

## MeVis Medical Solutions AG

### Stärken und Chancen

- **Attraktiver Zielmarkt:** Mit der Software für bildbasierte Medizin wie etwa die digitale Mammographie hat sich MeVis in einem aussichtsreichen Markt etabliert, in dem die Bremer bereits heute zu den weltweit führenden Anbietern zählen.
- **Beeindruckender Track Record:** In den vergangenen Jahren konnten die bisherigen Forschungs- und Entwicklungserfolge in ein kräftiges Umsatzwachstum mit teilweise hohen zweistelligen Nettorenditen umgesetzt werden.
- **Namhafte Partner:** In der Entwicklung und beim Vertrieb arbeitet MeVis mit führenden Medizintechnikherstellern wie Siemens oder Hologic zusammen. Darüber hinaus bestehen enge Kontakte zu Forschungsinstituten und Kliniken in aller Welt.
- **Glänzende Perspektiven:** Dank der guten Positionierung, einer vollen Produktpipeline und der zuletzt durchgeführten vollständigen Übernahme eines bisher in Kooperation mit Siemens geführten Geschäftsbereiches sind die weiteren Aussichten vielversprechend. Beim Aktienkurs sehen wir deswegen ein Potenzial von 60 Prozent.

### Schwächen und Risiken

- **Abhängigkeit von wenigen Schlüsselkunden:** Das Geschäftskonzept bedingt eine enge Kooperation mit einigen wenigen Medizintechnikherstellern. Die Beendigung dieser Zusammenarbeit hätte signifikante negative Ertragseffekte.
- **Hohe Entwicklungsvorleistungen:** Durch die massiv aufgestockten personellen Kapazitäten werden bewusst hohe Belastungen in Kauf genommen.

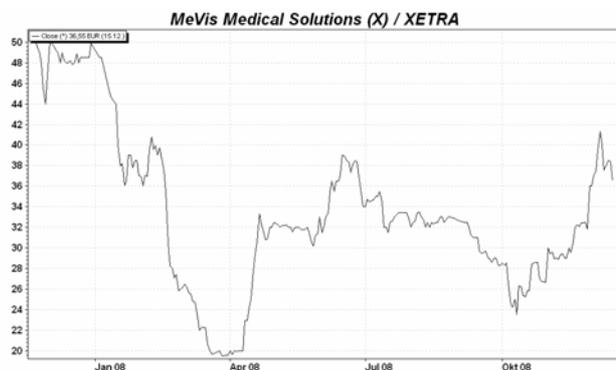
## Kaufen (Ersteinschätzung)

**Aktueller Kurs** 36,55 Euro

### Stammdaten

|                       |  |
|-----------------------|--|
| ISIN                  | DE000A0LBFE4                                   |
| Branche               | Software / Medizintechnik                      |
| Sitz der Gesellschaft | Bremen   |
| Internet              | <a href="http://www.mevis.de">www.mevis.de</a> |
| Ausstehende Aktien    | 1,82 Mio. Stück                                |
| Marktsegment          | Prime Standard                                 |
| Marktkapitalisierung  | 66,5 Mio. Euro                                 |
| Free Float            | ca. 40,0%                                      |

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

|                         |                       |
|-------------------------|-----------------------|
| Hoch / Tief (12 Monate) | 49,9 Euro / 19,5 Euro |
| Performance (12 Monate) | -24,5 %               |
| Ø-Umsatz (30 Tage)      | ca. 86,3 Tsd. Euro    |

### Kennzahlen

| Geschäftsjahr            | 2006 | 2007  | 2008(e) | 2009(e) |
|--------------------------|------|-------|---------|---------|
| Umsatzerlöse (Mio. Euro) | 8,3  | 7,9   | 10,0    | 19,0    |
| EpS (EUR)                | 1,61 | 0,07  | 0,95    | 2,30    |
| Dividende / Aktie (Euro) | -    | -     | -       | -       |
| KUV                      | 7,97 | 8,43  | 6,65    | 3,50    |
| KGV                      | 22,7 | 503,9 | 38,5    | 15,9    |
| Dividendenrendite        | -    | -     | -       | -       |

\* Aktienzahl für alle Jahre einheitlich 1,82 Mio.

## Unternehmensprofil

### *Spezialsoftware für medizinische Anwendungen*

Die MeVis Medical Solutions AG wurde 1997 in Bremen gegründet und hat sich seitdem als einer der weltweit führenden Softwareanbieter für die bildbasierte Medizin etabliert. Die Produkte der Bremer werden eingesetzt, um das mittels der bildgebenden Verfahren (z.B. Röntgen, Ultraschall, Magnetresonanztomographie (MRT)) gewonnene Material aufzuarbeiten und den beteiligten Ärzten in einer auf den jeweiligen Untersuchungszweck optimierten Form zur Verfügung zu stellen. Die Software filtert aus den Daten die krankheits- und organbezogenen Informationen aus und ist zudem mit zahlreichen Betrachtungs- und Beurteilungshilfen ausgestattet, die eine insgesamt effizientere und zielgenauere Früherkennung und Diagnostik ermöglichen und darüber hinaus die Therapie- und Interventionsplanung erleichtern. Mit den inzwischen 185 Mitarbeitern konzentriert sich MeVis vor allem auf Anwendungen im Zusammenhang mit Krebserkrankungen, der Neurologie und Lungenkrankheiten.

### *Universitäre Wurzeln*

Ursprung der Gruppe ist das ebenfalls in Bremen ansässige Forschungsinstitut MeVis Research, das bereits 1995 vom heutigen Aufsichtsratsvorsitzenden der Aktiengesellschaft, Professor Heinz-Otto Peitgen, und ihrem Vorstandschef Dr. Carl J. G. Evertsz gegründet wurde und das bis heute unter der Leitung von Prof. Peitgen die Grundlagenforschung im Bereich der Software für die bildgebende Medizin betreibt. Als kommerzielle Ausgründung des Forschungsinstituts profitiert die MeVis Medical Solutions AG in ganz erheblichem Maße von dessen Vorarbeiten sowie den universitären und klinischen Kontakten, bis Jahresmitte besaß sie sogar eine 25-prozentige Beteiligung, die aber zum Nennwert an das Land Bremen zurückgegeben wurde, um damit die Aufnahme des Instituts in die Fraunhofergesellschaft und die damit einhergehenden Renommee- und Fördergeldzugewinne zu ermöglichen. Seitdem besteht der Konzern aus der AG selbst, der amerikanischen Tochter MeVis Medical Solutions Inc. mit Sitz in Wisconsin und MeVis BreastCare, einem Joint-Venture mit Siemens, an dem die Bremer 51 Prozent der Anteile halten.

### *Bisheriger Schwerpunkt in der digitalen Mammografie*

Dieses Gemeinschaftsunternehmen ist auf Softwareprodukte zur Unterstützung der digitalen Mammographie – eine Röntgenuntersuchung der Brust, die insbesondere zur Früherkennung und Diagnostik von Brustkrebs eingesetzt wird – spezialisiert und war bislang für den Grossteil der Konzernerlöse verantwortlich; zuletzt summierte sich der Anteil auf 62 Prozent. Über die beiden Kooperationspartner Hologic, nach eigenem Bekunden der führende Anbieter im Bereich „Woman’s Healthcare“, und eben Siemens wurden in den letzten Jahren weltweit bereits nahezu 5.000 Softwarelizenzen verkauft. Damit gelten die Bremer im globalen Maßstab als führend, in den USA besitzen sie eigenen Angaben zufolge einen Marktanteil von über 50 Prozent. Um die Expansion weiter zu forcieren, wurde im Oktober das Geschäft mit Hologic aus der seit 2001 als Joint-Venture

mit Siemens betriebenen Tochtergesellschaft herausgelöst und in die Konzernmutter integriert. Damit sollen fortan für die beiden Großkunden, die schon in der Vergangenheit mit separaten Produktlinien beliefert wurden, unterschiedliche Konzerneinheiten verantwortlich sein und so die aus der Miteigentümerschaft von Siemens an der MeVis BreastCare eventuell resultierenden Interessenkonflikte vermieden werden. Dadurch gewinnt MeVis erweiterten strategischen Spielraum, um die Geschäftsausweitung mit beiden Partnern forcieren zu können.

### *Sonstige Befundung*

Das weitere Geschäft wird unter der Bezeichnung „Sonstige Befundung“ zusammengefasst. Größtenteils handelt es sich hierbei ebenfalls um Softwareprodukte, die für andere Analyseverfahren und / oder andere Krankheitsbilder geeignet sind. Bereits seit 2004 im Markt ist unter der Bezeichnung DynaCAD eine Lösung zur Auswertung von MRT-Untersuchungen der Brust, die neben der üblichen Diagnoseunterstützung auch Hilfestellung bei der Planung und Durchführung von Biopsien (Gewebeentnahmen) bietet. Das Produkt wird seit September 2004 von Invivo Corp., einer Tochter von Philips, weltweit vermarktet, ein Jahr später hat es auch Siemens in sein Portfolio aufgenommen. Daneben bietet MeVis Software für allgemeine Auswertungsworkstations an (MD-Jade), mit denen die Mediziner Bildmaterial aus unterschiedlichen Quellen und von Geräten unterschiedlicher Hersteller nutzen können. Das System erkennt selbstständig die Beschaffenheit der Daten und enthält mehrere, auf jeweils verschiedene Indikationen zugeschnittene Benutzeroberflächen.

### *Outsourcingleistungen*

Während die bisher vorgestellten Produkte überwiegend mit Lizenzeinnahmen aus den Softwareverkäufen (in der Regel je installiertem Arbeitsplatz) und in einem deutlich geringeren Umfang mit Erlösen aus Serviceleistungen und Lieferungen passender Hardware (insb. Spezialtastaturen) einhergehen, erweitert das Outsourcingmodell die Einnahmehasis um Dienstleistungen. Hierbei übernehmen MeVis-Spezialisten die Auswertung der von den angeschlossenen Kliniken per gesicherter Datenleitung gelieferten Informationen und unterstützen diese insbesondere bei der Vorbereitung und Planung von operativen Eingriffen. Inzwischen greifen weit über 100 Kliniken aus aller Welt auf das Angebot zurück, das vor allem bei der Entfernung von Lebertumoren sowie bei komplizierten Lebertransplantationen Anwendung findet. Bereits im April hat MeVis die Überschreitung der Marke von 3.000 durchgeführten Risikoanalysen für die Leberchirurgie gemeldet.

## **Markt und Strategie**

### *Hohe Dynamik im Software-...*

Mit der Konzentration auf Software für medizintechnische Anwendungen bewegt sich MeVis an der Schnittstelle von zwei überdurchschnittlich wachstums-

starken Märkten. So gilt das Softwaresegment selbst innerhalb des IT-Sektors als besonders dynamisch, allein in Europa legte die Branche in den vergangenen Jahren mit rund 6 Prozent p.a. zu. Auch angesichts der aktuellen Konjunkturkrise zeigen sich die Softwareverkäufe bislang vergleichsweise robust. Ob allerdings das noch im September von den Experten des EITO (European Information Technology Observatory) für das nächste Jahr in Aussicht gestellte Wachstum von 5,3 Prozent realisiert werden kann, muss angesichts der zwischenzeitlichen Krisenverschärfung abgewartet werden.

### *...und Medizintechnikmarkt*

Als weniger konjunkturanfällig gilt hingegen die Medizintechnik, deren Entwicklung von Faktoren wie dem technischen Fortschritt, der Alterung der Bevölkerung in den wichtigsten Märkten und den zunehmenden Gesundheitsausgaben in wachstumsstarken Schwellenländern bestimmt wird. Dank seiner hohen Dynamik dürfte der weltweite Markt für medizintechnische Anwendungen inzwischen den Pharmasektor überflügelt haben, sein Volumen wird auf rund 340 Mrd. US-Dollar geschätzt (Quelle: MX: Business Strategies for Medical Technology Executives, Mai/Juni 2008). Ein Großteil hiervon entfällt auf die USA, wo die Umsätze trotz des bereits erreichten Marktvolumens in den nächsten Jahren trotzdem um bis zu 11,7 Prozent p.a. wachsen sollen (Quelle: S&P, 2007).

### *Zusätzliche Wachstumstreiber für bildbasierte Medizintechnik*

Das für MeVis relevante Segment der bildgebenden Medizinanwendungen wird von der Marktforschungsfirma TriMark Publications auf ein globales Volumen von 20 Mrd. US-Dollar (Stand 2007) geschätzt, bis 2010 soll es weiter auf knapp 28 Mrd. US-Dollar zulegen. Ursächlich für diese Dynamik sind vor allem technische Verbesserungen der Untersuchungsmethoden, die eine immer bessere Bildqualität ermöglichen und dadurch die Zahl der denkbaren Einsatzmöglichkeiten fast täglich erweitern. Beschleunigt wird dieser Prozess zudem durch die Einführung und Verbreitung gänzlich neuer Verfahren sowie durch die Kombination bestehender Techniken. Nicht zuletzt ermöglicht die fortschreitende Digitalisierung deutliche Qualitätsverbesserungen, die sich sowohl in der Qualität der Untersuchungsergebnisse als auch in den Betriebskosten bemerkbar machen.

### *Digitale Mammographie mit hohem Potenzial*

Gerade der letztgenannte Punkt, die Digitalisierung, ist für das Marktpotenzial von MeVis entscheidend, bedingt sie doch eine rasante Zunahme des zu verarbeitenden Datenvolumens und erhöht somit den Bedarf nach entsprechend spezialisierter Software. Welches Potenzial hierin für die Bremer steckt, verdeutlicht gerade der Bereich der digitalen Mammographie, in dem die Deutschen eine weltweit führende Rolle als Softwarelieferant eingenommen haben. So hat sich vor allem dank der zuverlässigeren Untersuchungsergebnisse – Studien bestätigen für dieses Verfahren eine höhere Trefferquote beim Brustkrebs-Screening als für die analogen, filmbasierten Aufnahmen – die Anzahl der in den USA installierten digitalen Mammographiegeräte innerhalb von drei Jahren (bis August 2007) auf fast 3.100 nahezu verfünffacht, ihr Marktanteil hat sich dadurch auf 23

Prozent erhöht. Dies bedeutet aber im Umkehrschluss, dass noch drei Viertel des US-Marktes durch analoge Geräte bedient werden, die in den nächsten Jahren ersetzt werden dürften. Die weitaus größeren Chancen für MeVis liegen aber in der weltweit zunehmenden Akzeptanz der Früherkennung als wichtigster Waffe im Kampf gegen den Brustkrebs. Denn hierfür gilt die Mammographie trotz einiger Vorbehalte (z.B. Überdiagnostik) nach wie vor als das Mittel der Wahl, um die Wucherungen möglichst früh zu identifizieren und damit die Überlebenswahrscheinlichkeit für die Betroffenen der mit Abstand häufigsten Krebserkrankung von Frauen spürbar zu erhöhen (Quelle: American Cancer Society).

### *Multiple Nutzen auf Kundenseite*

Neben der Partizipation am Wachstum des Mammographie-Marktes legt MeVis aber auch ein hohes Gewicht auf die Ausdehnung des eigenen Produktspektrums auf weitere Krankheiten bzw. auf andere Aufnahmetechnologien. Denn die Voraussetzungen sind überall vergleichbar: erst mit passender Software lassen sich die Vorteile der modernen Aufnahmetechnologien vollumfänglich nutzen. So postulieren die Bremer für ihre Erzeugnisse, dass die Nutzer damit nicht nur effizienter arbeiten (Zeit- und Kostenersparnis), sondern auch medizinisch bessere Ergebnisse erzielen. Da hierdurch wiederum die Kosten von Fehl- und Wiederholungsbehandlungen reduziert werden, gehören auch die Budgets der Gesundheitssysteme zu den Profiteuren, und natürlich die Patienten selbst. Besonders deutlich werden diese Potenziale bei den Outsourcingdienstleistungen im Bereich der Leberchirurgie sichtbar, bei denen durch die höhere Spezialisierung der Bremer die Qualität der Analyse signifikant erhöht und das Eingriffsrisiko damit erheblich reduziert werden.

### *Viel versprechende Innovationen*

Dementsprechend ist die Entwicklungspipeline von MeVis voll mit neuen Projekten, mit denen das erfolgreiche Geschäftsmodell auf andere medizinische Bereiche ausgeweitet werden soll. Dazu gehören u.a. Vorbereitungen, um das Outsourcingpaket auch für die Behandlung von anderen Organen wie der Lunge, der Nieren sowie für die Hirnchirurgie anzubieten. Zudem wurde erst im laufenden Quartal eine Softwarelösung für MRT-Aufnahmen des Nervensystems lanciert, die insbesondere für die Planung von hirnchirurgischen Eingriffen genutzt werden soll, ein Pendant zur Früherkennung von Prostatakrebs ist in Vorbereitung. Besondere Erwartungen werden darüber hinaus mit der Tomosynthese der Brust verknüpft, einer Weiterentwicklung der Mammographie, mit der dreidimensionale Aufnahmen erstellt werden können. Derzeit befindet sich die Software im FDA-Zulassungsverfahren für den amerikanischen Markt, in Europa wurde sie gerade eingeführt.

### *Hervorragendes Kontakt- und Partnernetzwerk*

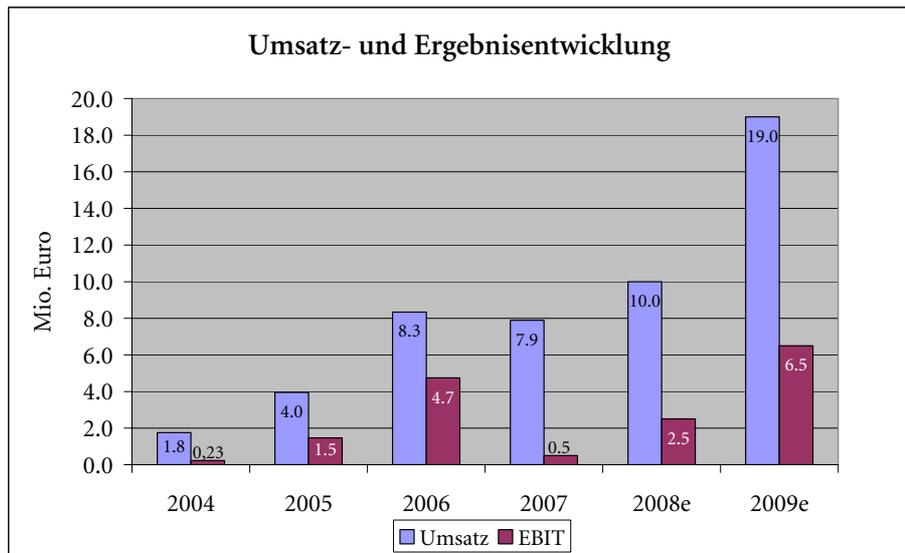
Gerade im letztgenannten Punkt zeigt sich eine wichtige Stärke des MeVis-Geschäftsmodells: die enge Kooperation mit den Hardwareherstellern, die somit gleichermaßen als Kunden und als Partner fungieren und dadurch an gemeinsamen Produktfortentwicklungen interessiert sind. Durch die enge Verzahnung

erfolgen die Hardwareentwicklung beim Kunden und die Softwareprogrammierung vielfach im Gleichschritt, wodurch nicht nur von Anfang an eine vollständige Kompatibilität des Produkts gewährleistet wird, sondern auch die rechtzeitige Einbindung der Bremer in neue Entwicklungen. Ferner kann sich MeVis auf die Vertriebskraft seiner Industriepartner, zu denen insbesondere Siemens, Hologic und Invivo gehören, verlassen und profitiert automatisch von deren Verkaufserfolgen. Darüber hinaus unterhält die Gesellschaft wegen ihrer traditionell besonderen Nähe zum Forschungsinstitut MeVis Research sehr gute Kontakte zu mehr als 100 Kliniken und R&D-Zentren in aller Welt, aus denen eine fundierte Kenntnis der Markterwartungen und -trends resultiert.

## Geschäftsentwicklung

### Dynamisches Umsatzwachstum

Die langjährige Entwicklungsarbeit und das weit reichende Partnernetzwerk haben in den vergangenen Jahren eine deutliche Umsatzausweitung ermöglicht. Insbesondere zwischen 2004 und 2006 konnten die Erlöse jährlich mehr als verdoppelt werden, so dass im vorletzten Geschäftsjahr bereits ein Umsatz von 8,3 Mio. Euro ausgewiesen wurde. Demgegenüber endete 2007 mit einem fünfprozentigen Rückgang, der nach Unternehmensangaben vor allem auf einen Preisnachlass im Bereich der digitalen Mammographie zurückzuführen war, der einem Großkunden in den USA eingeräumt werden musste. Durch diese Maßnahme, von der sich die Gesellschaft aber in Zukunft ein deutlich höheres Mengenwachstum verspricht, ging der Segmentumsatz trotz der zahlenmäßig gestiegenen Lizenzverkäufe um 8,2 Prozent zurück, die gleichzeitige Erlöszunahme in der Sparte „Sonstige Befundung“ (+2,4 Prozent) konnte diesen Effekt nicht gänzlich kompensieren.



Geschäftsentwicklung (Umsatz ohne Fördermittel); 2008 und 2009: Prognose; Quelle: MeVis

**Beeindruckende Profitabilität**

Bis 2006 konnte die Expansion auch in ein überproportionales Gewinnwachstum umgemünzt werden, die EBIT-Marge – allerdings unter Berücksichtigung von staatlichen Fördermitteln – kletterte in der Spitze auf über 50 Prozent. Erst die letztjährige Wachstumsdelle brachte einen kräftigen Gewinnrückgang auf 0,5 Mio. Euro vor Steuern und Zinsen mit sich. Ursächlich dafür waren, neben den genannten Preisnachlässen, vor allem massive Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte, die sich hauptsächlich in einem im Jahresdurchschnitt nahezu verdoppelten Mitarbeiterstamm und in einem 80-prozentigen Anstieg der Personalkosten niedergeschlagen haben. Hinzu kamen erhöhte Rechts- und Beratungskosten vor allem im Zusammenhang mit dem am 16. November 2007 durchgeführten IPO.

**Deutliche Beschleunigung im laufenden Jahr**

Wie erwartet haben sich die Vorleistungen des Vorjahres in den ersten neun Monaten der aktuellen Geschäftsperiode bereits in einer wieder ansteigenden Expansionsdynamik bemerkbar gemacht. Nach drei Quartalen lagen die Erlöse bei 7,9 Mio. Euro und damit nicht nur 28 Prozent über dem Vergleichswert aus dem Vorjahr, sondern auch schon über dem Umsatz des gesamten Geschäftsjahres 2007 – und das, obwohl 86 Prozent der Einnahmen im Berichtszeitraum in den USA erzielt wurden und somit durch den bis in den Sommer äußerst schwachen US-Dollar belastet waren. Als Wachstumstreiber erwies sich erneut das Segment Sonstige Befundung, dessen Einnahmen um etwa 55 Prozent gesteigert werden konnten. Allerdings bedingten der Aufbau der amerikanischen Tochter sowie die anhaltenden Investitionen in neue Produkte hier einen Rückgang des Segmentergebnisses von 1,5 auf -0,1 Mio. Euro. Im Kerngeschäft digitale Mammographie, dessen Umsatz um 15 Prozent zulegte, konnte demgegenüber auch das operative Ergebnis um knapp eine Mio. Euro auf 3,6 Mio. Euro verbessert werden. Auf Konzernebene resultierte hieraus ein trotz des erneut deutlich erhöhten Personalaufwands (wovon allerdings mit 1,5 Mio. Euro ein signifikanter Teil erstmalig als Entwicklungsleistungen aktiviert wurde) minimal erhöhtes EBITDA und ein nach Abzug von deutlich erhöhten Abschreibungen um 0,2 Mio. Euro geringeres EBIT. Dank der hohen liquiden Mittel aus dem letztjährigen Börsengang und des dadurch deutlich positiven Finanzbeitrags lag der Periodenüberschuss mit 1,4 Mio. Euro aber um fast 35 Prozent über dem Vorjahr.

| <i>(Mio. Euro, Prozent)</i> | <b>9 Monate 2007</b> | <b>9 Monate 2008</b> | <b>Änderung</b> |
|-----------------------------|----------------------|----------------------|-----------------|
| Umsatz                      | 6,19                 | 7,93                 | +28,1%          |
| EBITDA                      | 2,03                 | 2,23                 | +9,8%           |
| EBIT                        | 1,80                 | 1,58                 | -12,4%          |
| EBIT-Marge                  | 29,1%                | 19,9%                |                 |
| Periodenüberschuss          | 1,00                 | 1,35                 | +34,9%          |
| Nettomarge                  | 16,2%                | 17,0%                |                 |

*Ergebniskennzahlen im Vorjahresvergleich; Quelle: MeVis*

### *Produktzukauf*

Neben den intensivierten und zunächst noch ergebnisbelastenden Entwicklungsanstrengungen hat MeVis im laufenden Jahr auch den Akquisitionsweg beschritten, um die angestrebte Ausweitung des Produktportfolios zu forcieren. Hierzu wurde im April von Hologic R2 Inc., einer Tochter des Partners Hologic, eine Software zur Auswertung von Computertomographie-Aufnahmen der Lunge (Lungen-CT) erworben, mit der die Produktentwicklung insbesondere im Bereich von Lungenkrebs, dessen Früherkennung für eine erfolgreiche Therapie entscheidend ist, beschleunigt werden soll. Die Software, für die MeVis insgesamt 9 Mio. US-Dollar bezahlt hat bzw. noch teilweise in den nächsten zwei Jahren bezahlen wird, wurde bereits im dritten Quartal von der amerikanischen Konzerntochter unter dem Namen MeVis Visia CT-Lung System eingeführt und hat bereits erste Umsätze generiert. Als Vertriebspartner konnte auch hier die Philipps-Tochter Invivo gewonnen werden.

### *Hologic-Geschäft übernommen*

Von ungleich größerer Tragweite war allerdings die Meldung vom 21. Oktober, mit der MeVis die Herauslösung und die vollständige Übernahme des Hologic-Geschäfts bekannt gab, das bisher in dem zusammen mit Siemens gehaltenen Joint-Venture angesiedelt war. Nach Unternehmensinformationen umfasst die Transaktion sämtliche Vermögenswerte (darunter 4 Mio. Euro Barreserven) und Mitarbeiter des Gemeinschaftsunternehmens, die bisher auf das Geschäft mit Hologic entfielen. Diese werden nun zu 100 Prozent bei der Konzernmutter konsolidiert, so dass MeVis nun vollumfänglich an den mit Hologic erzielten Umsätzen partizipiert. Als Preis wurden maximal 17,5 Mio. Euro vereinbart, die allerdings in mehreren erfolgsabhängigen Zahlungen bis 2015 erbracht werden müssen. Neben dem unmittelbaren Konsolidierungseffekt betont das Unternehmen nun die strategischen Optionen, sowohl das Geschäft mit Siemens, das nun über die Mammographie hinaus in MeVis BreastCare konzentriert werden soll, als auch die gemeinsamen Aktivitäten mit Hologic noch intensiver ausweiten zu können.

### *Weitere Akquisitionen zu erwarten*

Dank der Einnahmen aus dem im November letzten Jahres durchgeführten Börsengang, der brutto (vor IPO-Kosten) 28,6 Mio. Euro in die Kassen spülte, verfügt MeVis auch nach diesen beiden Transaktionen noch über einen ausreichenden finanziellen Spielraum, um – wie bereits anlässlich des IPO angekündigt – das Wachstum durch Zukäufe zu forcieren. Diesem Zweck sollen auch die Aktien dienen, die das Unternehmen im Zuge der im laufenden Jahr initiierten Aktienrückkaufprogramme erworben hat und die sich nach Abschluss der Maßnahmen auf 10 Prozent des Grundkapitals belaufen dürften. Damit haben die Bremer nicht nur zu Gunsten der eigenen Aktionäre dem zwischenzeitlichen Kursverfall entgegengewirkt, sondern sich auch die strategische Möglichkeit eröffnet, bei sich bietenden Kaufgelegenheiten schnell handeln zu können. Angesichts der infolge der allgemeinen Börsenschwäche derzeit moderaten Bewertungen ist

deswegen davon auszugehen, dass MeVis schon in relativ kurzer Zeit das Umfeld für weitere antizyklische Zukäufe nutzen wird.

### *Planmäßiger Vorstandswechsel*

Als jüngsten Erfolg konnte MeVis vermelden, mit Herrn Seefeldt einen adäquaten Nachfolger für den zum Jahresende planmäßig und vertragsgemäß ausscheidendem Finanzvorstand Dr. Olaf Sieker gefunden zu haben. Der neue Leiter des Finanzressorts blickt nach Unternehmensangaben auf über 20 Jahre Berufserfahrungen in leitenden Finanzen- und Controllingfunktionen zurück, von denen er die letzten zehn Jahre als Finanzvorstand von wachstumsstarken Softwareunternehmen verbracht hat. Um einen nahtlosen Übergang zu gewährleisten, wird Dr. Sieker dem Unternehmen aber weiterhin beratend zur Seite stehen.

## **Bewertung**

### *Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von MeVis ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,1 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,2 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der sehr geringen Korrelation der MeVis-Aktie zum Gesamtmarkt nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Grundsätzlich erscheint uns das Geschäftsmodell nicht besonders schwankungsanfällig, insbesondere der Outsourcingbereich könnte zukünftig für einen sehr berechenbaren Einnahmenstrom sorgen. Im Moment halten wir allerdings die Basis an eingeführten und markterprobten Produkten noch für vergleichsweise schmal, weswegen in diesem Punkt noch ein erhöhtes Risiko zu konstatieren ist. Auch bedingt der für ein Unternehmen dieser Größe hohe Entwicklungsaufwand ein entsprechendes Rückschlagspotenzial, falls einzelne Projekte nicht zu dem gewünschten Erfolg führen sollten. In Summe halten wir einen geringen Risikozuschlag für gerechtfertigt, der in einem Betafaktor von 1,3 zum Ausdruck kommt. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,1 Prozent.

### *Umsatz- und Ertragsprung nach Zukauf*

Nach der Übernahme des gesamten, bislang nur zu 51 Prozent konsolidierten Hologic-Geschäfts hat das Management für das kommende Jahr eine deutliche Steigerung von Umsatz und Ergebnis in Aussicht gestellt. Bedingt hauptsächlich durch den Konsolidierungseffekt, aber auch auf Basis einer weiteren organischen Expansion rechnet MeVis mit Erlösen von 19 Mio. Euro und einem EBIT von

6,5 Mio. Euro. Demgegenüber soll die Transaktion wegen des späten Konsolidierungszeitpunktes für das laufende Jahr keine gravierende Rolle spielen.

**Unterstützung durch Dollarentwicklung**

Dementsprechend dürfte sich der diesjährige Umsatz auf dem Niveau der bisherigen Unternehmensprognose von etwa 10 Mio. Euro bewegen. Herunter gebrochen auf das Schlussvierteljahr wäre das gleichbedeutend mit Quartalerlösen von rund 2 Mio. Euro, einer Zunahme von fast 18 Prozent zum Vorjahr. Neben den in der zweiten Jahreshälfte erfolgten Produktneueinführungen sollte dazu auch die kräftige Dollaraufwertung beitragen, die sich in einer – rechnerischen – Erhöhung der in Euro ausgewiesenen US-Umsätze niederschlagen dürfte. Bei inzwischen weitgehend abgeschlossenem Personalaufbau und infolgedessen deutlich stabileren Kostenstrukturen dürfte sich der Umsatzanstieg positiv im Ergebnis auswirken, das wir für das Schlussvierteljahr bei knapp 0,4 Mio. Euro ansetzen. Im Gesamtjahr sollte MeVis somit rund 10 Mio. Euro umsetzen und dabei einen Überschuss von 1,7 Mio. Euro erwirtschaften.

**Wachstumsbeschleunigung durch Produkteinführungen**

Für 2009 unterstellen wir im Einklang mit der unternehmensseitigen Projektion einen Umsatzanstieg auf 19 Mio. Euro, bleiben aber hinsichtlich der Ergebnisentwicklung geringfügig konservativer und unterstellen ein EBIT von 5,7 Mio. Euro. Nach der Berücksichtigung des Finanzergebnisses und der Steuern rechnen wir mit einem Nettoüberschuss von 4,2 Mio. Euro. Die damit korrespondierende beeindruckende Nettomarge von 22 Prozent lassen wir in unseren Projektionen für die Folgejahre noch weiter anwachsen (auf maximal 25 Prozent), womit wir unsere Erwartung einer erfolgreichen Einführung mehrerer derzeit in der Entwicklung befindlichen Produkte und der daraus resultierenden dynamischen Lizenzverkäufe ausdrücken. Anschließend lassen wir allerdings sowohl die Wachstumsraten als auch die unterstellten Renditen deutlich abschmelzen, teils vorsichtsbedingt, teils aus der Annahme heraus, dass eine derartig hohe Profitabilität früher oder später Begehrlichkeiten auf Seiten der Kunden weckt und / oder Konkurrenten anzieht. In Summe führt dies zu dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

| Geschäftsjahr (endet 31.12.)   | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015         |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Nettoerträge (Mio. EUR)</b> | <b>10.0</b> | <b>19.0</b> | <b>24.7</b> | <b>30.9</b> | <b>37.1</b> | <b>42.6</b> | <b>49.0</b> | <b>56.3</b>  |
| Wachstum                       |             | 90.0%       | 30.0%       | 25.0%       | 20.0%       | 15.0%       | 15.0%       | 15.0%        |
| Nettorendite                   | 17.3%       | 22.0%       | 25.0%       | 23.0%       | 22.0%       | 21.0%       | 20.0%       | 19.0%        |
| <b>Gewinn (Mio. EUR)</b>       | <b>1.73</b> | <b>4.18</b> | <b>6.18</b> | <b>7.10</b> | <b>8.15</b> | <b>8.95</b> | <b>9.80</b> | <b>10.71</b> |
| Gewinnwachstum                 |             | 142%        | 47.7%       | 15.0%       | 14.8%       | 9.8%        | 9.5%        | 9.3%         |

**Fairer Wert 58,49 Euro je Aktie**

Im Anschluss an den in der Tabelle abgebildeten Detailprognosezeitraum rechnen wir mit einer „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent. Hieraus resultiert ein Ertragswert von 106,4 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 58,49 Euro, wobei wir hierfür die Gesamtaktienzahl von 1,82 Mio. Stück unterstellt haben.

Auf die Korrektur um die im Eigenbesitz befindlichen Papiere, die sich nach Abschluss des derzeit laufenden Aktienrückkaufprogramms auf 10 Prozent des Gesamtbestandes belaufen dürften, haben wir in diesem Fall verzichtet, weil die erworbenen Stücke explizit nicht eingezogen, sondern für etwaige Zukäufe vorgehalten werden sollen. Doch auch ohne diese Korrektur liegt der von uns ermittelte faire Wert rund 60 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

MeVis Medical Solutions gehört zu den Firmen, die den Politikern als ein Musterbeispiel der wissensbasierten Elite der deutschen Wirtschaft dienen könnten. Als eine Unternehmensgründung aus dem universitären Umfeld haben die Bremer mit ihrer Software für bildgebende medizinische Verfahren eine äußerst attraktive Nische besetzt, in der sie in einem Teilgebiet, der digitalen Mammographie, bereits die Weltmarktführerschaft erlangen konnten. Die in der Vergangenheit erzielten Wachstumsraten und Margen verdeutlichen dabei die hohen Potenziale des überzeugenden Geschäftsmodells, das zudem noch erhebliche Wachstumsreserven bietet. Um diese zu realisieren, hat MeVis in den letzten zwei Jahren verstärkt in die Entwicklung neuer Produkte investiert. Eine Vorleistung, die zusammen mit der jüngst vollzogenen Übernahme eines Geschäftsbereichs des zusammen mit Siemens betriebenen Joint-Ventures für eine weiterhin überdurchschnittliche Performance sorgen dürfte. Nach unserem Bewertungsmodell wären die hieraus zu erwartenden Erträge erst bei einem Aktienkurs von 58,49 Euro angemessen bezahlt. Angesichts des damit verbundenen Kurspotenzials von 60 Prozent und des insgesamt überzeugenden Gesamteindrucks vergeben wir für die Aktie das Urteil „Kaufen“.

## Über Performaxx

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

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

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

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

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

Internet: <http://www.performaxx.de>  
E-Mail: [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

### Haftungsausschluss

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

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

### Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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

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

| Datum der Veröffentlichung    | Kurs bei Veröffentlichung | Anlageurteil |
|-------------------------------|---------------------------|--------------|
| (keine, Erstveröffentlichung) |                           |              |

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

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

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

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

### Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.