,98</b>	<b>12,22</b>
<b>MeVis</b>	<b>EUR</b>	<b>24,80</b>	<b>45,1</b>	<b>10,8</b>	<b>496,00</b>	<b>15,21</b>	<b>10,46</b>	<b>6,14</b>	<b>4,74</b>	<b>3,12</b>	<b>20,16</b>	<b>2,85</b>	<b>1,39</b>	<b>571,16</b>	<b>4,48</b>	<b>2,21</b>
<b>Potenzial zum Mittelwert</b>					<b>-88%</b>	<b>17117%</b>	<b>188%</b>	<b>-66%</b>	<b>-61%</b>	<b>-50%</b>	<b>-6%</b>	<b>1037%</b>	<b>705%</b>	<b>-92%</b>	<b>324%</b>	<b>454%</b>

Quelle: SES Research, Bloomberg

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Der Vergleich mit einer insgesamt ausgesprochen inhomogenen Peer-Group aus durchweg größeren Vergleichsunternehmen liefert zunächst kein einheitliches Bild. Erst die Reduktion des Vergleiches auf die Closest-Comparables und die bilanzstrukturelle Bereinigung (Konzentration auf EV/EBIT Multiplikatoren) zeigt, dass Barco und Vital Images etwa mit dem 12-fachen ihres 2009er EBIT bewertet werden. Für die MeVis entspricht der Ansatz dieser Multiplikatoren einer Bewertung von EUR 45.

### Fazit

Die kurz- und langfristig orientierten Bewertungsansätze liefern, aufgrund der unternehmensspezifischen Ertragsentwicklung der MeVis, sehr unterschiedliche Ergebnisse.

Das DCF-Modell die Situation der MeVis am aussagekräftigsten ab. Dieser Ansatz deutet einen Wert von rund EUR 57 je Aktie an. Trotz der Tatsache, dass das DCF-Modell methodisch die stichhaltigsten Ergebnisse liefert, müssen auch die Resultate des FCF-Modells respektive der Vergleichsgruppe in Betracht gezogen werden. Diese basieren auf kurzfristigen Ertragsprognosen und preisen somit zwar die Belastungen der Produktentwicklungen ein, eskomptieren jedoch nicht deren Ertragspotenzial. Die geringe Visibilität neuer Produkte in Verbindung mit relativ langen Entwicklungszeiten und hohen Budgets fordern in den Ergebnissen der kurzfristigen Ansätze ihren Tribut. **Eine Bewertung von rund EUR 50 stellt derzeit eine ausgewogene Bewertungsindikation dar.**

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Der Newsflow der MeVis wird neben den Quartalszahlen vor allem durch operative Weiterentwicklungen geprägt sein. Diese qualitativen Nachrichten stellen wichtige Trigger für das Unternehmen dar. Es ist davon auszugehen, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren vor allem

- **die Partnerschaften mit bestehenden OEMs intensivieren und ausweiten wird.** Als zentrales Element der Vertriebsstrategie ist davon auszugehen, dass bestehende Partner wie Hologic oder Siemens, mit denen MeVis sehr eng zusammenarbeitet, in Bezug auf weitere Disziplinen/Produkte mit MeVis kooperieren werden.
- **neue OEMs und Partner für Produkte gewinnen wird.** MeVis ist ein sehr angesehener und etablierter Marktteilnehmer mit führenden Technologien. Wir gehen davon aus, dass (auch vor dem Hintergrund neuer Produkte) mittelfristig weitere Vermarktungspartner gewonnen werden können.
- **über größere Lizenzabschlüsse berichten kann.** Bislang hat sich das Unternehmen nicht über größere Lizenzdeals geäußert. Im Zuge der Aufnahme einer kapitalmarktorientierten Kommunikation sollte auch dies in Zukunft geschehen.
- **weitere Produktveröffentlichungen und Entwicklungen melden.** Die Pipeline der MeVis wird kontinuierlich weiterentwickelt. Das Unternehmen sollte dementsprechend über Produkte und Markteinführungen berichten können. Für 2008 ist die Einführung mindestens dreier neuer Produkte geplant.
- **Meldungen in wissenschaftlichem Kontext publizieren wird.** So gab die Mevis Research im November 2007 bekannt, dass erste navigierte Leberoperation zur Entfernung nicht sichtbarer Tumore gelungen ist. Dies markiert einen Meilenstein in der Leberchirurgie.

Wichtigstes Ereignis des kommenden Newsflows werden die Q1 Zahlen sein, deren Veröffentlichung für den 27.05.08 geplant ist. Wir gehen davon aus, dass diese sehr positiv ausfallen werden, da wir wieder mit ersten (phasenverschobenen) Abrechnungen mit Philips/Invivo rechnen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

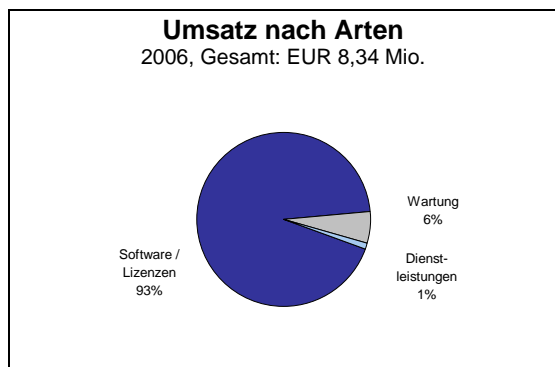
### Unternehmenshintergrund:

Das Centrum für Medizinische Diagnosesysteme und Visualisierung (MeVis) wurde im August 1995 als gemeinnützige GmbH mit Sitz in Bremen gegründet. Das Unternehmen ist seit seiner Gründung im Bereich der Computerunterstützung der bildbasierten, medizinischen Diagnostik und Therapie tätig. Durch seinen Standort an der Universität Bremen besitzt das Unternehmen Bindungen und Beziehungen zu seinem Schwesterinstitut CeVis (Centrum für Komplexe Systeme und Visualisierung), einem selbständigen Institut des Fachbereichs Mathematik und Informatik an der Universität Bremen. 1998 schließlich vollzog sich die Gründung der heutigen MeVis Medical Solutions AG. Derzeit beschäftigt das Unternehmen etwa 61 Mitarbeiter (31.08.07, ohne MeVis Research, MeVis BreastCare zu 51% berücksichtigt, ohne studentische Hilfskräfte). MeVis beschäftigte auf konsolidierter Basis per Jahresende 2007 74 Mitarbeiter.

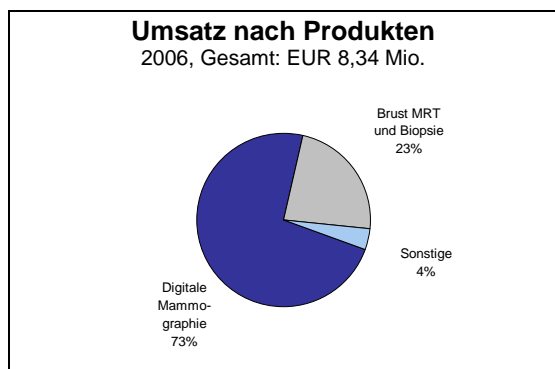
Durch Vorlaufprojekte von CeVis zwischen 1992 und 1994 mit Prof. Dr. G. v. Kaick vom Deutschen Krebsforschungszentrum Heidelberg und zwischen 1992 und 1995 mit Prof. Dr. K. J. Klose von der Universität Marburg wurden die entscheidenden Impulse für die Konzeption von MeVis geliefert. Letzteres Projekt wurde von MeVis weitergeführt und entwickelte sich zu einem Schwerpunkt mit einer Reihe internationaler klinischer Partner. In 2004 kam es zu einer weiteren kommerziellen Ausgründung.

Ein wesentlicher Anteil an der dynamischen Entwicklung von MeVis liegt in einer Reihe größerer Drittmittelprojekte der MeVis Research. Diese Tochter ist eines der international führenden R&D-Zentren für die Computerunterstützung der bildbasierten Medizin (Gesellschafter: MeVis Medical Solutions AG 25,1%, Land Bremen 74,9%). Die Gesellschaft betreibt Forschung ohne kommerzielle Zwänge. Marktfähige Ideen werden durch die MeVis Medical Solutions weiterentwickelt und kommerzialisiert. Die gemeinnützige GmbH hatte 2006 ein Budget von EUR 4,5 Mio. (Subventionen). MeVis trägt jährlich nur rund knapp EUR 0,3 Mio. der Kosten zuzüglich gezielt vergebener Forschungsgelder. Ihr stehen dafür kommerziell nutzbare Erkenntnisse für die Weiterentwicklung zur Verfügung (siehe hierzu auch Abschnitt „Wettbewerbsqualität“). Nennenswerte Projekte im Bereich der Brustkrebsdiagnostik sind etwa MammaVision (1997-2000), SCREEN (2000-2002), SCREEN-TRIAL (2002-2004) sowie das erste deutsche Modellprojekt zum Mammographie-Screening. Die Ergebnisse dieser Arbeiten führten 2001 zur Gründung der weltweit führenden MeVis BreastCare. Des Weiteren konnte durch das Projekt VICORA (2000-2006) eine institutionalisierte Kooperationsstruktur unter Einbindung führender bundesdeutscher radiologischer Partner und der Industrie etabliert werden. Mit dem Projekt SIMPL (2002-2004) wurde die Planung komplexer Leberoperationen weltweit als Internet gestützte Dienstleistung etabliert und die Kommerzialisierbarkeit nachgewiesen. Seit der Beendigung des Projektes bietet die Firma MeVis Distant Services die Dienstleistung weltweit kommerziell an.

Das Budget der MeVis Research beträgt jährlich rund EUR 4,5 Mio. EUR, davon rund EUR 1,1 Mio. Grundfinanzierung, von der MeVis Medical Solutions AG ihren Anteil (25,1 %) trägt. Am 5. März wurde bekannt, dass die MeVis Research GmbH Gespräche über eine Umwandlung in ein Fraunhofer-Institut führt und die Stadt Bremen in den nächsten 5 Jahren 11 Millionen Euro aus dem EFRE Programm (Europäischer Fonds für Regionale Entwicklung) zur Verfügung stellen wird. Zusammen mit zu erwartenden weiteren Drittmitteln, stellt sich die MeVis Research damit auf eine wesentlich breitere und gesichertere Finanzierungsbasis. Dies ermöglicht eine deutliche Erhöhung der Kapazitäten und somit eine ausgeweitete Grundlagenforschung, von dessen Ergebnissen die MeVis Medical Solutions AG



Quelle: MeVis



Quelle: MeVis



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

profitieren sollte. Unter dem Dach der Fraunhofer Gesellschaft ergäbe sich nochmals eine deutliche Erhöhung der verfügbaren Forschungsmittel. Die Forschungs- und Entwicklungsaktivität von MeVis Research könnte dann in wenigen Jahren verdoppelt und auf weitere Forschungsgebiete ausgedehnt werden. Dies bedeutet vor allem ein signifikant verbesserter und technologisch breiterer Zugang zu durch die MeVis-Gruppe kommerziell nutzbaren Forschungsergebnissen.

Die wichtigsten Produkte der MeVis AG sind heute Softwarelösungen, die das Unternehmen über Gerätehersteller (OEMs) bildgebender Geräte vermarktet. Im Bereich der digitalen Mammographie und im Bereich Breast MRT ist MeVis bereits Marktführer und arbeitet jeweils mit den führenden OEMs (Hologic und Siemens respektive In-vivo/Philips) zusammen.

### Wichtigste Produkte

MeVis entwickelt krankheitsorientierte Softwarelösungen für die bildgebende Medizintechnik. Als Befundungs- und Analysetools unterstützen MeVis-Lösungen Fachärzte bei der Diagnose und Therapie bestimmter Krankheitsbilder sowie bei Intervention und chirurgischen Eingriffen. Der Fokus der MeVis-Produkte liegt im Bereich der Krebserkrankungen und Erkrankungen des Nervensystems.

Als zentrale Schnittstelle zwischen bildgebendem Gerät und medizinischem Personal sind MeVis-Softwaresysteme zur computergestützten Diagnose hochgradig erfolgskritisch. Bedarfsgerechte Lösungen für die hohen medizinischen Qualitätsanforderungen erzielt MeVis durch:

- Erzeugung und Fokussierung von Informationen zur bestmöglichen Unterstützung des Kliniklers
- Verbesserte Diagnosequalität durch Bildpräsentation, Automatisierung und computergestützte Detektion
- Optimalen Workflow: schneller Bildaufbau, intuitive Bedienung, hoher Durchsatz, Interaktion in Echtzeit
- Reibungslose Integration mit allen Bildgebungsverfahren (Modalitäten) und in alle IT-Infrastrukturen

### Anwendungsgebiete

Im Bereich des bildbasierten Screenings und Diagnose zeigt sich der Mehrwert der MeVis-Software in einer Produktivitätssteigerung des Mediziners aufgrund optimierter Arbeitsabläufe, Bildanalysen und -darstellungen. Gleichmaßen steigen Befundungsqualität und -präzision durch den Einsatz computergestützter Detektion als „Zweitmeinung“ oder automatisierter Vermessung von Tumoren (Tumorvolumetrie). Als Schlüsseltechnologie erschließen MeVis-Befundungssysteme gänzlich neue Anwendungsgebiete für die bildbasierte Medizin (in der Neurologie z.B. als Neuro Fiber Tracking mittels Diffusion Tensor Imaging, DTI). Typische Endnutzer der MeVis-Software sind u.a. Radiologen, Neurologen, Gynäkologen und medizintechnisches Personal.

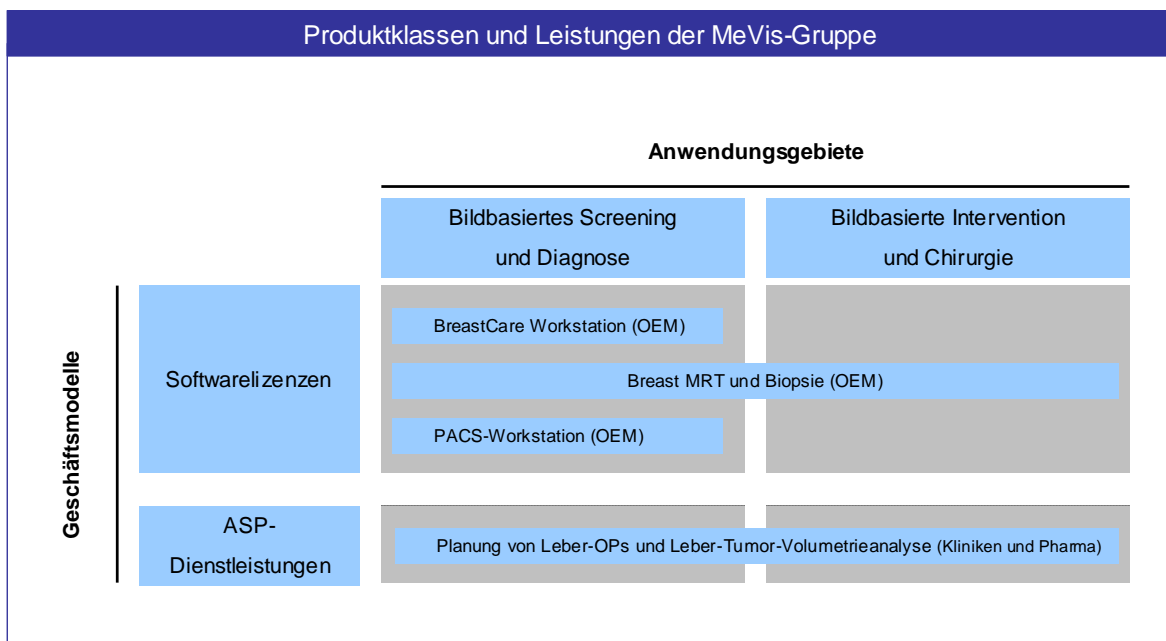
Auf dem Gebiet der bildbasierten Intervention und Chirurgie führt MeVis u.a. präoperative Analysen von Organen als Dienstleistung für Kliniker durch, die einen schonenden Eingriff ermöglichen. Die Dienstleistung wird typischerweise von Chirurgen und interventionell arbeitenden Radiologen in Anspruch genommen. Neben der Serviceleistung bietet MeVis die interventionsunterstützenden Softwarelösungen selbst als Produkt an. Ein Fernziel mit immensem Zukunftspotenzial könnte für MeVis die interoperative Bildgebung in Echtzeit sein.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

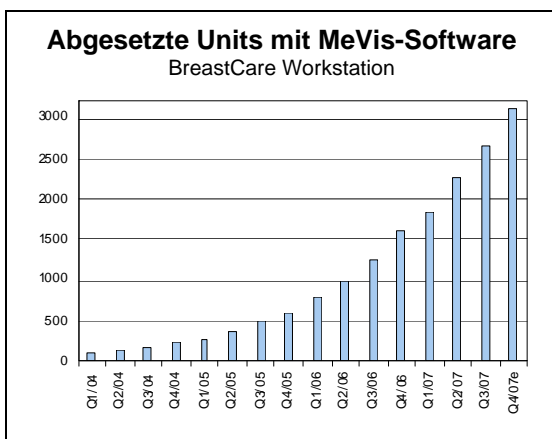
**Geschäftsmodelle**

Das Kerngeschäft der MeVis ist der Absatz von Software über ein attraktives Lizenzmodell. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte fast ausschließlich über führende Gerätehersteller-OEMs (u.a. Siemens, Hologic, Invivo). Das Geschäftsmodell ist hochgradig skalierbar. Umsatzerlöse fallen in Form einmaliger Lizenzgebühren je eingerichteten Arbeitsplatz an. Darüber hinaus stammt eine wachsende Umsatzbasis aus Wartungsverträgen.

ASP-Dienstleistungen stellen ein profitables Nebengeschäft dar. Die Operationsplanung wird pro Fall und Patient berechnet und erfordert kaum Investitions- und Schulungsbedarf bei den Endnutzern. Der bislang kleine, hoch spezialisierte Markt beschränkt sich weitgehend auf Leberoperationen (Lebend-Lebend-Transplantationen, vornehmlich in Asien, Entfernung von Tumoren). Auch auf diesem Gebiet ist MeVis globaler Marktführer.



Quelle: MeVis



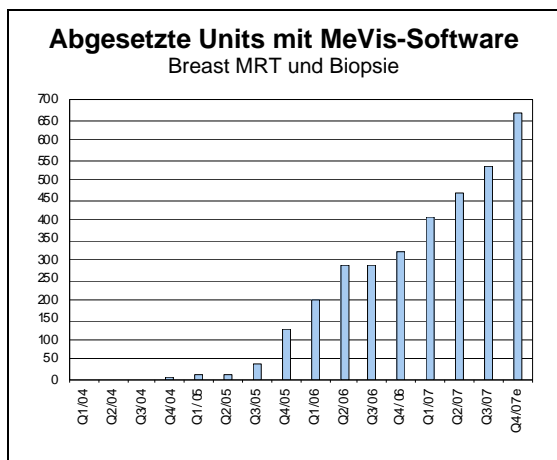
Quelle: MeVis

**BreastCare Workstation**

Das zurzeit umsatzstärkste Produkt der MeVis ist eine Visualisierungs- und Befundungssoftware für digitale Mammographiegeräte der Hersteller Hologic und Siemens. Die digitale Mammographie ist die Methode der Wahl zur Brustkrebsfrüherkennung bei Patientinnen im Alter von 50-70 Jahren (Screening-Programme). Die OEM-Partnern vertreiben individuell entwickelte MeVis-Produkte unter separaten Produktnamen: SecurViewDX und SecurViewRX (Hologic) bzw. syngoMammoReport (Siemens). Die Befundungsstation der MeVis erlaubt die computerunterstützte, automatische Diagnose (CAD) und die komfortable Darstellung der Daten ohne Informationsverlust durch Verkleinerung. Ein effizienter Workflow garantiert zudem einen hohen Patientendurchsatz bei verringerten Fehlerquoten und stellt die Wirtschaftlichkeit sicher (Mediziner werden nach Fallpauschalen vergütet). Die Möglichkeit zur nachträglichen Korrektur von Aufnahmen reduziert die Strahlenbelastung für Patienten.

Die BreastCare Workstation unterliegt als Produkt einer ständigen Weiterentwicklung. Durch die Integration zusätzlicher Bildgebungsverfahren steigert MeVis die Leistungsfähigkeit der Befundungsstation kontinuierlich (Multi-Modalität) und generiert über derartige Add-ons und Updates wachsende Umsatzbeiträge je verkaufter Lizenz.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------



Quelle: MeVis

Zudem könnten mittelfristig auch Folgeversionen in die installierte Basis vermarktet werden. Derzeit unterstützt die Befundungsstation neben der digitalen Mammographie Brustuntersuchungen in CT, MRT, PET und Ultraschall. In Zukunft sind als weitere Modalitäten Vollfeld-Ultraschall und digitale Tomosynthese geplant.

**Breast MRT und Biopsie**

Die Befundungssoftware unterstützt die Diagnose von Brustkrebs mittels Magnetresonanztomographie (MRT), dem bei weitem empfindlichsten Detektionsverfahren für Mammakarzinome. MRT ist insbesondere für den Einsatz bei Frauen mit dichtem Brustgewebe prädestiniert. In Kombination mit einer innovativen Biopsie-Vorrichtung ermöglicht das MeVis-Befundungssystem die Planung und Durchführung gezielter Gewebeentnahmen. Die Software wird unter dem Produktnamen DynaCAD von Invivo/Philips bzw. unter dem Label Siemens DynaCAD von Siemens vermarktet. Aktuelle Studien belegen die Bedeutung der MRT-Untersuchung für die hochsensitive Detektion von multifokalen (mehrfachen) Mammakarzinomen, die mit anderen Verfahren unentdeckt blieben. Das Verfahren verspricht, einen bedeutenden Beitrag zur Verbesserung der Diagnosesicherheit zu liefern.

**ASP-Dienstleistung: Planung von Leberoperationen**

Auf der Basis von CT- und MRT-Daten der Leber ermöglicht die MeVis-Software die Darstellung der Gefäßstrukturen und funktionalen Segmentierung des Organs. Darüber hinaus erlaubt die Software eine exakte Vermessung von Lebertumoren (Volumetrieanalyse). Diese Daten bilden eine wichtige Grundlage für die Planung schonender Operationen bei Tumorresektionen und Lebend-Leber-Transplantationen, welche die Segmentanatomie der Leber berücksichtigen. Die Leberdatensätze werden über eine speziell entwickelte Internetübertragungstechnologie an MeVis übermittelt. Dort erfolgt die Analyse und Auswertung der CT-Daten sowie die Erstellung der Operationspläne durch ein Team von Spezialisten. Das ASP-Modell bündelt die Expertise bei MeVis und ermöglicht so ein hochwertiges und effizientes Angebot. Die Abrechnung erfolgt fallweise. Für die Kliniken fallen keine zusätzlichen IT- und Personalkosten an. Eine lukrative Anwendung sieht MeVis in der Dienstleistung für Pharmaunternehmen, wo die Software im Rahmen klinischer Studien zur Erfolgsmessung von Arzneimitteln in der Tumortherapie zum Einsatz kommt (Vermessung der Tumorregression). Seit August 2007 besteht eine Kooperation mit dem Pharmaunternehmen Sirtex.

**PACS-Workstation (MT-Jade)**

MT-Jade ist eine generelle Befundungsstation für die allgemeine Radiologie. Im Gegensatz zu allen anderen MeVis-Produkten ist die Software nicht auf bestimmte anatomische Regionen oder Krankheitsbilder fokussiert. MT-Jade bietet übergreifende Einsatzmöglichkeiten in mehreren Bereichen einer Klinik und mit verschiedenen Bildgebungsverfahren. Die PACS-Workstation unterstützt Mediziner in der Diagnostik durch automatische Erkennung anatomischer Regionen (Automatic Diagnostic Setup). Das Produkt wird in Partnerschaft mit der Medos AG (Tochter von Ortivus) vertrieben.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

### Wichtigste Entwicklungen der Produktpipeline

#### DynaCAD Neuro MRT

Die MeVis-Software ermöglicht die kombinierte Darstellung und Analyse anatomischer sowie funktioneller Hirndaten. Mit dem Produkt wird Neurologen und Neurochirurgen ein Werkzeug in die Hand gegeben, mit dem sich funktionswichtige Hirnareale und Nervenbahnen im Gehirn lokalisieren lassen, die bei chirurgischen Eingriffen verschont werden müssen. Erreicht wird dies durch die Fusion mehrerer Bildgebungsverfahren. Die anatomische Bildgebung des Gehirns und seiner potenziellen Läsionen beruht auf hochauflösender MRT. Kognitive Hirnareale werden über funktionelle Bildgebung mittels fMRT identifiziert (Messung der Stoffwechselaktivität anhand des Sauerstoffverbrauchs im Gewebe). Die Visualisierung wichtiger Nervenbahnen im Hirninneren erfolgt mittels Neuro Fiber Tracking. Letzteres beruht auf dem Verfahren des Diffusion Tensor Imaging (DTI), das Nervenstränge anhand der richtungsabhängigen Diffusionsgeschwindigkeiten von Wasser identifiziert. Workflow- und Visualisierungskomponenten unterstützen die OP-Planung und das Auffinden des optimalen Zugangs für den Operateur. Die Markteinführung ist 2008 geplant. Ein weiteres, deutlich kleineres Anwendungsfeld dieser Produktgruppe DynaCAD ist die Prostata (DynaCAD Prostat MRT). Die Markteinführung der Software ist gleichfalls für 2008 vorgesehen.

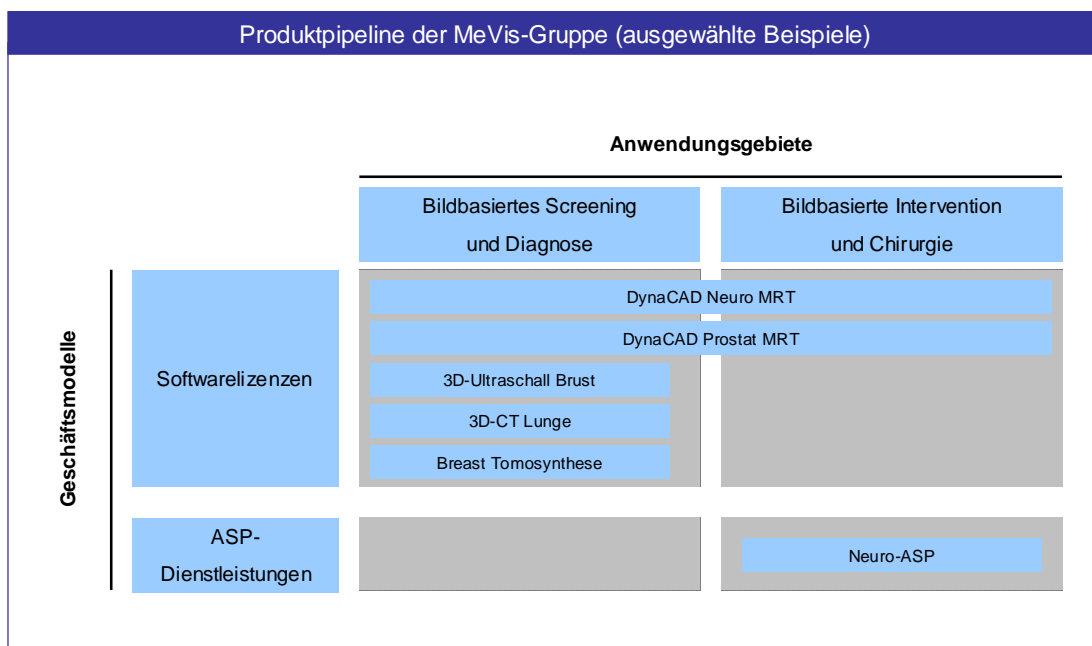
#### 3D-Brust-Ultraschall (3DBUS)

MeVis entwickelt eine Befundungssoftware für Vollfeld 3D-Brust-Ultraschall in enger Kooperation mit dem kalifornischen Technologie- und Marktführer U-Systems. 3D-Brust-Ultraschall hat als Emerging Technology das Potenzial, im Massenmarkt des Brustkrebscreening als Standardverfahren in gynäkologischen Praxen breiten Einzug zu halten. Dank der Eignung für dichtes Brustgewebe kann das Verfahren zur Früherkennung bei jungen Frauen eingesetzt werden. Entscheidende Vorzüge sind die Reproduzierbarkeit bei hohem Auflösungsvermögen, die Freiheit von Röntgenstrahlung sowie der hohe Automatisierungsgrad, der durch die MeVis-Software umgesetzt wird. Das MeVis-Produkt erlaubt eine hocheffiziente Befundung durch speziell entwickelte Workflow- und Bildgebungskomponenten. Darüber hinaus unterstützt die Software die Korrelation mit digitalen Mammographie- und MRT-Aufnahmen. MeVis plant das Produkt innerhalb der nächsten 18 Monate einzuführen.

#### Breast Tomosynthese

Die digitale Breast Tomosynthese ermöglicht die Aufzeichnung von 3D-Mammogrammen durch geeignete Rekonstruktion mehrerer digitaler Schichtaufnahmen der Brust. Die Tomosynthese könnte die Brustkrebsuntersuchung revolutionieren, da sie ein zentrales Problem der Mammographie behebt: Die hohe Rate falsch-positiver Ergebnisse aufgrund überlappender Gewebestrukturen kann mittels 3D-Navigation durch das Mammogramm drastisch verringert werden. Das MeVis-System ermöglicht eine effiziente und zuverlässige Handhabung der Datenmengen im Gigabyte-Bereich. MeVis entwickelt seit zwei Jahren für seine OEM-Partner Hologic und Siemens spezialisierte Applikationen. Die Produkteinführung ist für 2009 geplant.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------



Quelle: MeVis

### OEM-Partnerschaften

Bisher arbeitet MeVis erst mit wenigen OEMs zusammen. Es ist geplant, die Kundenbasis (OEMs) deutlich zu erweitern und die Zusammenarbeit mit den bestehenden OEMs auf mehrere Disziplinen auszuweiten. Allein bei Siemens gibt es eine Vielzahl potenzieller Anwendungsfelder im Bereich bildgebender Software. Hierin liegt ein erhebliches Umsatzpotenzial. Denn grundsätzlich können mit fast allen Produkten mehrere OEMs angesprochen werden. Auch die Vermarktung von einzelnen Applikationen an Anbieter von PACS-Lösungen ist möglich.

Folgende Tabelle zeigt eine Übersicht von Marktteilnehmern/Wettbewerbern der MeVis. Einige von ihnen kommen als Partner für die Weitervermarktung in Frage:

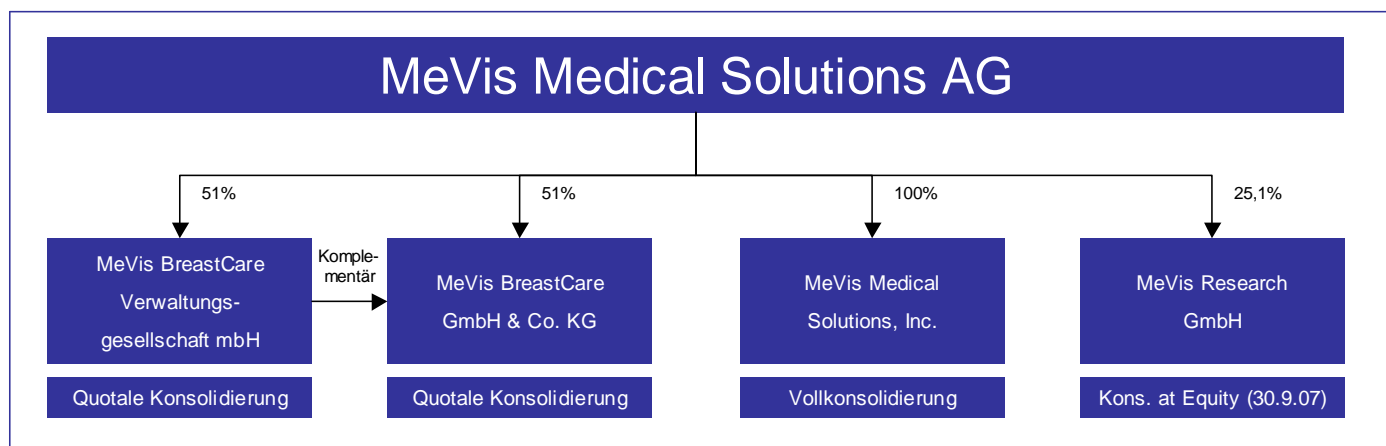
Marktteilnehmer / Wettbewerber von MeVis		
OEM (In-house Entwicklung)	Softwarespezialisten	PACS-Anbieter
General Electric	Barco (Voxar)	Agfa
Giotto	Brainlab	Amicus
Hitachi	CADScience	Carestream (ehem. Kodak)
Hologic	Confirma	Eclipsys
Instrumentarium	iCAD	Fuji
Toshiba	ImageDiagnost	McKesson
Philips	Medipattern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

Quelle: MeVis

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

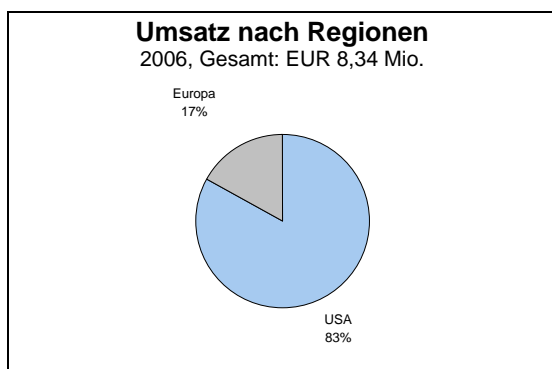
Besonders interessant ist unter den OEMs beispielsweise die Firma Toshiba als potenzieller Abnehmer für MeVis-Produkte. Unter den PACS-Anbietern sind Marktführer McKesson und Agfa, aber auch Sectra und Amicus attraktive potenzielle Partner. Denn alle diese Anbieter können die Wertigkeit ihrer Lösungen mit entsprechenden führenden Applikationen erhöhen. Die Gewinnung weiterer OEM-Partner auf Basis der führenden Produkte der MeVis ist sehr wahrscheinlich.

### Unternehmensstruktur



Quelle: MeVis

Die wichtigste Gesellschaft ist derzeit die Mevis BreastCare GmbH & Co. KG, in der als Joint-Venture mit Siemens (51%, quotale konsolidiert) der größte Umsatzanteil erwirtschaftet wird (Digitale Mammographie, BreastCare Workstation). Deutlich an Bedeutung zunehmen wird auch die MeVis Medical Solutions Inc. (100%) über die der US-Markt erschlossen werden soll. Die wichtige Forschungstochter MeVis Research wird at Equity konsolidiert (25,1%).



Quelle: MeVis

### Geographische Verteilung des Umsatzes

MeVis hat ihren Hauptsitz in Deutschland, wo auch das Joint-Venture MeVis BreastCare sitzt. Darüber hinaus gibt es eine neu gegründete Tochtergesellschaft in den USA (MeVis Medical Solutions Inc.). Aufgrund der lokalen Verteilung der OEMs (insbesondere Hologic und InVivo) erwirtschaftet MeVis den größten Teil des Umsatzes in den USA (zwar werden die Lösungen der MeVis weltweit eingesetzt, der Vertragspartner ist jedoch der OEM in den USA).

### Management

CEO der MeVis Medical Solutions AG ist **Dr. Carl J. G. Evertsz**. Der promovierte und habilitierte Physiker war als wissenschaftlicher Mitarbeiter von Prof. Mandelbrot an der Yale University tätig. Herr Dr. Evertsz ist Mitgründer der MeVis Research GmbH 1995 und der MeVis Medical Solutions AG 1998. Ferner verfasste er über 60 Publikationen in den Bereichen Analyse medizinischer Bilddaten, computer-gestützte Diagnose, Finanzmathematik und fraktale Geometrie.

Für den Bereich Finance zeichnet sich **Dr. Olaf Sieker** (CFO) seit August 2007 verantwortlich. Vor seinem Studium und der Promotion in Betriebswirtschaftslehre an der Universität Bayreuth absolvierte Herr Sieker eine Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Deutschen Bank. Danach war er bei KPMG Deutschland und UK im Bereich

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Wirtschaftsprüfung und Financial Advisory Services tätig. Herr Dr. Sieker ist Gründer der ifas AG Financial Advisory Services AG und begleitet MeVis seit 2001.

Herr **Thomas E. Tynes** ist seit August 2007 Vorstandsmitglied der MeVis Medical Solutions AG und dort für den Bereich Marketing und Sales verantwortlich. Nach seinem Business Management Studium in den USA war Herr Tynes zwischen 1989 und 2001 als General Manager der IGC Medical Advances tätig. Danach war er Mitgründer der Eye Prosthetics of Wisconsin. Vor seiner Tätigkeit bei MeVis war er zwischen 2003 und 2007 als Director Clinical Solutions bei der In-vivo Corperation tätig.

### Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der MeVis Medical Solutions AG setzt sich aus drei Mitgliedern zusammen.

**Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen** ist Vorsitzender des Aufsichtsrates der Gesellschaft. Der Gründer der MeVis Gruppe studierte Mathematik, Physik und Ökonomie. Er ist Inhaber einer Professur für Mathematik an der Universität Bremen und an der FAU in Boca Raton. Herr Prof. Dr. Peitgen war mehrmals als Gastprofessor tätig und veröffentlichte über 250 Publikationen. Daneben erhielt er zahlreiche Auszeichnungen, darunter das Bundesverdienstkreuz erster Klasse.

Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrates der Mevis Medical Solutions AG ist **Axel Schubert**. Herr Schubert ist seit 1976 zugelassener Rechtsanwalt und war bis 1979 in der Rechtsabteilung der Hamburgischen Landesbank tätig. 1979 wechselte dieser in den Vorstand der Bremer Wertpapierbörse. Daneben hält Herr Schubert zahlreiche weitere Ämter in Börsengesellschaften in Frankfurt, Zürich und Luxemburg.

Ein weiteres Mitglied im Aufsichtsrat ist **Dr. Peter Zencke**. Dieser studierte bis 1977 Mathematik und Volkswirtschaftslehre. 1982 folgte eine Assistenzprofessur an der Universität Mainz. 1984 wechselte Herr Zencke zu SAP, wo er 1992 in Vorstand bestellt wurde. Daneben hält Herr Zencke zahlreiche Ämter in weltweiten Forschungs- und Bildungs-Institutionen.

### Aktionäre

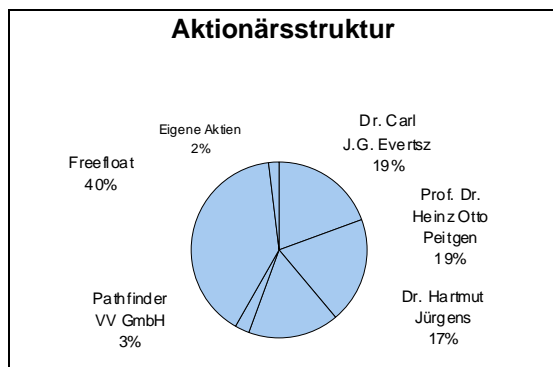
Die wichtigsten Aktionäre der MeVis sind Dr. Carl J. G. Evertsz (CEO), Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen und Dr. Hartmut Jürgens. Weiter hält CFO Dr. Sieker einen Anteil.

### Exkurs: Bildgebungsverfahren

Im Folgenden Abschnitt werden die zum Verständnis dieser Analyse wichtigen Bildgebungsverfahren kurz erläutert.

Die **Magnetresonanztomographie (MRT)** ist ein bildgebendes Diagnoseverfahren, das die Strukturen im Inneren des Körpers Schicht für Schicht darstellt, um einzelne Organe bzw. Organveränderungen zu untersuchen. Dabei wird ein starkes Magnetfeld erzeugt und darin Atomkerne durch Hochfrequenz angeregt. Wird der Impuls abgeschaltet, werden Wellen gesendet, die das Errechnen der Gewebeszusammensetzung ermöglichen und in Schnittbilder umsetzen. Anwendung findet dieses Verfahren unter anderem bei der Diagnose von Erkrankungen des Gehirns und Rückenmarks, Erkennung von Tumoren und bei Einblicken in den Stoffwechsel bestimmter Körperregionen.

Unter **Computertomographie (CT)** versteht man eine spezielle, computerbasierte Form der Röntgen-Untersuchung. Diese basiert auf der Auswertung aus verschiedenen Richtungen aufgenommener Röntgenbilder zur Erzeugung eines 3D-Bildes. Dabei wird der Patient von einer Röntgenröhre umkreist, wobei Röntgenstrahlen gesendet



Quelle: Dt. Börse

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

und von Detektorreihen aufgenommen werden, um somit die Organe in jeder Schicht aufzunehmen. Dieses Verfahren findet Anwendung bei der Diagnose und Einstufung tumoröser Erkrankungen, bei der virtuellen Koloskopie und zur Feststellung eines Schlaganfalls.

Die **Positronen-Emissions-Tomographie (PET)** ist ein nuklearmedizinisches Diagnoseverfahren, mit dem Stoffwechselfvorgänge im Körper sichtbar gemacht werden können. Der Patient nimmt vor der Untersuchung eine radioaktive, signalgebende Substanz (Tracer), die sich im Körper verteilt und zerfällt. Die Aktivitätsverteilung des Tracers wird aufgenommen und computerunterstützt in PET-Bilder umgewandelt. Anwendung findet dieses Verfahren bei Früherkennung, der Beurteilung von Hirntumoren und der Neurologie.

**Single Photon Emission Computed Tomography (SPECT)** bezeichnet ein diagnostisches Verfahren zur Herstellung von Schnittbildern zur Beurteilung der Funktion verschiedener Organe. Dem Patienten wird ein Radiopharmakon verabreicht, das im Körper Gammastrahlung emittiert, die von rotierenden Kameras detektiert wird. Danach werden Schnittbilder vom Computer generiert. Dieses Verfahren dient zur Untersuchung der Vitalität des Herzmuskelgewebes, der Diagnostik degenerativer Hirnerkrankungen sowie der Onkologie.

Die **Sonographie (Ultraschall)** ist ein bildgebendes Verfahren zur Untersuchung von organischem Gewebe. Das Ultraschallgerät sendet Schallwellen oberhalb der menschlichen Hörschwelle aus, die vom Gewebe unterschiedlich stark reflektiert oder gestreut werden. Aus der Laufzeit der reflektierten Signale kann die Tiefe des reflektierenden Gewebes rekonstruiert werden, wobei ein zweidimensionales Bild entsteht. Das Verfahren ist Standard in der Schwangerschaftsvorsorge und findet ferner Anwendung bei der Diagnose von Gallensteinen, der Beurteilung von Gefäßen und der Untersuchung der Schilddrüse und des Herzens.

Unter **Mammographie (MG)** versteht man die zweidimensionale Röntgenuntersuchung der weiblichen Brust. Dabei werden mit einer niederenergetischen Röntgenstrahlung die Drüsenstrukturen der Brust aus zwei Richtungen aufgenommen. Dadurch entstehen kontrastreiche Bilder, durch die Unterschiede in der Dichte und Zusammensetzung des Gewebes erkannt werden können.

Die **Digitale Tomosynthese (DTS)** ist ein CT-basiertes bildgebendes Diagnoseverfahren als neue Technologie für den zukünftigen Einsatz in der Mammographie, die jedoch noch nicht im Markt ist. Im Gegensatz zur Mammographie wird hier die Brust aus vielen unterschiedlichen Winkeln aufgenommen. Durch eine Trennung der Strukturen in Schichten wird es möglich, sich überlappende Gewebereiche zu beurteilen. Der Computer wandelt die Informationen in ein dreidimensionales Bild um, wodurch eine leichtere Erkennung und Lokalisierung von Gewebeveränderungen ermöglicht werden soll.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

## Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>14,5</b>
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	2,7	3,4
<b>Gesamtleistung</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>	<b>17,9</b>
Materialaufwand	0,2	0,4	0,5	0,1	1,3
Personalaufwand	1,4	2,3	4,1	7,0	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,9	1,0	0,6	2,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	1,5	3,3	1,9	2,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,5</b>	<b>3,8</b>	<b>7,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,5	0,1	0,3
<b>EBITA</b>	<b>1,6</b>	<b>4,8</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>7,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	1,3	2,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,9</b>
Zinsertrag	0,0	0,1	0,3	1,3	1,1
Zinsaufwendungen	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,4	-0,3	0,1	1,2	1,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>
EE-Steuern	0,1	1,5	0,1	0,7	1,6
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	1,0	2,9	0,1	3,0	4,3
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>
Anteile Dritter, Abfindungsrückstellung (2005)	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	27,9%	23,2%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>127,9%</b>	<b>123,2%</b>
Materialaufwand	4,1%	5,1%	6,5%	1,0%	9,0%
Personalaufwand	35,3%	27,9%	55,2%	73,5%	62,8%
Sonstige betriebliche Erträge	4,7%	10,8%	14,0%	6,0%	16,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,2%	17,9%	45,0%	19,9%	14,0%
<b>EBITDA</b>	<b>42,0%</b>	<b>59,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>39,5%</b>	<b>53,4%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9%	2,7%	6,7%	0,7%	2,0%
<b>EBITA</b>	<b>40,0%</b>	<b>57,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>38,8%</b>	<b>51,4%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,8%	0,3%	0,4%	13,6%	17,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>37,2%</b>	<b>56,8%</b>	<b>0,3%</b>	<b>25,2%</b>	<b>33,6%</b>
Zinsertrag	0,2%	0,8%	4,3%	13,2%	7,4%
Zinsaufwendungen	9,9%	4,0%	2,6%	0,5%	0,3%
Finanzergebnis	-10,0%	-3,2%	1,7%	12,7%	7,0%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>27,2%</b>	<b>53,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>37,9%</b>	<b>40,7%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>27,2%</b>	<b>53,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>37,9%</b>	<b>40,7%</b>
EE-Steuern	2,2%	18,5%	0,8%	6,9%	10,9%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	25,0%	35,2%	1,2%	31,1%	29,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>25,0%</b>	<b>35,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>31,1%</b>	<b>29,8%</b>
Anteile Dritter	-46,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-21,4%</b>	<b>35,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>31,1%</b>	<b>29,8%</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

## Bilanz MeVis Medical Solutions

Bilanz (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	0,5	1,9	2,8
Sachanlagen	0,1	0,3	0,1	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,5	2,4	3,7	2,6	3,7
Liquide Mittel	2,0	5,4	28,0	30,6	33,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>3,7</b>	<b>8,4</b>	<b>32,4</b>	<b>33,8</b>	<b>37,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>33,0</b>	<b>36,0</b>	<b>40,6</b>

## PASSIVA

Gezeichnetes Kapital	0,0	0,1	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	0,0	26,8	26,8	26,8
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,9	0,9	3,9
Bilanzgewinn	-2,1	2,6	0,1	3,0	4,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>-2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>29,5</b>	<b>32,5</b>	<b>36,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,2	2,6	1,6	1,6	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	1,5	1,5	1,6	1,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>33,0</b>	<b>36,0</b>	<b>40,6</b>

Bilanz (in % der Bilanzsumme)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,9%	4,3%	1,5%	5,4%	6,9%
Sachanlagen	3,0%	3,2%	0,2%	0,8%	0,7%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>10,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>1,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,6%</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	35,6%	26,3%	11,4%	7,2%	9,1%
Liquide Mittel	49,4%	59,6%	85,1%	84,9%	81,7%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>89,1%</b>	<b>92,6%</b>	<b>98,3%</b>	<b>93,8%</b>	<b>92,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## PASSIVA

Gezeichnetes Kapital	0,0%	0,5%	5,5%	5,1%	4,5%
Kapitalrücklage	0,0%	0,0%	81,3%	74,3%	65,9%
Gewinnrücklagen	0,0%	0,0%	2,6%	2,6%	9,6%
Bilanzgewinn	-51,6%	28,6%	0,3%	8,2%	10,6%
<b>Eigenkapital</b>	<b>-51,6%</b>	<b>29,1%</b>	<b>89,6%</b>	<b>90,2%</b>	<b>90,6%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>10,7%</b>	<b>25,5%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,8%</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	78,2%	28,7%	4,9%	4,5%	4,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	18,0%	16,7%	4,5%	4,4%	4,6%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>96,2%</b>	<b>45,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

## Kapitalflussrechnung MeVis Medical Solutions

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Konzernjahresüberschuss vor Steuern	1,4	4,5	0,1	3,0	4,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,5	0,1	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	1,3	2,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	-0,2	-2,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>4,3</b>	<b>7,2</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,9	-0,3	-1,3	1,1	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,9	0,7	0,0	0,1	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,1	0,4	-1,4	1,2	-0,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit*</b>	<b>1,8</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>
CAPEX	-0,4	-0,4	-0,4	-3,0	-3,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,7</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-0,9	-1,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	26,8	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>25,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>22,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,0</b>	<b>5,4</b>	<b>28,0</b>	<b>30,6</b>	<b>33,2</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen) \*beinhaltet IPO-Kosten (teilweise aktiviert) in Höhe von EUR 2,5 Mio.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kennzahlen MeVis Medical Solutions					
	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Operative Effizienz</b>					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	62,8%	43,2%	99,7%	102,8%	89,6%
EBIT-Rendite (%)	37,2%	56,8%	0,3%	25,1%	33,6%
EBITDA / Operating Assets (%)	197,5%	304,9%	19,1%	212,0%	295,9%
ROA (%)	-189,7%	434,2%	15,7%	122,6%	138,9%
<b>Kapitaleffizienz</b>					
Umschlag des Sachanlagevermögens	32,4	29,1	132,4	34,9	52,4
Operativer Kapitalumschlag	4,7	5,1	2,6	5,4	5,5
Umschlag des eingesetzten Kapitals	2,6	1,1	0,2	0,3	0,4
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	112,6%	104,1%	0,1%	7,3%	13,4%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	126,9%	109,6%	2,7%	11,4%	21,3%
ROE (%)	40,0%	110,6%	0,3%	8,4%	11,8%
ROIC (%)	28,7%	38,3%	0,3%	7,9%	11,2%
<b>Solvenz</b>					
Nettoverschuldung zum Jahresende	1.180	-2.812	-26.420	-28.728	-31.312
Net Gearing (%)	-55,8%	-106,0%	-89,4%	-89,1%	-85,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	-151,5%	98,6%	5,5%	5,0%	4,4%
Current Ratio	0,9	2,0	10,5	10,4	10,7
Acid Test Ratio	0,8	1,3	9,5	9,5	9,8
EBITDA / Zinsaufwand	4,2	15,1	2,8	75,2	154,8
Zinsdeckung	3,8	14,4	0,1	47,9	97,5
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1.365	4.148	-3.192	2.308	2.585
Free Cash Flow / Umsatz (%)	34,5%	49,7%	-43,4%	24,2%	17,8%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	0	4.800	353	898	4.170
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	0,0%	57,5%	4,8%	9,4%	28,8%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	-161,3%	141,3%	-3595,9%	85,0%	60,0%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	0,5%	1,8%	1,9%	3,4%	3,4%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	14,2%	11,3%	9,0%	3,1%	3,1%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mittelverwendung</b>					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-10,0%	-5,4%	-5,5%	-31,7%	-25,9%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	1,9%	2,7%	6,7%	0,7%	2,0%
Capex / Abschreibungen (%)	-211,2%	-176,7%	-78,6%	-220,9%	-130,8%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	15,9%	15,8%	32,8%	26,1%	15,8%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	333,3%	427,6%	799,5%	400,0%	399,9%
Inventory processing period (Tage)	2	1	2	2	2
Receivables collection period (Tage)	92	82	160	80	80
Payables payment period (Tage)	28	19	20	20	20
Cash Conversion Cycle (Tage)	66	64	142	62	62

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

**Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.**

### **Rechtshinweis / Disclaimer**

Dieser Research Report wurde von der SES 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 SES 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 SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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, Geschäftsleiter oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES 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 § 34b 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 oder SES Research GmbH waren in den letzten 12 Monaten Mitglied in einem Konsortium das die Wertpapiere dieses Unternehmens übernommen hat.
- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 SES 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 SES 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 SES 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 SES 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 SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	130	61%
Halten	55	26%
Verkaufen	13	6%
Empf. ausgesetzt	16	7%
<b>Gesamt</b>	<b>214</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	100	65%
Halten	39	25%
Verkaufen	7	5%
Empf. ausgesetzt	9	6%
<b>Gesamt</b>	<b>155</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**  
MeVis Medical Solutions (M3VGn.DE) am 6.3.08



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)

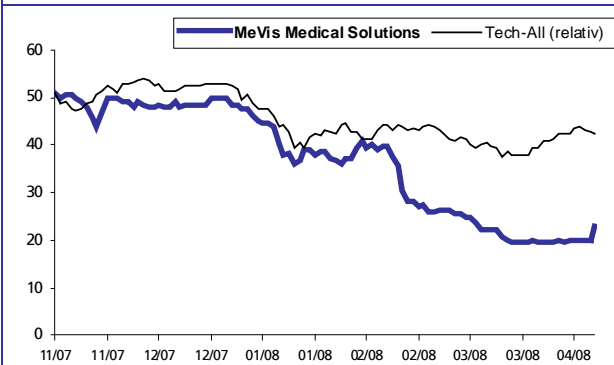
**Kaufen**  
(alt: Kaufen)

**Risiko:**  
hoch

**Kursziel: EUR 52,00**  
(alt: EUR 50,00)

**Erst Brust – jetzt Lunge**

Bloomberg: M3V GY Kurs: 22,90  
Reuters: M3VG.DE Tech-AS: 930,94  
ISIN: DE000A0LBFE4  
Internet: www.mevis.de  
Segment: Prime Standard  
Branche: Medizintechnik



Kursdaten: Bloomberg 10.04.2008 / Schlusskurse

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 53,89 / EUR 18,99  
Marktkapitalisierung: EUR 41,68 Mio.  
Aktienzahl: 1,82 Mio.

Aktionäre: Dr. Carl J.G. Evertsz 19,45%  
Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen 19,45%  
Dr. Hartmut Jürgens 16,53%  
Pathfinder VV GmbH 2,90%  
eigene Aktien 2,07%  
Freefloat 39,60%

Termine: Geschäftsbericht 2007 25.04.2008  
Zahlen Q1/08 27.05.2008

#### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 11.04.2008  
Felix Ellmann (Analyst) +49-(0)40 309537-120

#### Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636

##### Institutional Equity Sales

Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667  
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633  
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635  
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696  
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664  
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666  
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630  
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695  
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692  
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665  
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

##### Sales Trading

Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634  
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668  
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679  
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700  
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

##### Sales Assistance

Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632  
Wiebke Müller +49-(0)40 3282-2703

Am 10.04.08 gab die MeVis Medical Solutions AG die Übernahme des Pulmonary Computed Tomography-Geschäftes von Hologic R2 bekannt. Es handelt sich hierbei u.a. um das Software-Produkt ImageChecker CT - das erste FDA-zertifizierte Lungen-CAD-System für Untersuchungen der Lunge (insbesondere zur Früherkennung von Lungenkrebs). Hierbei wurden lediglich Produkte und Know-how (z.B. Patente) akquiriert. Die Produkte werden künftig unter dem neuen Markennamen MeVis Vista CT Lung vermarktet. Mitarbeiter der Hologic wurden nicht übernommen, da es sich lediglich um den Erwerb des IP handelt. Die Vermarktung erfolgt über die US-Tochter der MeVis, die bereits im Vorfeld damit begonnen hat, diese Produkte in ihr Marketing und ihre Entwicklung zu integrieren. Aus Sicht der MeVis hat die Akquisition eine Reihe strategischer Vorteile:

- MeVis verfügt nun auch im Bereich der Bildgebung für Lungen-CT über die führende Technologie.
- Dies dürfte auch die Einführung der bereits geplanten Lungenprodukte vereinfachen und zu Synergien in Marketing und Produktentwicklung führen.
- Die akquirierten Produkte werden bereits an OEM-Partner vertrieben, die MeVis bislang nicht hatte. Hier ergeben sich Cross-selling-Potenziale. Zudem könnten die Produkte auch an bestehende OEM-Partner der MeVis vertrieben werden.
- MeVis hat im Rahmen dieser Akquisition gegenüber anderen Mitbietern von der engen Beziehung zu Hologic profitiert.

(Fortsetzung Seite 2)

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
In Mio. EUR					
Umsatz	4,0	8,3	7,3	10,1	15,6
Umsatz (alt)			7,3	9,5	14,5
Delta			0,0%	6,3%	7,6%
EBITDA	1,7	5,0	0,5	4,1	8,5
Marge	41,97%	59,87%	7,26%	40,03%	54,34%
EBITDA (alt)			0,5	3,8	7,7
Delta			0,0%	7,6%	9,4%
EBIT	1,5	4,7	0,0	2,7	5,6
Marge	37,24%	56,83%	0,26%	26,44%	35,70%
EBIT (alt)			0,0	2,4	4,9
Delta			0,0%	11,4%	14,2%
Nettoergebnis	-0,8	2,9	0,1	3,2	4,8
Marge	-21,40%	35,18%	1,21%	31,20%	30,57%
Nettoergebnis (alt)			0,1	3,0	4,3
Delta			0,0%	6,7%	10,5%
Ergebnis je Aktie	-	-	0,05	1,74	2,62
Ergebnis je Aktie (alt)			0,05	1,63	2,37
Delta			0,0%	6,7%	10,5%
Dividende je Aktie	-	-	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
Dividende (alt)			0,00	0,00	0,00
Delta			n.m.	n.m.	n.m.
EV/Umsatz	-	-	2,07	1,50	0,98
EV/EBITDA	-	-	28,54	3,75	1,80
EV/EBIT	-	-	808,58	5,69	2,74
KGV	-	-	458,00	13,16	8,74
ROCE	112,6%	104,1%	0,1%	8,4%	16,4%
Adj. Free Cash Flow Yield	n.m.	n.m.	2,3%	7,6%	31,4%

Auch die Auswirkungen auf die Ergebnisentwicklung dürften positiv sein. Realistisch ist hier die Annahme von Lizenzerlösen im geringen einstelligen Millionenbereich.

- Der Kaufpreis wurde nicht genannt, liegt jedoch im mittleren einstelligen Millionenbereich (EUR) und ist damit in Relation zu den anzunehmenden Lizenzerlösen günstig.
- Es ist davon auszugehen, dass der Kaufpreis über einen längeren Zeitraum entrichtet wird. Somit wird auch die Liquidität nur in sehr geringem Maße kurzfristig reduziert.
- Der Kauf erfolgte in USD und bildet somit teilweise einen „Natural-Hedge“ zur hohen USD-Abhängigkeit der MeVis (bislang Top-Line 83%).

Infolge der Akquisition werden die Umsatz- und Ertragserwartungen leicht angepasst (siehe Tabelle unten). Der wichtigste Aspekt dieser Akquisition, nämlich die deutlich besseren Einführungschancen der neuen Lungen-Produkte der MeVis zeigen sich jedoch erst in 2009/10. Für diesen Bereich ist mit einem deutlichen Anstieg von Umsätzen und Erträgen zu rechnen.

Die Gesellschaft wird am 25.04.08 die kompletten Geschäftszahlen für 2007 vorlegen und sich zuvor am 15.04.08 auf dem „Med Tech Dav“ in Frankfurt präsentieren. In diesem Zusammenhang wird voraussichtlich auch auf die strategische Bedeutung dieser Akquisition eingegangen werden. Damit dürfte auch der Newsflow der kommenden Wochen positiv bleiben.

Das Rating für die Aktie lautet weiter „Kaufen“. Das Kursziel wird im Zusammenhang mit dieser Akquisition leicht von EUR 50 auf EUR 52 erhöht.



## Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>10,1</b>	<b>15,6</b>
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	2,7	3,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>4,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12,8</b>	<b>19,1</b>
Materialaufwand	0,2	0,4	0,5	0,1	1,2
Personalaufwand	1,4	2,3	4,1	7,2	9,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,9	1,0	0,6	2,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	1,5	3,3	2,0	2,2
<b>EBITDA</b>	<b>1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,5	0,1	0,3
<b>EBITA</b>	<b>1,6</b>	<b>4,8</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>	<b>8,2</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	1,3	2,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,7</b>	<b>5,6</b>
Zinsertrag	0,0	0,1	0,3	1,3	1,0
Zinsaufwendungen	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,4	-0,3	0,1	1,2	1,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,5</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,5</b>
EE-Steuern	0,1	1,5	0,1	0,7	1,8
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	1,0	2,9	0,1	3,2	4,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>
Anteile Dritter, Abfindungsrückstellung (2005)	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	26,5%	22,3%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>126,5%</b>	<b>122,3%</b>
Materialaufwand	4,1%	5,1%	6,5%	1,0%	8,0%
Personalaufwand	35,3%	27,9%	55,2%	71,5%	62,0%
Sonstige betriebliche Erträge	4,7%	10,8%	14,0%	6,0%	16,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,2%	17,9%	45,0%	19,9%	14,0%
<b>EBITDA</b>	<b>42,0%</b>	<b>59,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>40,0%</b>	<b>54,3%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9%	2,7%	6,7%	0,7%	1,9%
<b>EBITA</b>	<b>40,0%</b>	<b>57,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>39,4%</b>	<b>52,5%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,8%	0,3%	0,4%	12,9%	16,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>37,2%</b>	<b>56,8%</b>	<b>0,3%</b>	<b>26,4%</b>	<b>35,7%</b>
Zinsertrag	0,2%	0,8%	4,3%	12,5%	6,4%
Zinsaufwendungen	9,9%	4,0%	2,6%	0,5%	0,3%
Finanzergebnis	-10,0%	-3,2%	1,7%	12,0%	6,1%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>27,2%</b>	<b>53,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>38,4%</b>	<b>41,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>27,2%</b>	<b>53,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>38,4%</b>	<b>41,8%</b>
EE-Steuern	2,2%	18,5%	0,8%	7,2%	11,2%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	25,0%	35,2%	1,2%	31,2%	30,6%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>25,0%</b>	<b>35,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>31,2%</b>	<b>30,6%</b>
Anteile Dritter	-46,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-21,4%</b>	<b>35,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>31,2%</b>	<b>30,6%</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

## Bilanz MeVis Medical Solutions

Bilanz (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	0,5	2,0	2,9
Sachanlagen	0,1	0,3	0,1	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,5	2,4	3,7	2,7	3,9
Liquide Mittel	2,0	5,4	28,0	28,7	29,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>3,7</b>	<b>8,4</b>	<b>32,4</b>	<b>32,0</b>	<b>34,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>33,0</b>	<b>34,3</b>	<b>37,3</b>
<b>PASSIVA</b>					
Gezeichnetes Kapital	0,0	0,1	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	0,0	26,8	26,8	26,8
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,9	-1,1	0,1
Bilanzgewinn	-2,1	2,6	0,1	3,2	4,8
<b>Eigenkapital</b>	<b>-2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>29,5</b>	<b>30,7</b>	<b>33,5</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,2	2,6	1,6	1,6	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	1,5	1,5	1,6	1,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>33,0</b>	<b>34,3</b>	<b>37,3</b>

Bilanz (in % der Bilanzsumme)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,9%	4,3%	1,5%	5,7%	7,8%
Sachanlagen	3,0%	3,2%	0,2%	0,8%	0,8%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>10,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>1,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>8,6%</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	35,6%	26,3%	11,4%	8,0%	10,5%
Liquide Mittel	49,4%	59,6%	85,1%	83,6%	79,1%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>89,1%</b>	<b>92,6%</b>	<b>98,3%</b>	<b>93,4%</b>	<b>91,4%</b>
<b>Bilanzsumme</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	0,0%	0,5%	5,5%	5,3%	4,9%
Kapitalrücklage	0,0%	0,0%	81,3%	78,1%	71,7%
Gewinnrücklagen	0,0%	0,0%	2,6%	-3,1%	0,3%
Bilanzgewinn	-51,6%	28,6%	0,3%	9,2%	12,8%
<b>Eigenkapital</b>	<b>-51,6%</b>	<b>29,1%</b>	<b>89,6%</b>	<b>89,6%</b>	<b>89,6%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>10,7%</b>	<b>25,5%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,8%</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	78,2%	28,7%	4,9%	4,7%	4,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	18,0%	16,7%	4,5%	4,8%	5,2%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>96,2%</b>	<b>45,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

## Kapitalflussrechnung MeVis Medical Solutions

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Konzernjahresüberschuss vor Steuern	1,4	4,5	0,1	3,2	4,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,5	0,1	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	1,3	2,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	-0,2	-2,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>7,7</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,9	-0,3	-1,3	1,0	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,9	0,7	0,0	0,2	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,1	0,4	-1,4	1,1	-0,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit*</b>	<b>1,8</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,7</b>
CAPEX	-0,4	-0,4	-0,4	-3,1	-3,9
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,9</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-0,9	-1,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	26,8	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>25,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>22,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,0</b>	<b>5,4</b>	<b>28,0</b>	<b>28,7</b>	<b>29,5</b>

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen) \*beinhaltet IPO-Kosten (teilweise aktiviert) in Höhe von EUR 2,5 Mio.

Kennzahlen MeVis Medical Solutions					
	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Operative Effizienz</b>					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	62,8%	43,2%	99,7%	100,0%	86,6%
EBIT-Rendite (%)	37,2%	56,8%	0,3%	26,4%	35,7%
EBITDA / Operating Assets (%)	197,5%	304,9%	19,1%	214,2%	298,4%
ROA (%)	-189,7%	434,2%	15,7%	140,7%	147,6%
<b>Kapitaleffizienz</b>					
Umschlag des Sachanlagevermögens	32,4	29,1	132,4	34,9	50,0
Operativer Kapitalumschlag	4,7	5,1	2,6	5,4	5,5
Umschlag des eingesetzten Kapitals	2,6	1,1	0,2	0,3	0,4
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	112,6%	104,1%	0,1%	8,4%	16,4%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	126,9%	109,6%	2,7%	12,6%	24,9%
ROE (%)	40,0%	110,6%	0,3%	10,3%	14,2%
ROIC (%)	28,7%	38,3%	0,3%	9,7%	13,4%
<b>Solvenz</b>					
Nettoverschuldung zum Jahresende	1.180	-2.812	-26.420	-27.039	-27.898
Net Gearing (%)	-55,8%	-106,0%	-89,4%	-88,1%	-83,4%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	-151,5%	98,6%	5,5%	5,3%	4,8%
Current Ratio	0,9	2,0	10,5	9,9	9,6
Acid Test Ratio	0,8	1,3	9,5	9,0	8,8
EBITDA / Zinsaufwand	4,2	15,1	2,8	81,1	169,4
Zinsdeckung	3,8	14,4	0,1	53,5	111,3
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1.365	4.148	-3.192	2.619	2.859
Free Cash Flow / Umsatz (%)	34,5%	49,7%	-43,4%	25,9%	18,3%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	0	4.800	353	1.161	4.773
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	0,0%	57,5%	4,8%	11,5%	30,6%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	-161,3%	141,3%	-3595,9%	82,9%	60,0%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	0,5%	1,8%	1,9%	4,5%	3,4%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	14,2%	11,3%	9,0%	3,1%	3,1%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mittelverwendung</b>					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-10,0%	-5,4%	-5,5%	-30,2%	-24,9%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	1,9%	2,7%	6,7%	0,7%	1,9%
Capex / Abschreibungen (%)	-211,2%	-176,7%	-78,6%	-222,1%	-133,8%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	15,9%	15,8%	32,8%	25,1%	15,6%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	333,3%	427,6%	799,5%	400,0%	400,0%
Inventory processing period (Tage)	2	1	2	2	2
Receivables collection period (Tage)	92	82	160	80	80
Payables payment period (Tage)	28	19	20	20	20
Cash Conversion Cycle (Tage)	66	64	142	62	62

Quellen: MeVis (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

**Rechtshinweis:** Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

**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 Inhaltes oder von Teilen