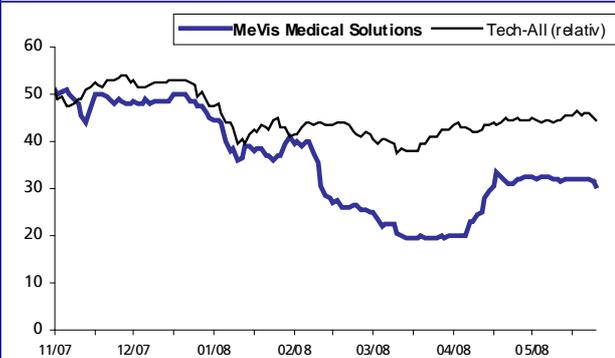


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 52,00** **Hochdynamisches Lizenzgeschäft**
 (alt: Kaufen) hoch

Bloomberg: M3V GY Kurs: 30,50
 Reuters: M3VG.DE Tech-AS: 955,47
 ISIN: DE000A0LBFE4
 Internet: www.mevis.de
 Segment: Prime Standard
 Branche: Medizintechnik



Kursdaten: Bloomberg 26.05.2008 / Schlusskurse

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 53,89 / EUR 18,99
 Marktkapitalisierung: EUR 55,51 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:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 27.05.2008
 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 27.05.08 gab die MeVis Medical Solutions AG die Geschäftszahlen für das erste Quartal 2008 bekannt. Erwartungsgemäß entwickelte sich der Umsatz stark, während sich der starke Personalaufbau und organisatorische Kosten deutlich erhöhten (siehe hierzu auch News-Flash vom 23.05.08). Folgende Tabelle zeigt die Geschäftszahlen im Vergleich zu den Erwartungen. Die hohen prozentualen Abweichungen sind jedoch lediglich auf die niedrige Basis zurückzuführen.

	Q1/2008			Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
Umsatz	2,43	2,33	4,3%	1,8
EBITDA	0,45	0,35	29,4%	0,8
Marge	18,5%	14,9%		41,9%
EBIT	0,31	0,17	88,5%	0,7
Marge	12,8%	7,1%		36,2%
EBT	0,69	0,62	11,4%	0,7
Marge	28,2%	26,4%		37,1%
EpA*	0,22	0,21	4,8%	0,12

EpA in EUR (*voll verwässert), andere Angaben in EUR Mio.

Besonders entscheidend ist das hohe Umsatzwachstum auf Quartalsbasis (+34,6%). **Ohne negative Effekte aus dem USD hätte der Umsatzzuwachs bei deutlich über 40% gelegen.** Dies zeigen die Lizenzabsatzzahlen: Der Lizenzabsatz stieg im Bereich der digitalen Mammographie, auf die rund 3/4 des Umsatzes entfällt, um 58% an. Im Bereich der sonstigen Befundung wurde er um 25% gesteigert.

Ab dem dritten Quartal wird sich voraussichtlich auch die akquirierte Lungen-CT-Software von Hologic positiv auf den Umsatz der MeVis auswirken (siehe hierzu auch News-Flash vom 11.04.08). Diese Akquisition dürfte zu einem wesentlich schnelleren Markteintritt im Bereich Lunge führen, nicht zuletzt aufgrund der FDA-Zulassung der Software. Insgesamt wird die Prognose eines Umsatzes von EUR 10,1 Mio. (SESe) damit bestätigt.

Aufgrund hoher Aufwendungen fiel das Ergebnis im Q1 noch relativ gering aus. Die Ergebnisprognose für 2008 (EBIT EUR 2,7 SESe) wird jedoch ebenfalls bestätigt, denn MeVis profitiert im laufenden Jahr noch von folgenden Faktoren:

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 30,50 EUR					
Umsatz	8,3	7,3	10,1	15,6	19,7
Rohertagsmarge	94,9%	93,5%	125,5%	114,3%	110,4%
EBITDA	5,0	0,5	4,1	8,5	12,0
EBITDA-Marge	59,9%	7,3%	40,0%	54,3%	60,9%
EBIT	4,7	0,0	2,7	5,6	7,7
EBIT-Marge	56,8%	0,3%	26,4%	35,7%	39,2%
Nettoergebnis	2,9	0,1	3,2	4,8	5,9
Ergebnis je Aktie	-	-	1,74	2,62	3,23
Dividende je Aktie	-	-	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	-	-	2,84	1,85	1,46
EV/EBITDA	-	-	7,10	3,40	2,39
EV/EBIT	-	-	10,74	5,17	3,72
KGV	-	-	17,53	11,64	9,44
ROCE	104,1%	0,1%	8,4%	16,4%	20,7%
Adj. Free Cash Flow Yield	n.m.	1,2%	4,0%	16,6%	28,2%

- Der Umsatz sollte im laufenden Jahr auf Quartalsbasis weiter ansteigen. Die Kosten hingegen deutlich unterproportional. Allein die neuen Produkte DynaCad Neuro (Gehirn), DynaCad Prostat (Prostata) und „Mevis Visa Lung CT“ (Lunge, akquirierte Technologie) könnten im Q3/Q4 zu zusätzlichen Umsatzerlösen von rund EUR 1 Mio. in 2008 führen.
- Im Q1 angefallene Rechts- und Beratungskosten in Höhe von TEUR 120 sollten sich im Jahresverlauf wieder normalisieren (vgl. Q1: TEUR 42)
- Die Aufwendungen für die Personalakquisition von TEUR 101 sollten ebenfalls wieder leicht sinken, denn der Personalaufbau sollte sich wieder verlangsamen. Der Mitarbeiterzuwachs in 2009 (Jahresdurchschnitt) liegt mit 30% (SESe) deutlich unter dem im Q1 ausgewiesenen Personalszuwachs um fast 100%.
- Darüber hinaus könnte es dem Unternehmen gelingen, die Abrechnungsmodalitäten mit Phillips wieder zu verbessern. Dies hätte einen deutlich positiven Ergebniseffekt (siehe hierzu auch Studie vom 07.03.08). Das ist derzeit jedoch noch offen.
- Sollten im Q3/Q4 wie geplant die neuen Produkte im DynaCad-Umfeld fertig gestellt werden, könnte MeVis zusätzlich einen Entwicklungskostenzuschuss (EUR 0,6 – EUR 0,7 Mio.) verbuchen.

Sollten sich diese Aspekte sämtlich manifestieren, so erscheint ein deutliches Übertreffen der Prognose realistisch. In den Prognosen sind diese Faktoren jedoch nur teilweise berücksichtigt.

Der Newsflow sollte neben den Quartalszahlen im laufenden Jahr **vor allem durch Produkt-Releases beeinflusst** sein. Die neuen Produkte (s.o.) werden zeigen, dass die ausgesprochen umfangreiche Entwicklungstätigkeit der MeVis zu erfolgreichen Releases führt. Allein im Q1 dürften rund EUR 1,2 Mio. nicht aktivierte Leistungen in die Entwicklung von Produkten geflossen sein (inkl. aktivierter Bestandteile EUR 1,7 Mio.), die größtenteils noch keinen Umsatzbeitrag leisten. Hierin zeigt sich implizit die extrem hohe Ertragskraft des Konzerns.

Die Bewertung spiegelt diese Ertragskraft und vor allem das hohe Lizenzwachstum noch nicht wider. Die Gesellschaft verfügt über liquide Mittel in Höhe von EUR 25,2 Mio. und rund 48 Tsd. eigene Aktien (Marktwert ca. EUR 1,5 Mio.). Bereinigt um diese beträgt der EV derzeit EUR 30 Mio. oder 3,5x EBITDA (2009e). **Das Kursziel beträgt EUR 52. Das Rating lautet Kaufen.**

Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	8,3	7,3	10,1	15,6	19,7
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	2,7	3,5	3,6
Gesamtleistung	8,3	7,3	12,8	19,1	23,4
Materialaufwand	0,4	0,5	0,1	1,2	1,6
Personalaufwand	2,3	4,1	7,2	9,7	10,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,0	0,6	2,5	3,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	3,3	2,0	2,2	2,6
EBITDA	5,0	0,5	4,1	8,5	12,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,5	0,1	0,3	0,2
EBITA	4,8	0,0	4,0	8,2	11,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	1,3	2,6	4,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,7	0,0	2,7	5,6	7,7
Zinsertrag	0,1	0,3	1,3	1,0	1,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,3	0,1	1,2	1,0	1,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,5	0,1	3,9	6,5	8,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,5	0,1	3,9	6,5	8,7
EE-Steuern	1,5	0,1	0,7	1,8	2,8
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	2,9	0,1	3,2	4,8	5,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,9	0,1	3,2	4,8	5,9
Anteile Dritter, Abfindungsrückstellung (2005)	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,9	0,1	3,2	4,8	5,9

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	26,5%	22,3%	18,4%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	126,5%	122,3%	118,4%
Materialaufwand	5,1%	6,5%	1,0%	8,0%	8,0%
Personalaufwand	27,9%	55,2%	71,5%	62,0%	52,5%
Sonstige betriebliche Erträge	10,8%	14,0%	6,0%	16,0%	16,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,9%	45,0%	19,9%	14,0%	13,0%
EBITDA	59,9%	7,3%	40,0%	54,3%	60,9%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,7%	6,7%	0,7%	1,9%	1,1%
EBITA	57,1%	0,6%	39,4%	52,5%	59,8%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3%	0,4%	12,9%	16,8%	20,6%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	56,8%	0,3%	26,4%	35,7%	39,2%
Zinsertrag	0,8%	4,3%	12,5%	6,4%	5,2%
Zinsaufwendungen	4,0%	2,6%	0,5%	0,3%	0,3%
Finanzergebnis	-3,2%	1,7%	12,0%	6,1%	5,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	53,7%	2,0%	38,4%	41,8%	44,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	53,7%	2,0%	38,4%	41,8%	44,2%
EE-Steuern	18,5%	0,8%	7,2%	11,2%	14,4%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	35,2%	1,2%	31,2%	30,6%	29,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	35,2%	1,2%	31,2%	30,6%	29,8%
Anteile Dritter	-22,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	35,2%	1,2%	31,2%	30,6%	29,8%

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

Bilanz (in Mio. EUR)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	2,0	2,9	2,6
Sachanlagen	0,3	0,1	0,3	0,3	0,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,7	0,6	2,2	3,2	3,1
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	2,4	3,7	2,7	3,9	4,8
Liquide Mittel	5,4	28,0	28,7	29,5	32,8
Umlaufvermögen	8,4	32,4	32,0	34,1	38,4
Bilanzsumme	9,1	33,0	34,3	37,3	41,4
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	0,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	26,8	26,8	26,8	26,8
Gewinnrücklagen	0,0	0,9	-1,1	0,1	2,9
Bilanzgewinn	2,6	0,1	3,2	4,8	5,9
Eigenkapital	2,7	29,5	30,7	33,5	37,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	2,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	1,5	1,5	1,6	1,9	2,2
Verbindlichkeiten	4,1	3,1	3,3	3,5	3,8
Bilanzsumme	9,1	33,0	34,3	37,3	41,4

Bilanz (in % der Bilanzsumme)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,3%	1,5%	5,7%	7,8%	6,2%
Sachanlagen	3,2%	0,2%	0,8%	0,8%	1,2%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	7,4%	1,7%	6,6%	8,6%	7,4%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	26,3%	11,4%	8,0%	10,5%	11,7%
Liquide Mittel	59,6%	85,1%	83,6%	79,1%	79,3%
Umlaufvermögen	92,6%	98,3%	93,4%	91,4%	92,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	0,5%	5,5%	5,3%	4,9%	4,4%
Kapitalrücklage	0,0%	81,3%	78,1%	71,7%	64,6%
Gewinnrücklagen	0,0%	2,6%	-3,1%	0,3%	6,9%
Bilanzgewinn	28,6%	0,3%	9,2%	12,8%	14,2%
Eigenkapital	29,1%	89,6%	89,6%	89,6%	90,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	25,5%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten	28,7%	4,9%	4,7%	4,3%	3,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	16,7%	4,5%	4,8%	5,2%	5,2%
Verbindlichkeiten	45,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung MeVis Medical Solutions

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Konzernjahresüberschuss vor Steuern	4,5	0,1	3,2	4,8	5,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,5	0,1	0,3	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	1,3	2,6	4,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	-2,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,2	-1,4	4,5	7,7	10,2
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,3	-1,3	1,0	-1,2	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,7	0,0	0,2	0,3	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,4	-1,4	1,1	-0,9	-0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit*	4,6	-2,8	5,7	6,7	9,5
CAPEX	-0,4	-0,4	-3,1	-3,9	-4,1
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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,3	-0,4	-3,1	-3,9	-4,1
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,9	-1,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	26,8	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-2,0	-2,0	-2,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,9	25,8	-2,0	-2,0	-2,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	3,4	22,6	0,6	0,9	3,3
Endbestand liquide Mittel	5,4	28,0	28,7	29,5	32,8

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

Kennzahlen MeVis Medical Solutions					
	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	43,2%	99,7%	100,0%	86,6%	79,2%
EBIT-Rendite (%)	56,8%	0,3%	26,4%	35,7%	39,2%
EBITDA / Operating Assets (%)	304,9%	19,1%	214,2%	298,4%	322,8%
ROA (%)	434,2%	15,7%	140,7%	147,6%	191,2%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des Sachanlagevermögens	29,1	132,4	34,9	50,0	40,0
Operativer Kapitalumschlag	5,1	2,6	5,4	5,5	5,3
Umschlag des eingesetzten Kapitals	1,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	104,1%	0,1%	8,4%	16,4%	20,7%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	109,6%	2,7%	12,6%	24,9%	32,2%
ROE (%)	110,6%	0,3%	10,3%	14,2%	15,8%
ROIC (%)	38,3%	0,3%	9,7%	13,4%	14,9%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	-2.812	-26.420	-27.039	-27.898	-31.229
Net Gearing (%)	-106,0%	-89,4%	-88,1%	-83,4%	-83,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	98,6%	5,5%	5,3%	4,8%	4,3%
Current Ratio	2,0	10,5	9,9	9,6	10,2
Acid Test Ratio	1,3	9,5	9,0	8,8	9,3
EBITDA / Zinsaufwand	15,1	2,8	81,1	169,4	240,3
Zinsdeckung	14,4	0,1	53,5	111,3	154,8
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	4.148	-3.192	2.619	2.859	5.331
Free Cash Flow / Umsatz (%)	49,7%	-43,4%	25,9%	18,3%	27,0%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	4.800	353	1.161	4.773	8.113
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	57,5%	4,8%	11,5%	30,6%	41,1%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	141,3%	-3595,9%	82,9%	60,0%	90,6%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	1,8%	1,9%	4,5%	3,4%	3,3%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	11,3%	9,0%	3,1%	3,1%	3,1%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-5,4%	-5,5%	-30,2%	-24,9%	-20,9%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	2,7%	6,7%	0,7%	1,9%	1,1%
Capex / Abschreibungen (%)	-176,7%	-78,6%	-222,1%	-133,8%	-96,5%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	15,8%	32,8%	25,1%	15,6%	16,4%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	427,6%	799,5%	400,0%	400,0%	400,2%
Inventory processing period (Tage)	1	2	2	2	2
Receivables collection period (Tage)	82	160	80	80	80
Payables payment period (Tage)	19	20	20	20	20
Cash Conversion Cycle (Tage)	64	142	62	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.