

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 30,00 (alt: 30,00)

Kurs EUR 23,30
Bloomberg M3V GR
Reuters M3VG
Branche Software

Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin



Aktien Daten: 18.01.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 40,6 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 39,3 Mio.
Buchwert: EUR 33,4 Mio.
Aktienanzahl: 1,7 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 24,6 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 38,0 %
 Professor Dr. Heinz-Otto Peitgen 19,4 %
 Dr. Carl J. G. Evertsz 19,4 %
 Dr. Hartmut Jürgens 16,5 %
 MeVis Medical Solutions AG 6,7 %

Termine:
 Zahlen 2009 23.04.10
 Zahlen Q1 18.05.10
 Zahlen Q2 30.08.10
 Zahlen Q3 22.11.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	13,9	0	17,0	0	20,7	0
EBIT	1,3	0	2,2	0	4,6	0
EPS	0,44	0	0,59	0	1,43	0

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 19.01.2010
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 ellmann@ses.de

Kleine strategische Erweiterung

Am 18.01.10 gab die MeVis Medical Solutions eine strategische Kooperation mit der Medis Medical imaging systems bv bekannt. In Verbindung mit dieser Kooperation steht die Übernahme von 14% an medis mit der Option einer vollständigen Übernahme bis 2011. Die 1989 gegründete Medis verkauft (wie MeVis) Software für Bildgebung, allerdings im Herz-Kreislaufsystem (kardiovaskuläre Erkrankungen). Die Produktfamilien QAngio(R) XA zur Gefäßanalyse von Koronararterien in so genannten Angiogrammen und QMass(R) MR zur Herzanalyse mittels Magnetresonanztomographie sind erfolgreich am Markt etabliert und von den Gesundheitsbehörden zugelassen. Über Umsatz und Ertrag der Medis wurde nichts bekannt und auch über die Eckdaten der Transaktion wurde Stillschweigen vereinbart. Nach Unternehmensangaben ist die Transaktion jedoch relativ klein und hat keine wesentlichen bilanziellen Folgen (Konsolidierung at Equity). Die Kooperation ist vor allem strategisch von Bedeutung:

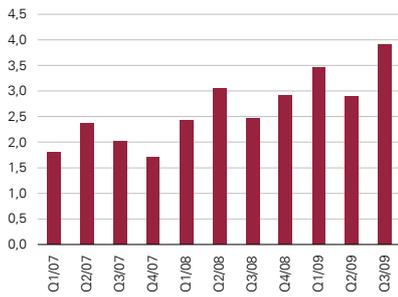
- **Gemeinsame Kundenerschließung:** Medis hat Zugang zu vielen wichtigen Kunden (GE, Toshiba, Hitachi, Agfa, Sectra, Vital Images) und vor allem zum japanischen Markt (Goodman). Die Produkte von MeVis und Medis sind dabei komplementär. Hier können sich Cross-Selling-Potenziale ergeben.
- **Gemeinsame Plattformnutzung:** Medis wird für die künftigen Produktgenerationen die Plattformtechnologien der Mevis nutzen (MeVisAP / MeVisLAB). Damit wird die MeVis Basistechnologie mittelfristig auch im kardiovaskulären Bereich Anwendung finden. Da üblicherweise Teile der Lizenzerlöse der Plattformtechnologie zugerechnet werden, ergibt sich für MeVis hier zusätzliches Absatzpotenzial.
- **Wertvolle Beteiligung:** Die Medis hat 50 hochqualifizierte Mitarbeiter und einen exzellenten Marktzugang im Bereich der Kardiologen. In den nächsten Jahren kann sich Medis, auch durch die Unterstützung der wesentlich größeren MeVis zu einer wertvollen Beteiligung entwickeln, da zusammen bestimmte Technologien vorangetrieben und abgestimmt Märkte erschlossen werden können.

Auf die Gewinnschätzungen hat die Transaktion zunächst keinen Einfluss. Auch der DCF-Wert bleibt unverändert. Die Aktie wird weiterhin mit „Kaufen“ eingestuft. Das Kursziel liegt bei EUR 30.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	4,0	8,3	7,9	10,8	13,9	17,0	20,7
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	125,6 %	111,0 %	-5,4 %	37,4 %	28,2 %	22,0 %	22,0 %
Rohhertrag	3,8	7,9	7,2	12,4	16,4	19,4	23,0
<i>Rohhertragsmarge</i>	95,9 %	94,9 %	91,8 %	114,5 %	118,3 %	114,2 %	111,0 %
EBITDA	1,7	5,0	0,9	1,8	4,0	6,7	9,3
<i>EBITDA-Marge</i>	42,0 %	59,9 %	11,9 %	16,2 %	28,4 %	39,5 %	45,0 %
EBIT	1,5	4,7	0,5	0,7	1,3	2,2	4,6
<i>EBIT-Marge</i>	37,2 %	56,8 %	6,3 %	6,1 %	9,4 %	13,0 %	22,0 %
Jahresüberschuss	-0,8	2,9	0,1	2,1	0,8	1,0	2,5
EPS	-16,92	5,44	0,17	1,21	0,44	0,59	1,43
Free Cash Flow je Aktie	27,30	7,68	-5,00	-0,64	-0,35	0,62	1,57
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,48
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8 %	2,1 %
EV/Umsatz	10,1	4,8	5,0	3,7	2,9	2,3	1,8
EV/EBITDA	24,0	8,0	42,4	22,6	10,2	5,9	4,0
EV/EBIT	27,0	8,4	80,2	59,8	30,8	17,8	8,1
KGV	n.m.	4,3	137,1	19,3	53,0	39,5	16,3
ROCE	66,2 %	117,3 %	2,6 %	1,5 %	2,6 %	4,8 %	10,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	12,1 %	1,9 %	3,9 %	9,2 %	16,3 %	24,5 %

Entwicklung Umsatz

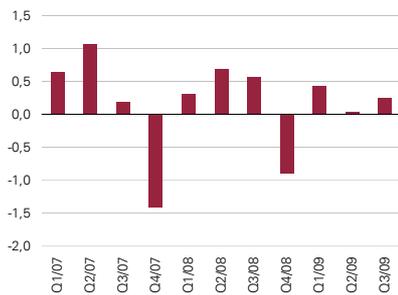
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Entwicklung EBIT

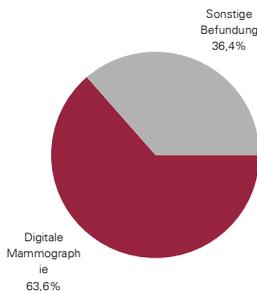
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Umsatz nach Geschäftsbereichen

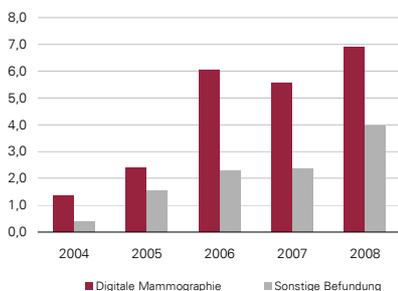
2008



Quelle: MeVis Medical Solutions

Umsatzaufteilung nach Bereichen

in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Unternehmenshintergrund

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

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

Wettbewerbsqualität

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

- **Exzellente Mitarbeiter:** Basis für die erstklassige Expertise des Unternehmens bildet die wissenschaftliche Exzellenz des 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.
- **Partnerschaften mit führenden Geräteherstellern:** MeVis pflegt Partnerschaften mit den weltweit führenden Medizintechnik-OEMs. Beispielhaft sind hier folgende zu nennen: Zusammen mit Siemens werden führende Produkte im Bereich Digitaler Mammographie vermarktet. Der wichtigste Anbieter digitaler Mammographiegeräte (Hologic) nutzt ausschließlich MeVis Software für ihre digitalen Mammographie-Workstations. Des Weiteren gibt es eine Kooperation mit 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.

Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	4,0	8,3	7,9	10,8	13,9	17,0	20,7
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	1,9	3,0	3,0	3,0
Gesamtleistung	4,0	8,3	7,9	12,8	16,9	20,0	23,7
Materialaufwand	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	0,6	0,7
Rohertrag	3,8	7,9	7,2	12,4	16,4	19,4	23,0
Personalaufwendungen	1,4	2,3	4,2	7,7	10,1	10,6	11,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,9	1,2	1,1	1,3	1,5	1,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	1,5	3,3	4,1	3,6	3,6	4,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,7	5,0	0,9	1,8	4,0	6,7	9,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6
EBITA	1,6	4,9	0,7	1,4	3,5	6,2	8,7
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,7	2,2	4,0	4,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,5	4,7	0,5	0,7	1,3	2,2	4,6
Zinserträge	0,0	0,1	0,2	1,1	0,8	0,3	0,1
Zinsaufwendungen	0,4	0,3	0,1	0,3	1,1	1,1	1,1
Finanzergebnis	-0,4	-0,3	0,0	2,0	-0,3	-0,8	-1,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,1	4,5	0,5	2,7	1,0	1,4	3,6
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,1	4,5	0,5	2,7	1,0	1,4	3,6
Steuern gesamt	0,1	1,5	0,4	0,6	0,3	0,3	1,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,0	2,9	0,1	2,1	0,8	1,0	2,5
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,0	2,9	0,1	2,1	0,8	1,0	2,5
Minority interest	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-0,8	2,9	0,1	2,1	0,8	1,0	2,5

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

Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %						
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	17,9 %	21,6 %	17,7 %	14,5 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	117,9 %	121,6 %	117,7 %	114,5 %
Materialaufwand	4,1 %	5,1 %	8,2 %	3,4 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %
Rohertrag	95,9 %	94,9 %	91,8 %	114,5 %	118,3 %	114,2 %	111,0 %
Personalaufwendungen	35,3 %	27,9 %	53,2 %	70,7 %	72,8 %	62,7 %	54,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,7 %	10,8 %	15,0 %	9,8 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,3 %	17,9 %	41,6 %	37,4 %	26,0 %	21,0 %	21,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %						
EBITDA	42,0 %	59,9 %	11,9 %	16,2 %	28,5 %	39,5 %	45,1 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9 %	1,5 %	2,8 %	3,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
EBITA	40,1 %	58,4 %	9,1 %	12,6 %	25,5 %	36,5 %	42,1 %
Abschreibungen auf iAV	2,8 %	1,5 %	2,8 %	6,5 %	16,0 %	23,5 %	20,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	37,2 %	56,8 %	6,3 %	6,1 %	9,5 %	13,0 %	22,1 %
Zinserträge	0,2 %	0,8 %	2,5 %	9,7 %	5,8 %	1,5 %	0,5 %
Zinsaufwendungen	9,9 %	4,0 %	1,7 %	3,0 %	7,9 %	6,5 %	5,3 %
Finanzergebnis	-10,0 %	-3,2 %	-0,1 %	18,8 %	-2,2 %	-4,9 %	-4,8 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	27,2 %	53,7 %	6,2 %	25,0 %	7,3 %	8,1 %	17,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	27,2 %	53,7 %	6,2 %	25,0 %	7,3 %	8,1 %	17,2 %
Steuern gesamt	2,2 %	18,5 %	4,5 %	5,5 %	1,8 %	2,0 %	5,2 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	25,0 %	35,2 %	1,7 %	19,5 %	5,5 %	6,0 %	12,1 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	25,0 %	35,2 %	1,7 %	19,5 %	5,5 %	6,0 %	12,1 %
Minority interest	46,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-21,4 %	35,2 %	1,7 %	19,5 %	5,5 %	6,0 %	12,1 %

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	1,4	26,9	28,3	28,0	27,5
davon übrige imm. VG	0,3	0,4	1,2	10,1	11,5	11,2	10,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,1	16,7	16,7	16,7	16,7
Sachanlagen	0,1	0,3	0,4	1,4	1,3	1,1	0,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,4	0,7	1,8	28,3	29,5	29,1	28,4
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,0	1,9	2,6	2,3	2,3	2,8	3,4
Sonstige Vermögensgegenstände	0,6	1,1	2,7	8,5	8,5	8,5	8,5
Liquide Mittel	2,0	5,4	28,5	20,3	14,5	10,6	10,0
Umlaufvermögen	3,7	8,4	33,8	31,3	25,5	22,1	22,1
Bilanzsumme (Aktiva)	4,1	9,1	35,6	59,6	55,0	51,1	50,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,0	0,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	0,0	28,3	28,4	28,4	28,4	28,4
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,8	4,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	2,6	0,7	2,4	2,4	2,4	2,1
Buchwert	-0,3	2,7	30,8	32,6	33,4	34,4	36,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	-0,3	2,7	30,8	32,6	33,4	34,4	36,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,2	2,0	2,9	19,4	14,3	9,3	6,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,3	0,4	0,7	1,0	0,8	0,9	1,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	3,9	1,2	6,3	6,3	6,3	6,3
Verbindlichkeiten	4,4	6,5	4,8	27,0	21,6	16,7	13,9
Bilanzsumme (Passiva)	4,1	9,1	35,6	59,6	55,0	51,1	50,5

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,9 %	4,3 %	3,9 %	45,1 %	51,4 %	54,7 %	54,5 %
davon übrige imm. VG	7,9 %	4,3 %	3,5 %	17,0 %	21,0 %	22,0 %	21,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,4 %	28,1 %	30,4 %	32,7 %	33,1 %
Sachanlagen	3,0 %	3,2 %	1,1 %	2,4 %	2,3 %	2,2 %	1,8 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	10,9 %	7,4 %	5,1 %	47,5 %	53,7 %	56,9 %	56,3 %
Vorräte	0,4 %	0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,4 %	20,6 %	7,3 %	3,9 %	4,2 %	5,5 %	6,7 %
Sonstige Vermögensgegenstände	14,9 %	12,0 %	7,5 %	14,3 %	15,5 %	16,7 %	16,9 %
Liquide Mittel	49,4 %	59,7 %	80,0 %	34,0 %	26,4 %	20,8 %	19,9 %
Umlaufvermögen	89,1 %	92,6 %	94,8 %	52,5 %	46,3 %	43,2 %	43,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %						
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,0 %	0,6 %	5,1 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,6 %
Kapitalrücklage	0,0 %	0,0 %	79,4 %	47,6 %	51,6 %	55,5 %	56,2 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	3,5 %	8,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-6,9 %	28,6 %	1,9 %	4,1 %	4,4 %	4,8 %	4,2 %
Buchwert	-6,9 %	29,2 %	86,4 %	54,7 %	60,7 %	67,3 %	72,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	-6,9 %	29,2 %	86,4 %	54,7 %	60,7 %	67,3 %	72,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	10,7 %	0,8 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	78,2 %	21,9 %	8,1 %	32,6 %	26,1 %	18,3 %	12,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,3 %	4,8 %	1,8 %	1,7 %	1,5 %	1,8 %	2,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10,7 %	43,3 %	3,4 %	10,5 %	11,4 %	12,3 %	12,4 %
Verbindlichkeiten	106,8 %	70,9 %	13,5 %	45,3 %	39,3 %	32,8 %	27,6 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %						

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

Kapitalflussrechnung	MeVis	Medical					
Solutions							
in EUR Mio.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,4	4,5	-2,7	0,6	0,8	1,0	2,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,7	2,2	4,0	4,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,3	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,8	4,2	-2,3	3,2	3,4	5,5	7,3
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,9	-0,3	-1,2	-0,6	0,0	-0,5	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,9	0,7	1,0	0,4	-0,2	0,1	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,8	4,6	-2,5	2,9	3,3	5,1	6,9
CAPEX	-0,4	-0,4	-1,4	-4,0	-3,9	-4,0	-4,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,1	-0,2	-4,5	-5,1	-5,0	-3,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-0,1	-5,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,4	-0,3	-1,6	-13,5	-9,0	-9,0	-7,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-0,9	-0,3	-0,4	-5,1	-5,0	-3,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	-2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	2,0	0,0	5,1	5,0	3,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	-0,9	27,1	-2,6	0,0	0,0	-0,3
Veränderung liquide Mittel	1,4	3,4	23,0	-13,2	-5,7	-3,9	-0,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,0	5,4	28,5	15,3	9,5	2,6	2,0

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

Kennzahlen MeVis Medical Solutions

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	58,0 %	40,1 %	88,1 %	101,7 %	93,1 %	78,2 %	69,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	152.039	157.396	85.783	59.912	63.996	70.978	78.721
EBITDA je Mitarbeiter	63.808	94.226	10.207	9.707	18.204	28.038	35.462
EBIT-Marge	37,2 %	56,8 %	6,3 %	6,1 %	9,4 %	13,0 %	22,0 %
EBITDA / Operating Assets	197,5 %	304,9 %	40,0 %	61,1 %	137,5 %	215,7 %	282,5 %
ROA	-189,7 %	434,2 %	7,3 %	7,5 %	2,6 %	3,5 %	8,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	32,4	29,1	19,8	7,7	10,9	15,3	23,0
Operating Assets Turnover	4,7	5,1	3,4	3,8	4,8	5,5	6,3
Capital Employed Turnover	1,2	1,8	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	66,2 %	117,3 %	2,6 %	1,5 %	2,6 %	4,8 %	10,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	74,6 %	123,6 %	4,9 %	4,1 %	7,9 %	14,6 %	21,4 %
ROE	300,0 %	110,6 %	0,4 %	6,5 %	2,3 %	3,0 %	6,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	109,1 %	247,6 %	0,8 %	6,7 %	2,3 %	3,0 %	7,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-127,3 %	247,6 %	0,8 %	6,7 %	2,3 %	3,0 %	7,0 %
ROIC	28,7 %	58,0 %	0,4 %	3,9 %	1,5 %	2,2 %	5,5 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	1,2	-3,4	-25,6	-0,8	-0,2	-1,3	-3,7
Net Gearing	-418,4 %	-129,4 %	-83,1 %	-2,5 %	-0,6 %	-3,7 %	-10,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	-8,8 %	133,0 %	1063,6 %	167,8 %	232,7 %	368,3 %	576,9 %
Current ratio	0,9	1,3	7,1	1,2	1,2	1,3	1,6
Acid Test Ratio	0,8	1,3	7,0	1,2	1,2	1,3	1,6
EBITDA / Zinsaufwand	4,2	15,1	6,9	5,5	3,6	6,1	8,5
Netto Zinsdeckung	3,8	18,0	n.a.	n.a.	4,4	2,6	4,6
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,4	4,1	-3,8	-1,1	-0,6	1,1	2,7
Free Cash Flow / Umsatz	34,5 %	49,7 %	-48,7 %	-10,2 %	-4,4 %	6,4 %	13,2 %
Adj. Free Cash Flow	-0,2	4,8	0,8	1,5	3,7	6,4	9,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	25,9 %	30,0 %	3,0 %	1,0 %	17,1 %	29,4 %	33,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-161,3 %	141,3 %	-2912,9 %	-52,5 %	-81,1 %	105,3 %	109,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,5 %	1,8 %	1,2 %	4,3 %	4,6 %	2,1 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	14,2 %	12,7 %	5,6 %	2,9 %	6,5 %	9,3 %	14,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,3 %	33,5 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	10,0 %	5,4 %	18,8 %	83,2 %	27,9 %	23,8 %	19,9 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	2,3 %	2,3 %	2,0 %	1,6 %	1,6 %	1,3 %
CAPEX / Abschreibungen	211,2 %	176,7 %	334,3 %	825,8 %	146,8 %	89,9 %	86,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	15,9 %	13,7 %	20,9 %	15,7 %	11,0 %	10,6 %	10,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	333,3 %	427,6 %	397,7 %	225,9 %	287,5 %	311,1 %	309,1 %
Inventory processing period (Tage)	1,7	1,3	0,4	5,2	1,8	1,8	1,8
Receivables collection period (Tage)	92,3	82,0	120	78,9	60,0	60,0	60,0
Payables payment period (Tage)	27,7	19,2	30,2	34,9	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	66,3	59,1	90,1	49,2	41,8	41,8	41,8
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8 %	2,1 %
P/B	neg.	15,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
EV/sales	10,1	4,8	5,0	3,7	2,9	2,3	1,8
EV/EBITDA	24,0	8,0	42,4	22,6	10,2	5,9	4,0
EV/EBIT	27,0	8,4	80,2	59,8	30,8	17,8	8,1
EV/FCF	29,2	9,6	n.m.	n.m.	n.m.	36,4	13,5
P/E	n.m.	4,3	137,1	19,3	53,0	39,5	16,3
P/CF	22,4	9,6	neg.	12,7	11,9	7,4	5,6
Adj. Free Cash Flow Yield	4,6 %	10,6 %	n.a.	8,0 %	8,4 %	14,0 %	19,7 %

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

Free Cash Flow Yield - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	-0,8	2,9	0,1	2,1	0,8	1,0	2,5
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,3	0,4	1,1	2,6	4,5	4,8
- Zinsergebnis (netto)	-0,4	-0,3	0,0	2,0	-0,3	-0,8	-1,0
+ Steuern	0,1	1,5	0,4	0,6	0,3	0,3	1,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	-0,2	4,8	0,8	1,5	3,7	6,4	9,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-0,4%	12,1%	1,9%	3,9%	9,2%	16,3%	24,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	39,8	39,8	39,8	39,8	40,4	39,3	36,9
= Fairer Enterprise Value	-	48,0	7,6	15,4	37,4	64,2	90,4
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,2	-1,3	-3,7
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	-	48,8	8,4	16,2	37,5	65,5	94,1
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	28,01	4,81	9,32	21,55	37,60	54,04
Premium (-) / Discount (+) in %	-	20,2%	-79,4%	-60,0%	-7,5%	61,4%	131,9%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	21,65	3,80	7,27	16,60	29,09	42,05
	12,0%	-	23,42	4,08	7,84	17,97	31,45	45,38
Fairer	11,0%	-	25,51	4,41	8,51	19,60	34,25	49,32
Free Cash Flow	10,0%	-	28,01	4,81	9,32	21,55	37,60	54,04
Yield	9,0%	-	31,08	5,29	10,30	23,93	41,70	59,81
	8,0%	-	34,91	5,90	11,53	26,91	46,82	67,02
	7,0%	-	39,83	6,67	13,12	30,74	53,41	76,30

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

DCF Modell - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	13,9	17,0	20,7	23,8	26,2	28,8	31,7	34,8	36,6	38,4	40,3	42,3	43,6	44,9
Veränderung	28,2%	22,0%	22,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBIT	1,3	2,2	4,6	5,9	6,5	7,2	9,5	10,5	11,0	11,5	12,1	14,8	15,3	15,7
EBIT-Marge	9,4%	13,0%	22,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Steuerquote	25,0%	25,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	1,0	1,7	3,2	3,9	4,3	4,7	6,2	6,8	7,1	7,5	7,9	9,6	9,9	10,2
Abschreibungen	2,6	4,5	4,8	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,6	2,2
in % vom Umsatz	19,0%	26,5%	23,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,1	-0,4	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,9	-4,0	-4,1	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,7	-3,5	-3,2	-3,0	-2,6	-2,2
Investitionsquote	27,9%	23,8%	19,9%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,4	1,7	3,4	2,2	3,8	4,2	5,7	6,3	6,8	7,2	7,5	9,3	9,7	10,0

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,68%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	3,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	33,2	Sondereffekte	16,0
Terminal Value	33,9		
Verbindlichkeiten	-19,5		
Liquide Mittel	20,3	Aktienzahl (Mio.)	1,74
Eigenkapitalwert	51,9	Wert je Aktie (EUR)	29,83

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

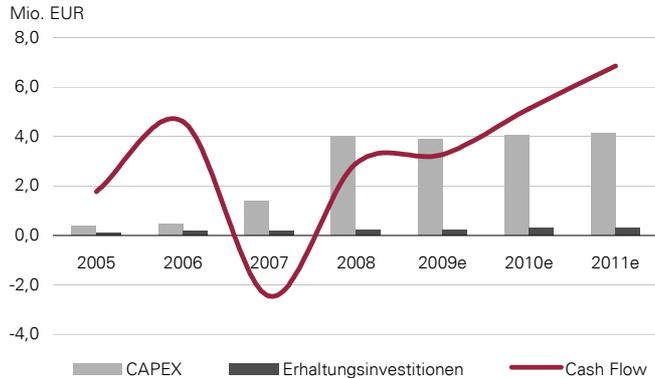
WACC	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%
11,68%	23,16	23,54	23,95	24,38	24,83	25,31	25,82
11,18%	25,48	25,94	26,42	26,93	27,47	28,05	28,67
10,93%	26,75	27,25	27,77	28,33	28,93	29,57	30,25
10,68%	28,10	28,64	29,22	29,83	30,49	31,19	31,94
10,43%	29,54	30,13	30,76	31,44	32,16	32,94	33,77
10,18%	31,07	31,72	32,42	33,16	33,96	34,82	35,74
9,68%	34,46	35,25	36,10	37,01	38,00	39,06	40,21

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,68%	22,55	23,16	23,77	24,38	24,98	25,59	26,20
11,18%	24,99	25,63	26,28	26,93	27,58	28,22	28,87
10,93%	26,33	27,00	27,66	28,33	29,00	29,67	30,34
10,68%	27,76	28,45	29,14	29,83	30,52	31,22	31,91
10,43%	29,29	30,01	30,72	31,44	32,15	32,87	33,59
10,18%	30,94	31,68	32,42	33,16	33,90	34,65	35,39
9,68%	34,61	35,41	36,21	37,01	37,81	38,61	39,41

Quelle: SES Research

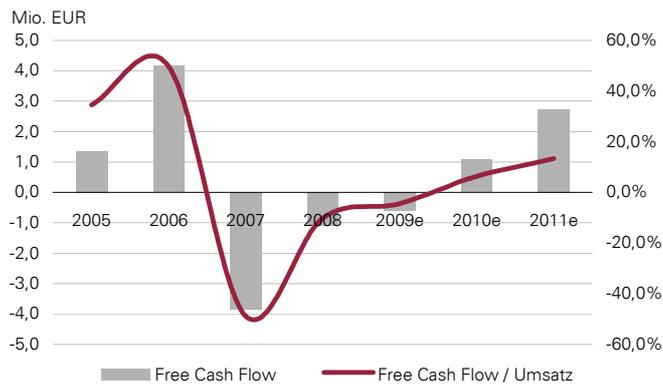
Investitionen und Cash Flow - MeVis Medical Solutions



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

- CAPEX nehmen aufgrund erheblicher Produktentwicklungen stark zu
- Erhaltungsinvestitionen sind bei Softwareunternehmen von untergeordneter Bedeutung

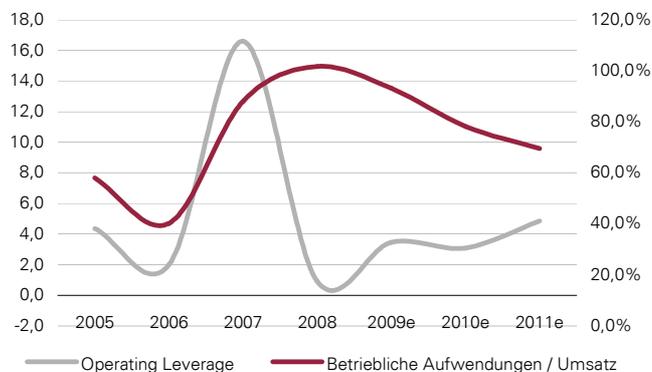
Free Cash Flow Generation - MeVis Medical Solutions



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

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

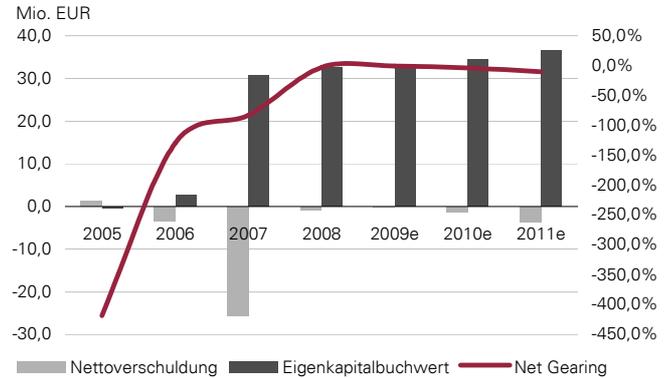
Operating Leverage - MeVis Medical Solutions



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

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

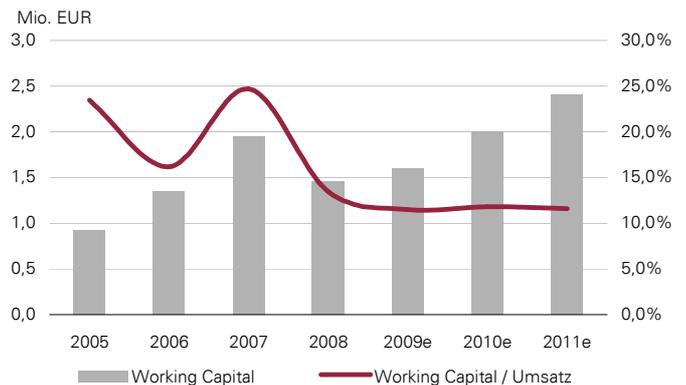
Bilanzqualität - MeVis Medical Solutions



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

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

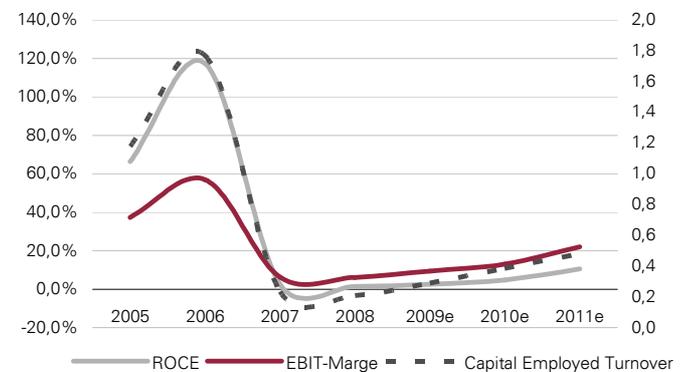
Working Capital - MeVis Medical Solutions



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

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

ROCE Entwicklung - MeVis Medical Solutions



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

- ROCE und EBIT-Marge vor dem IPO basisbedingt wenig aussagekräftig
- Langfristig Erhöhung/Skalierung der EBIT-Marge erwartet

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, Geschäftsleitung 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- Zwischen M.M.Warburg & CO KGaA und diesem Unternehmen besteht eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder hat in den letzten 12 Monaten bestanden aus der eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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

M.M.Warburg & CO KGaA und 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.

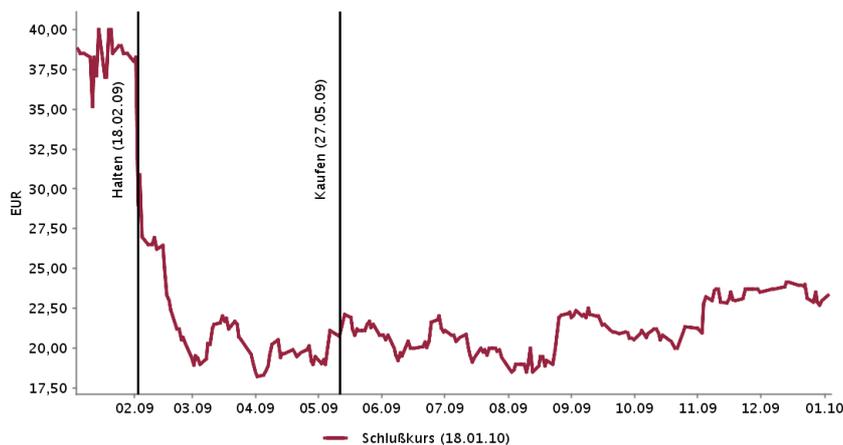
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	53%
Halten	63	31%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	205	

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	80	61%
Halten	34	26%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	11	8%
Gesamt	131	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
MeVis Medical Solutions AG am 19.01.10**



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

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	Fabrice Farigoule Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com