

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 24,00** (alt: 29,00)

**Kurs** EUR 19,90  
**Bloomberg** M3V GR  
**Reuters** M3VG  
**Branche** Software

**Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin**



Aktien Daten: 30.08.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 34,7 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 32,6 Mio.  
**Buchwert:** EUR 32,1 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 5,6 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 Q3 22.11.10

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	17,0	-11,5	20,7	-15,9	24,4	-15,9
<b>EBIT</b>	2,0	-91,4	4,4	-61,0	5,8	-51,5
<b>EPS</b>	0,52	n.m.	1,36	-78,7	1,95	-63,6

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 01.09.2010  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 ellmann@ses.de

## Es fehlen Lizenzverkäufe neuer Produkte

Am 30.08.10 gab die MeVis Medical Solutions AG die Geschäftszahlen für das zweite Quartal bekannt. Die berichteten Zahlen lagen **unter den Erwartungen**.

MeVis Medical Solutions - Q2 2010									
Angaben in Mio. EUR									
	Q2/10	Q2/10e	Q2/09	yoy	6M/10	6M/10e	6M/09	yoy	
<b>Umsatz</b>	3,6	3,8	2,9	24,1 %	7,3	7,5	6,4	15,0 %	
<b>EBITDA</b>	0,9	1,2	0,6	47,3 %	1,9	2,2	1,7	16,2 %	
<i>Marge</i>	26,2 %	31,6 %	22,0 %		26,3 %	29,0 %	26,0 %		
<b>EBIT</b>	0,0	0,3	0,0	-97,6 %	0,1	0,5	0,5	-68,2 %	
<i>Marge</i>	0,0 %	8,0 %	1,2 %		2,0 %	6,0 %	7,4 %		
<b>EPS in EUR</b>	-0,29	0,14	0,02	-	-0,37	0,06	0,09	-	

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

Besonders problematisch ist diese Unterschreitung, da bereits das Q1 unter den Erwartungen lag und im Q2 erneut **kaum Lizenz Erlöse aus neuen Produktbereichen generiert** worden sind. Der Umsatzanstieg im Jahresvergleich wurde im Wesentlichen mit Produkten im Bereich der „digitalen Mammografie“ erzielt. Hier erhöhte sich der Umsatz um 19% und erreichte im ersten Halbjahr einen Anteil am Umsatz von über 70%. Der Umsatz im Bereich sonstiger Befundung erhöhte sich gerade einmal um 5% obgleich in 2009 zahlreiche neue Bereiche (Neurologie, Lunge, Prostata u.a.) produktseitig erschlossen wurden.

Obwohl die medizinische Relevanz der neu erschlossenen Anwendungsfelder hoch ist und die Produkte der MeVis als führend gelten, sind die Produkterlöse hier stagnierend. Im Bereich Mammografie hingegen entwickelt sich das Geschäft weiter positiv, denn hier profitiert der Lizenzverkauf von einer **starken Vertriebsbeziehung** insbesondere zu Hologic, dem allgemeinen Trend zur Digitalisierung der Mammografie als Investitionstrigger, einer hohen medialen/politischen Relevanz des Themas „Brustkrebs“ (insbesondere in den USA) sowie damit einhergehend einer hohen Untersuchungsintensität („Vorsorgeuntersuchungen“). Diese Faktoren gibt es in den neu erschlossenen Produktbereichen so nicht. Im Bereich Lunge/Neuro/Prostata müssen mühsam neue Vertriebswege erschlossen werden. In Verbindung mit einer geringen Investitionsneigung im Gesundheitssystem führt dies zu einer deutlich unter den Erwartungen liegenden Markterschließung. **In den neuen Prognosen wird ein deutlich geringerer Lizenzverkauf im Bereich der „sonstigen Befundung“ unterstellt. Die Erwartungen werden deutlich gesenkt.**

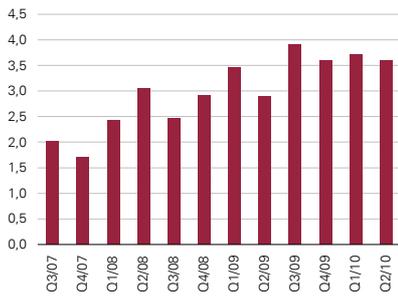
Das Ergebnis der MeVis ist stark von Produktentwicklungskosten (Aktivierung) und dessen Abschreibung geprägt. Ein Indiz für die hohe Ergebnisqualität der MeVis bietet auch der hohe operative Cash-Flow von EUR 3,2 im ersten Halbjahr, dem allerdings hohe Produktentwicklungsinvestitionen entgegenstehen.

Dennoch bleibt der Produktverkauf der neuen Produkte für das weitere Wachstum entscheidend. Für die Jahre 2010ff wird nun lediglich ein moderater Anstieg der Erlöse aus den neuen Produktbereichen unterstellt. **Das Kursziel wird infolge dessen deutlich auf EUR 24 (EUR 29) gesenkt. Das Rating lautet weiter Kaufen.**

Geschäftsjahresende:							
31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	8,3	7,9	10,8	13,9	15,0	17,4	20,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	111,0 %	-5,4 %	37,4 %	27,9 %	8,2 %	16,0 %	18,0 %
<b>Rohertrag</b>	7,9	7,2	12,4	15,7	17,5	19,8	22,8
<i>Rohertragsmarge</i>	94,9 %	91,8 %	114,5 %	113,3 %	116,5 %	113,7 %	111,1 %
<b>EBITDA</b>	5,0	0,9	1,8	4,5	4,7	5,7	7,5
<i>EBITDA-Marge</i>	59,9 %	11,9 %	16,2 %	32,3 %	31,2 %	32,8 %	36,6 %
<b>EBIT</b>	4,7	0,5	0,7	1,6	0,2	1,7	2,8
<i>EBIT-Marge</i>	56,8 %	6,3 %	6,1 %	11,8 %	1,2 %	9,8 %	13,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	2,9	0,1	2,1	0,4	-0,5	0,5	1,2
<b>EPS</b>	5,44	0,17	1,21	0,23	-0,29	0,29	0,71
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	7,68	-5,00	-0,64	0,02	0,82	0,15	0,83
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,10	0,24
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	0,5 %	1,2 %
<b>EV/Umsatz</b>	4,1	4,3	3,1	2,5	2,2	1,8	1,5
<b>EV/EBITDA</b>	6,8	36,2	19,4	7,6	7,0	5,6	4,1
<b>EV/EBIT</b>	7,2	68,6	51,2	20,8	186,3	18,8	11,0
<b>KGV</b>	3,7	117,1	16,4	86,5	n.m.	68,6	28,0
<b>ROCE</b>	125,3 %	2,6 %	1,6 %	3,3 %	0,4 %	4,2 %	7,3 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	14,1 %	2,2 %	4,5 %	12,5 %	13,5 %	16,9 %	23,4 %

**Entwicklung Umsatz**

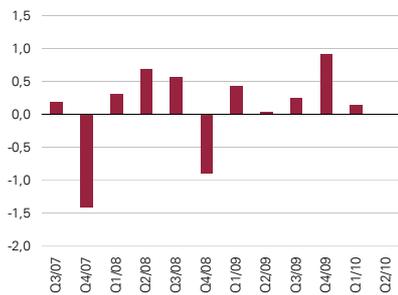
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

**Entwicklung EBIT**

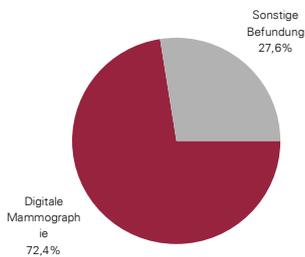
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**

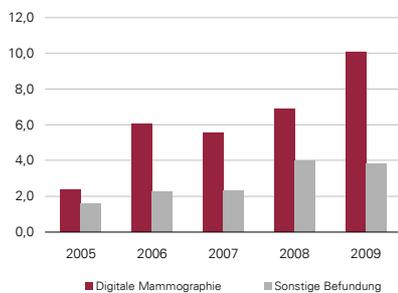
2009



Quelle: MeVis Medical Solutions

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

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>15,0</b>	<b>17,4</b>	<b>20,5</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	1,9	2,3	3,0	3,0	3,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>	<b>18,0</b>	<b>20,4</b>	<b>23,5</b>
Materialaufwand	0,4	0,7	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
<b>Rohertrag</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,7</b>	<b>17,5</b>	<b>19,8</b>	<b>22,8</b>
Personalaufwendungen	2,3	4,2	7,7	9,8	11,0	12,0	12,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,2	1,1	1,8	1,4	1,6	1,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	3,3	4,1	3,3	3,2	3,7	4,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>7,5</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
<b>EBITA</b>	<b>4,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,2	0,7	2,3	4,1	3,5	4,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>
Zinserträge	0,1	0,2	1,1	0,6	0,3	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,1	0,3	1,0	1,1	1,1	1,1
Finanzergebnis	-0,3	0,0	2,0	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>4,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>
Steuern gesamt	1,5	0,4	0,6	0,8	-0,2	0,2	0,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>

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

### Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>						
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	17,9 %	16,6 %	20,0 %	17,2 %	14,6 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>117,9 %</b>	<b>116,6 %</b>	<b>120,0 %</b>	<b>117,2 %</b>	<b>114,6 %</b>
Materialaufwand	5,1 %	8,2 %	3,4 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
<b>Rohertrag</b>	<b>94,9 %</b>	<b>91,8 %</b>	<b>114,5 %</b>	<b>113,3 %</b>	<b>116,5 %</b>	<b>113,7 %</b>	<b>111,1 %</b>
Personalaufwendungen	27,9 %	53,2 %	70,7 %	70,7 %	73,3 %	68,9 %	62,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	10,8 %	15,0 %	9,8 %	13,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,9 %	41,6 %	37,4 %	23,6 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>59,9 %</b>	<b>11,9 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>32,3 %</b>	<b>31,2 %</b>	<b>32,8 %</b>	<b>36,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,5 %	2,8 %	3,6 %	3,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
<b>EBITA</b>	<b>58,4 %</b>	<b>9,1 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>28,4 %</b>	<b>28,2 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>33,6 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,5 %	2,8 %	6,5 %	16,6 %	27,0 %	20,0 %	20,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>56,8 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>1,2 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>13,6 %</b>
Zinserträge	0,8 %	2,5 %	9,7 %	4,3 %	1,8 %	0,6 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	4,0 %	1,7 %	3,0 %	7,2 %	7,3 %	6,3 %	5,4 %
Finanzergebnis	-3,2 %	-0,1 %	18,8 %	-3,4 %	-5,6 %	-5,7 %	-5,1 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>53,7 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>8,6 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>53,7 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>8,6 %</b>
Steuern gesamt	18,5 %	4,5 %	5,5 %	5,6 %	-1,1 %	1,2 %	2,6 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>35,2 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-3,3 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,0 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>35,2 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-3,3 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,0 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>35,2 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-3,3 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,0 %</b>

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

### Bilanz MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	1,4	26,9	27,1	26,7	27,0	26,6
davon übrige imm. VG	0,4	1,2	10,1	10,5	10,2	10,4	10,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,1	16,7	16,6	16,6	16,6	16,6
Sachanlagen	0,3	0,4	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>27,8</b>	<b>27,8</b>	<b>27,2</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,9	2,6	2,3	4,2	2,5	2,9	3,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	2,7	8,5	3,2	3,2	3,2	3,2
Liquide Mittel	5,4	28,5	20,3	15,1	11,5	9,0	7,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>8,4</b>	<b>33,8</b>	<b>31,3</b>	<b>22,7</b>	<b>17,4</b>	<b>15,2</b>	<b>14,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>9,1</b>	<b>35,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,0</b>	<b>45,1</b>	<b>43,0</b>	<b>41,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	28,3	28,4	28,5	28,5	28,5	28,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	1,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,6	0,7	2,4	2,3	2,3	2,5	2,3
Buchwert	2,7	30,8	32,6	32,6	32,1	32,8	33,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,7</b>	<b>30,8</b>	<b>32,6</b>	<b>32,6</b>	<b>32,1</b>	<b>32,8</b>	<b>33,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,0	2,9	19,4	14,5	9,5	6,5	3,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,7	1,0	1,1	0,8	1,0	1,1
Sonstige Verbindlichkeiten	3,9	1,2	6,3	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>27,0</b>	<b>18,3</b>	<b>13,0</b>	<b>10,2</b>	<b>7,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>9,1</b>	<b>35,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,0</b>	<b>45,1</b>	<b>43,0</b>	<b>41,2</b>

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

### Bilanz MeVis Medical Solutions

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,3 %	3,9 %	45,1 %	53,1 %	59,3 %	62,7 %	64,5 %
davon übrige imm. VG	4,3 %	3,5 %	17,0 %	20,6 %	22,5 %	24,1 %	24,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,4 %	28,1 %	32,5 %	36,8 %	38,6 %	40,3 %
Sachanlagen	3,2 %	1,1 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,0 %	1,6 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>7,4 %</b>	<b>5,1 %</b>	<b>47,5 %</b>	<b>55,5 %</b>	<b>61,6 %</b>	<b>64,7 %</b>	<b>66,1 %</b>
Vorräte	0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,6 %	7,3 %	3,9 %	8,3 %	5,5 %	6,7 %	8,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	12,0 %	7,5 %	14,3 %	6,3 %	7,2 %	7,5 %	7,8 %
Liquide Mittel	59,7 %	80,0 %	34,0 %	29,6 %	25,6 %	20,8 %	17,5 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>92,6 %</b>	<b>94,8 %</b>	<b>52,5 %</b>	<b>44,5 %</b>	<b>38,5 %</b>	<b>35,3 %</b>	<b>33,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>						
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,6 %	5,1 %	3,1 %	3,6 %	4,0 %	4,2 %	4,4 %
Kapitalrücklage	0,0 %	79,4 %	47,6 %	55,8 %	63,1 %	66,2 %	69,1 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-1,1 %	0,0 %	3,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	28,6 %	1,9 %	4,1 %	4,6 %	5,2 %	5,8 %	5,6 %
Buchwert	29,2 %	86,4 %	54,7 %	63,9 %	71,2 %	76,2 %	82,1 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>29,2 %</b>	<b>86,4 %</b>	<b>54,7 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>71,2 %</b>	<b>76,2 %</b>	<b>82,1 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	0,8 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	21,9 %	8,1 %	32,6 %	28,4 %	21,0 %	15,1 %	8,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,8 %	1,8 %	1,7 %	2,2 %	1,8 %	2,3 %	2,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	43,3 %	3,4 %	10,5 %	5,0 %	5,7 %	6,0 %	6,2 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>70,9 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>45,3 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>28,9 %</b>	<b>23,8 %</b>	<b>17,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>						

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

<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>MeVis</b>	<b>Medical</b>					
<b>Solutions</b>							
in EUR Mio.	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,5	-2,7	0,6	-0,2	-0,5	0,5	1,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	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	0,2	0,7	2,3	4,1	3,5	4,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	0,0	1,4	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>4,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,3	-1,2	-0,6	1,9	1,7	-0,4	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,7	1,0	0,4	-1,6	-0,3	0,2	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,4	-0,2	-0,3	0,3	1,4	-0,2	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,6</b>
CAPEX	-0,4	-1,4	-4,0	-3,0	-4,0	-4,0	-4,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,1	-0,2	-4,5	-4,7	-5,0	-3,0	-3,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-0,1	-5,0	-2,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-13,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>-9,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,9	-0,3	-0,4	-0,1	-5,0	-3,0	-3,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2
Erwerb eigener Aktien	0,0	-2,2	-2,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	2,0	0,0	0,0	5,0	3,0	3,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,9</b>	<b>27,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>
Veränderung liquide Mittel	3,4	23,0	-13,2	-7,4	-3,6	-2,6	-1,7
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>5,4</b>	<b>28,5</b>	<b>15,3</b>	<b>7,7</b>	<b>4,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>

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

### Kennzahlen MeVis Medical Solutions

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	40,1 %	88,1 %	101,7 %	84,4 %	88,8 %	84,4 %	78,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	157.396	85.783	59.912	58.029	57.056	60.168	64.544
EBITDA je Mitarbeiter	94.226	10.207	9.707	18.720	17.782	19.755	23.641
EBIT-Marge	56,8 %	6,3 %	6,1 %	11,8 %	1,2 %	9,8 %	13,6 %
EBITDA / Operating Assets	304,9 %	40,0 %	61,1 %	101,2 %	164,6 %	199,3 %	245,6 %
ROA	434,2 %	7,3 %	7,5 %	1,4 %	-1,8 %	1,8 %	4,5 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	29,1	19,8	7,7	11,6	14,4	20,1	31,0
Operating Assets Turnover	5,1	3,4	3,8	3,1	5,3	6,1	6,7
Capital Employed Turnover	1,8	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,6
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	125,3 %	2,6 %	1,6 %	3,3 %	0,4 %	4,2 %	7,3 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	132,0 %	4,9 %	4,1 %	9,0 %	10,5 %	14,1 %	19,6 %
ROE	110,6 %	0,4 %	6,5 %	1,2 %	-1,5 %	1,5 %	3,6 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	247,6 %	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-1,5 %	1,5 %	3,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	247,6 %	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-1,5 %	1,5 %	3,7 %
ROIC	58,0 %	0,4 %	3,9 %	0,8 %	-1,1 %	1,2 %	3,1 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-3,4	-25,6	-0,8	-0,6	-2,1	-2,5	-3,8
Net Gearing	-129,4 %	-83,1 %	-2,5 %	-1,9 %	-6,4 %	-7,6 %	-11,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	133,0 %	1063,6 %	167,8 %	225,2 %	338,8 %	506,2 %	973,4 %
Current ratio	1,3	7,1	1,2	1,2	1,4	1,5	2,0
Acid Test Ratio	1,3	7,0	1,2	1,2	1,3	1,5	1,9
EBITDA / Zinsaufwand	15,1	6,9	5,5	4,5	4,3	5,2	6,8
Netto Zinsdeckung	18,0	n.a.	n.a.	4,1	0,2	1,7	2,7
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	4,1	-3,8	-1,1	0,0	1,4	0,3	1,4
Free Cash Flow / Umsatz	49,7 %	-48,7 %	-10,2 %	0,2 %	9,6 %	1,5 %	7,0 %
Adj. Free Cash Flow	4,8	0,8	1,5	4,3	4,4	5,4	7,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	30,0 %	3,0 %	1,1 %	21,3 %	23,1 %	23,7 %	27,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	141,3 %	-2912,9 %	-52,5 %	7,8 %	-288,3 %	50,9 %	117,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,8 %	1,2 %	4,3 %	3,4 %	2,0 %	1,0 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	12,7 %	5,6 %	2,9 %	5,9 %	9,2 %	13,8 %	22,1 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	34,7 %	33,9 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	5,4 %	18,8 %	83,2 %	38,4 %	26,7 %	23,3 %	20,0 %
Maint. Capex / Umsatz	2,3 %	2,3 %	2,0 %	1,6 %	1,8 %	1,6 %	1,3 %
CAPEX / Abschreibungen	176,7 %	334,3 %	825,8 %	187,3 %	88,9 %	101,1 %	87,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	13,7 %	20,9 %	15,7 %	16,9 %	16,8 %	10,9 %	10,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	427,6 %	397,7 %	225,9 %	376,6 %	312,5 %	290,0 %	309,1 %
Inventory processing period (Tage)	1,3	0,4	5,2	3,4	1,8	1,8	1,8
Receivables collection period (Tage)	82,0	120	78,9	111	60,0	60,0	60,0
Payables payment period (Tage)	19,2	30,2	34,9	29,5	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	59,1	90,1	49,2	85,0	41,8	41,8	41,8
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	0,5 %	1,2 %
P/B	13,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/sales	4,1	4,3	3,1	2,5	2,2	1,8	1,5
EV/EBITDA	6,8	36,2	19,4	7,6	7,0	5,6	4,1
EV/EBIT	7,2	68,6	51,2	20,8	186,3	18,8	11,0
EV/FCF	8,2	n.m.	n.m.	n.m.	22,7	126,1	21,4
P/E	3,7	117,1	16,4	86,5	n.m.	68,6	28,0
P/CF	8,2	neg.	10,9	12,6	8,7	7,7	5,8
Adj. Free Cash Flow Yield	12,4 %	n.a.	9,4 %	8,1 %	12,3 %	14,0 %	19,3 %

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

### Free Cash Flow Yield - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	2,9	0,1	2,1	0,4	-0,5	0,5	1,2
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	0,4	1,1	2,8	4,5	4,0	4,7
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	0,0	2,0	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0
+ Steuern	1,5	0,4	0,6	0,8	-0,2	0,2	0,5
- Erhaltungsinvestitionen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>4,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>7,2</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	14,1%	2,2%	4,5%	12,5%	13,5%	16,9%	23,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>34,0</b>	<b>34,0</b>	<b>34,0</b>	<b>34,0</b>	<b>32,6</b>	<b>32,2</b>	<b>30,9</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>48,0</b>	<b>7,6</b>	<b>15,4</b>	<b>42,6</b>	<b>44,0</b>	<b>54,4</b>	<b>72,4</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,0	-2,5	-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
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>48,6</b>	<b>8,2</b>	<b>16,1</b>	<b>43,2</b>	<b>46,0</b>	<b>56,8</b>	<b>76,2</b>
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>27,92</b>	<b>4,71</b>	<b>9,22</b>	<b>24,80</b>	<b>26,44</b>	<b>32,65</b>	<b>43,76</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	40,3%	-76,3%	-53,7%	24,6%	32,9%	64,1%	119,9%

### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	21,56	3,71	7,17	19,16	20,61	25,44	34,16
	12,0%	23,33	3,99	7,74	20,72	22,23	27,44	36,82
Fairer	11,0%	25,41	4,32	8,41	22,57	24,14	29,81	39,97
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>27,92</b>	<b>4,71</b>	<b>9,22</b>	<b>24,80</b>	<b>26,44</b>	<b>32,65</b>	<b>43,76</b>
Yield	9,0%	30,98	5,20	10,21	27,51	29,25	36,12	48,38
	8,0%	34,81	5,80	11,44	30,91	32,76	40,45	54,16
	7,0%	39,73	6,58	13,02	35,27	37,27	46,03	61,59

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

### DCF Modell - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	15,0	17,4	20,5	23,6	26,4	29,4	32,3	35,5	37,3	39,2	41,1	43,2	44,5	45,8
Veränderung	8,2%	16,0%	18,0%	15,0%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBIT	0,2	1,7	2,8	4,0	5,8	7,3	8,1	8,9	9,3	9,8	10,3	10,8	11,1	11,5
EBIT-Marge	1,2%	9,8%	13,6%	17,0%	22,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Steuerquote	25,0%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	0,1	1,2	2,0	2,6	3,8	4,8	5,2	5,8	6,1	6,4	6,7	7,0	7,2	7,4
Abschreibungen	4,5	4,0	4,7	4,5	4,8	4,7	4,8	5,0	4,8	4,7	4,5	4,3	4,0	3,7
in % vom Umsatz	30,0%	23,0%	23,0%	19,0%	18,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-4,0	-4,0	-4,1	-3,5	-4,0	-4,4	-4,5	-4,6	-4,8	-4,7	-4,5	-4,3	-4,0	-3,7
Investitionsquote	26,7%	23,3%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,1	1,0	2,2	3,2	4,2	4,7	5,2	5,7	5,9	6,1	6,5	6,8	7,1	7,3

#### 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 2023	31,9	Sondereffekte	16,0
Terminal Value	25,3		
Verbindlichkeiten	-14,5		
Liquide Mittel	15,1	Aktienzahl (Mio.)	1,74
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>41,8</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>24,01</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

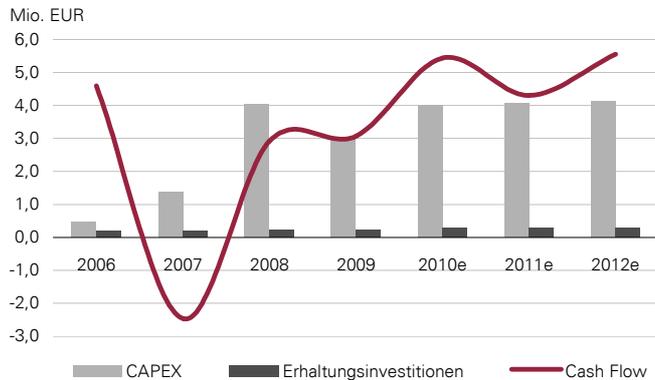
WACC	2,25%	2,50%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,50%	3,75%
11,68%	18,94	19,22	19,52	19,84	20,18	20,54	20,92
11,18%	20,72	21,06	21,41	21,80	22,20	22,63	23,09
10,93%	21,69	22,06	22,45	22,87	23,31	23,78	24,29
<b>10,68%</b>	22,72	23,12	23,55	<b>24,01</b>	24,50	25,02	25,58
10,43%	23,81	24,25	24,72	25,23	25,76	26,34	26,96
10,18%	24,98	25,46	25,98	26,53	27,13	27,77	28,45
9,68%	27,55	28,14	28,77	29,44	30,17	30,96	31,82

##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,68%	17,95	18,58	19,21	19,84	20,48	21,11	21,74
11,18%	19,78	20,45	21,12	21,80	22,47	23,14	23,81
10,93%	20,78	21,48	22,17	22,87	23,56	24,25	24,95
<b>10,68%</b>	21,85	22,57	23,29	<b>24,01</b>	24,72	25,44	26,16
10,43%	23,00	23,74	24,48	25,23	25,97	26,71	27,46
10,18%	24,22	24,99	25,76	26,53	27,30	28,07	28,84
9,68%	26,96	27,79	28,62	29,44	30,27	31,10	31,93

Quelle: SES Research

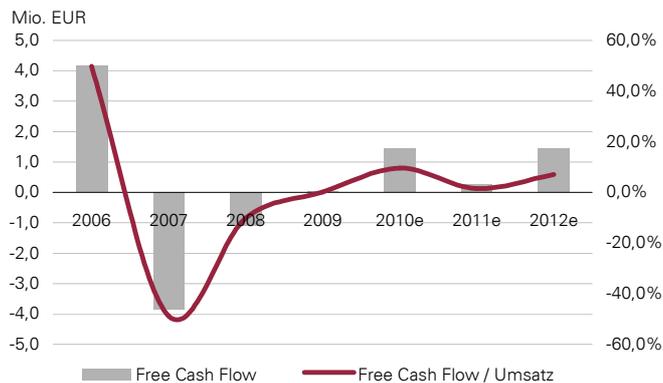
### Investitionen und Cash Flow - MeVis Medical Solutions



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

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

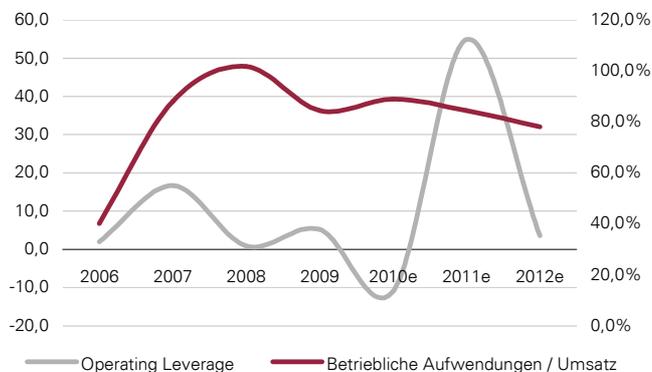
### Free Cash Flow Generation - MeVis Medical Solutions



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

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

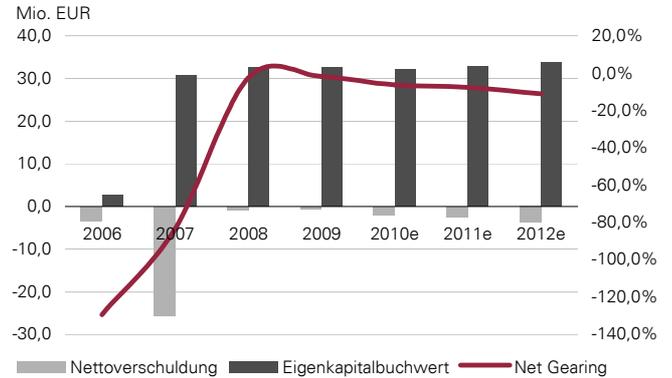
### Operating Leverage - MeVis Medical Solutions



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

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

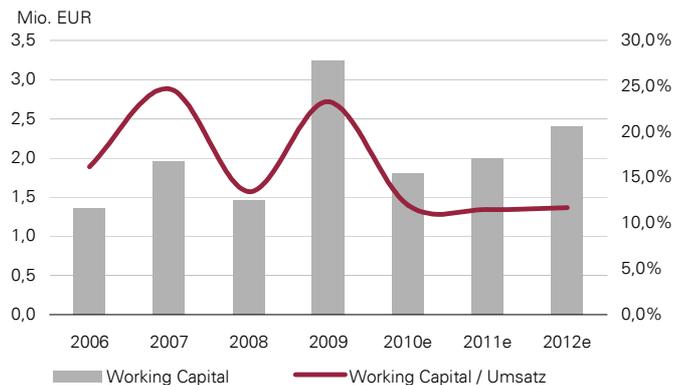
### Bilanzqualität - MeVis Medical Solutions



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

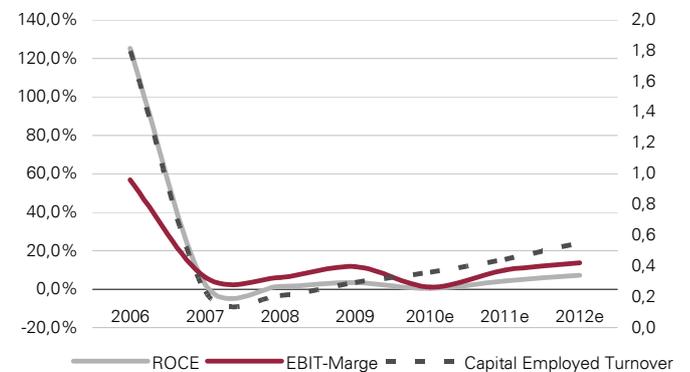
### Working Capital - MeVis Medical Solutions



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.
- 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.

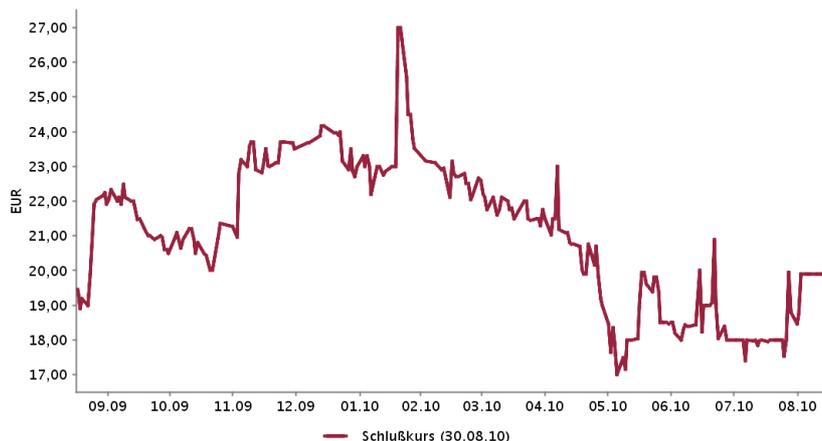
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	121	62%
Halten	52	27%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	15	8%
<b>Gesamt</b>	<b>195</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	88	68%
Halten	31	24%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	7	5%
<b>Gesamt</b>	<b>129</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
MeVis Medical Solutions AG am 01.09.10**



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

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

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