

HEALTHCARE

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

MeVis Medical Solutions⁶⁾

Reuters: M3VGn.DE Bloomberg: M3V GY

Jahr *	Umsatz Mio. EUR	Bereinigtes IFRS- Ergebnis je Aktie EUR	Cashflow je Aktie EUR	KGV	KCF	Dividende je Aktie EUR
2009	13,9 (-)	0,23 (-)	1,91 (-)	101,6	12,5	0,00
2010e	14,0 (-)	-0,33 (-)	2,27 (-)	-	6,7	0,00
2011e	14,9 (-)	-0,26 (-)	2,64 (-)	-	5,7	0,00
2012e	15,5 (-)	-0,02 (-)	2,78 (-)	-	5,4	0,00

* Geschäftsjahresende per 31.12. – Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation

Aufnahme der Coverage mit der Anlageempfehlung Halten; fairer Wert 16 Euro je Aktie

- Die MeVis Medical Solutions AG wurde 1997 in Bremen gegründet und entwickelt, produziert und vermarktet Befundungs- und Diagnostik-Software für die bildbasierte Medizin.
- Die medizinische Bedeutung von Daten aus modernen Bildgebungsverfahren nimmt stetig zu. Dabei wachsen zum einen Datenmenge und –komplexität und zum anderen die Anforderungen an die Effektivität und Effizienz der klinischen Radiologie rasant an. Spezielle Software, die es ermöglicht, für den Mediziner die wichtigen Informationen herauszufiltern und nutzbar zu machen, wird dabei immer wichtiger.
- Besonders auf dem Gebiet der Brustbefundung besitzt MeVis zusammen mit seinen Industriepartnern Siemens, Hologic und Invivo eine führende Position. Dadurch ist das Unternehmen jedoch sehr stark von Produkten für die Indikation Brustkrebs und von den OEM-Partnern abhängig. Mit dem Multi-Application-Server Visia™ Enterprise und der Übernahme der Medis möchte das Unternehmen die Wachstumschancen durch den Aufbau zusätzlicher Vertriebswege sowie eine Erweiterung in die Indikation Kardiovaskulär steigern.
- Wir sehen neben den Wachstumsmöglichkeiten auch Risiken in der Strategie, besonders dann, wenn kein Vertriebspartner für die Visia™-Applikationen gefunden wird bzw. der Erfolg der neuen Produkte ausbleibt. Wir errechnen einen fairen Wert von 16 Euro je Aktie.

MeVis Medical Solutions ist Technologie- und Marktführer bei Software für die digitale Brustbefundung und möchte dieses Know-how in andere Bereiche übertragen. Dadurch bieten sich erhebliche Wachstumschancen. Die neue strategische Ausrichtung ist u. E. jedoch auch mit verschiedenen Risiken behaftet. Daher ist die Aktie u. E. nur für sehr risikobereite Anleger geeignet. Start der Coverage mit der Empfehlung Halten.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 29.11.2010	KGV 10e	11e	EV / EBITDA 10e	11e	EV / Umsatz 10e	Anl.- urteil
MeVis Medical Solutions	15,10 EUR	-	-	5,7	5,6	1,52	→
CompuGroup Medical	9,62 EUR	30,6	19,4	9,5	7,3	2,01	-
Merge Healthcare	3,86 USD	35,1	21,4	12,4	8,9	3,18	-
icad Inc.	1,50 USD	-	-	-	-	-	-
Sectra AB	30,20 SEK	30,2	16,1	9,3	5,9	1,02	-
Median bez. auf alle Vergleichswerte		30,6	19,4	9,5	7,3	2,01	-

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig
Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, FactSet

AKTIEN

Unternehmensstudie 1.12.2010

Halten

Schlusskurs am 29.11.2010

(in EUR): 15,10
Fair Value: 16,00

Risikoklasse: 5

Finanzkennzahlen 2010e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 19,07
EK-Quote (in %): 72,0
Nettorendite (in %): -3,3
ROE nach Steuern (in %): -1,7
Dividendenrendite (in %): 0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR): 3,8
Net Debt (in Mio. EUR): -0,1

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 1,7

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 25,63

Free Float (in %): 38,8

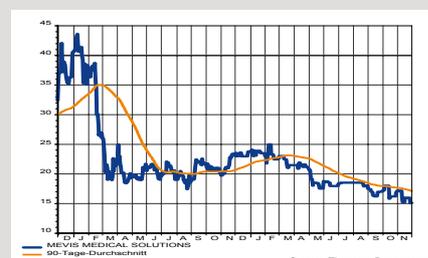
WKN: A0LBFE

ISIN: DE000A0LBFE4

Datastream: D:M3V

Nächster Newsflow:

n. a.



Ersteller: Michael Bissinger, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

Investment Case

Die MeVis Medical Solutions AG wurde 1997 in Bremen gegründet. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet Befundungs- und Diagnostik-Software für die bildbasierte Medizin, insbesondere CAD-Software (Computer-Aided Detection) für die digitale Radiologie. Das Unternehmen ist seit 16.11.2007 im Prime Standard der Deutschen Börse notiert und hat eine Marktkapitalisierung von rund 28 Mio. Euro, davon rund 13% Free Float.

Die medizinische Bedeutung von Daten aus den modernen digitalen Bildgebungsverfahren wie CT, MRT, Ultraschall, Mammographie bzw. Tomosynthese nimmt stetig zu. Dabei wachsen die Datenmenge und -komplexität und zum anderen die Anforderungen an Effektivität und Effizienz der klinischen Radiologie rasant an. Spezielle Software, die es ermöglicht, für den Mediziner die wichtigen Informationen herauszufiltern und nutzbar zu machen, wird dabei immer wichtiger. Diese Marktnische hat MeVis erfolgreich besetzt. Es wird erwartet, dass der Markt für klinische Befundungs- und Interventions-Software von den globalen Wachstumstreibern wie der alternden Bevölkerung, einem stärkeren Fokus auf Vorsorge und auch den Forderungen nach mehr Effizienz der Gesundheitssysteme profitieren wird. Das Marktwachstum von CAD-Software wird auf rund 11% geschätzt.

Besonders auf dem Gebiet der digitalen Mammographie besitzt MeVis zusammen mit den Industriepartnern eine führende Position. Dadurch ist MeVis jedoch zum einen sehr stark von Produkten für die Indikation Brustkrebs (ca. 90% des Umsatzes) und zum anderen von den OEM-Abnehmern (90% des Umsatzes) abhängig. Über die bestehenden OEM-Vertriebswege und in den bisherigen Indikationen sieht MeVis beschränkte Wachstumschancen. Daher wurde der Multi-Application-Server Visia™ Enterprise entwickelt, für den aktuell neue Vertriebswege evaluiert werden. Ziel ist, Software-Applikationen unabhängig von Geräteherstellern zu vertreiben. Mit der geplanten Übernahme der Medis setzt MeVis zudem stärker auf den Direktvertrieb sowie eine Erweiterung in die Indikation kardiovaskulärer Erkrankungen.

Wir gehen in den USA von einer allmählichen Sättigung des Marktes für digitale Mammographie aus, da bereits 71% der Einrichtungen von analog auf digital umgestellt wurden. Außerhalb der USA sehen wir hingegen noch Wachstumschancen. Als weitere Wachstumstreiber sehen wir in den kommenden Jahren die Visia™-Plattform mit ihren Applikationen sowie die mögliche Konsolidierung der Medis ab 2011. Wesentliche Risiken sehen wir zum einen, wenn keine geeigneten Vertriebspartner für die Visia™ Applikationen gefunden werden und zum anderen, wenn Produkte nicht die erwartete Akzeptanz erzielen und dadurch zusätzliche Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten notwendig werden. Auch drückt die aktuelle Umsatzschwäche des Bereichs Sonstige Befundung stark auf die Profitabilität.

Wir erwarten einen EPS CAGR (10-15e) von 4,4% und halten eine EBIT Marge von rund 20% in 2015 für möglich. Basierend auf unseren Schätzungen zeigt das DCF-Modell (Annahmen: WACC 10,5%; Wachstum ewige Rente 1%) einen Wert von 16 Euro je Aktie. Ein Peer-Group-Vergleich ist aufgrund der geringen Profitabilität in 2010-12 nicht aussagekräftig. Fairer Wert: 16 Euro.

MeVis ist Technologie- und Marktführer bei Software für die digitale Mammographie und möchte dieses Know-how in andere Bereiche übertragen. Dadurch ergeben sich erhebliche Wachstumschancen. Die neue strategische Ausrichtung ist u. E. jedoch auch mit verschiedenen Risiken behaftet. Daher ist die Aktie u. E. nur für sehr risikobereite Anleger geeignet. Start der Coverage mit der Empfehlung Halten.

**Softwarehersteller
für die bildbasierte Medizin**

Marktkapitalisierung: EUR 28 Mio.

**Ziel:
Steigerung der Effektivität und
Effizienz der klinischen Radiologie**

**CAD ein Wachstumsmarkt
11% Wachstum erwartet**

**Führende Position im Bereich
Digitale Mammographie**

Neue Strategie:

- **Multi-Application-Server
Visia Enterprise**
- **Stärkung Direktvertrieb**
- **Kardiovaskuläre
Erkrankungen**

**Sättigung im Bereich Digitale
Mammographie im US-Markt
erwartet**

**Visia™ Enterprise als möglicher
Wachstumstreiber**

Unsicherheiten vorhanden

Fairer Wert: 16 Euro je Aktie

**Anlageempfehlung:
Halten**

Unternehmensprofil

Die MeVis Medical Solutions AG wurde 1997 in Bremen gegründet. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet Software-Applikationen im Bereich der Computerunterstützung in der bildbasierten Medizin, insbesondere Befundungs- und Diagnostik-Software für die digitale Radiologie. Das Unternehmen ist seit 16.11.2007 im Prime Standard der Deutschen Börse notiert und hat eine Marktkapitalisierung von rund 28 Mio. Euro, davon rund 13,4% Free Float.

**Softwarehersteller
für die bildbasierte Medizin**

Marktkapitalisierung: EUR 28 Mio.

Geschäftsmodell

Die spezialisierten Software-Applikationen von MeVis unterstützen die behandelnden Ärzte bei der Auswertung vielfältiger Bildinformationen aus unterschiedlichen bildgebenden Verfahren. MeVis-Softwarelösungen finden Einsatz in der Früherkennung und Diagnose sowie der Therapie- und Interventionsplanung bei Krebserkrankungen, insbesondere Brustkrebs, in der Neurologie und bei Lungenerkrankungen. Die klinische Ausrichtung erfolgt anhand von epidemiologisch bedeutenden Erkrankungen.

**Nischenanbieter von Software für
Früherkennung & Diagnose sowie
Therapie- & Interventionsplanung**

BEFUNDUNGSSTATION – SYNGO MAMMOREPORT



Quelle: Siemens

Die medizinische Bedeutung von Daten aus den modernen Bildgebungsverfahren wie der Computertomographie (CT), der Magnetresonanztomographie (MRT), aus Ultraschall oder Mammographie nimmt stetig zu. Dabei wachsen zum einen die Datenmenge und -komplexität und zum anderen die Anforderungen an die Effektivität und Effizienz der klinischen Radiologie rasant an. Spezielle Software, die es ermöglicht, für den Mediziner die wichtigen Informationen herauszufiltern und nutzbar zu machen wird dabei immer wichtiger. Diese Marktnische hat MeVis besetzt.

**Ziel:
Steigerung der Effektivität und
Effizienz der klinischen Radiologie**

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Segmente

Das Unternehmen berichtet die zwei Segmente „Digitale Mammographie“ und „Sonstige Befundung“.

Im Segment **Digitale Mammographie** werden Softwareprodukte zur Unterstützung der bildbasierten Diagnostik und Intervention im Bereich der Brustbefundung entwickelt und vermarktet. Zu den ursprünglichen Produkten für die digitale Mammographie sind im Geschäftsjahr 2009 neue Software-Applikationen für weitere bildgebende Verfahren wie Ultraschall, Magnetresonanztomographie, Tomosynthese etc. hinzugekommen. Diese Produkte werden nicht direkt, sondern über Industriepartner (Gerätehersteller wie Siemens und Hologic) an die radiologischen bzw. klinischen Endkunden vertrieben.

Das Segment **Sonstige Befundung** beinhaltet sowohl Produkte der digitalen Radiologie (z. B. für MRT, CT etc.) als auch die allgemeine Analyse und Diagnostik radiologischer Aufnahmen. Des Weiteren gehören die Bild- und Risikoanalyse bei der Planung von chirurgischen Lebereingriffen und Tumorbefundung im Rahmen klinischer Studien pharmazeutischer Unternehmen zu den Tätigkeitspunkten dieses Segments.

Regionale Umsatzverteilung

Das Unternehmen ist sehr stark abhängig von den US-basierten Industriepartnern. In beiden Segmenten wurden in 2009 rund 85% der Umsätze in den USA fakturiert. Dies spiegelt jedoch nicht direkt die regionalen Endmärkte wider.

2 Segmente:

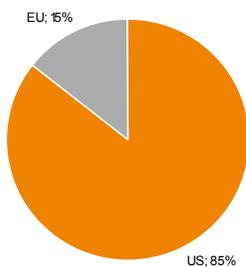
Digitale Mammographie

Bereich der Brustbefundung

Sonstige Befundung

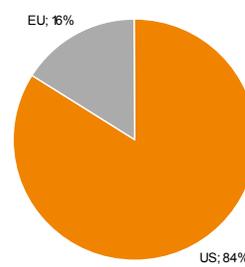
Starke Abhängigkeit vom US-basierten Industriepartner

DIGITALE MAMMOGRAPHIE – REGIONALE UMSATZVERTEILUNG 2009



Quelle: MeVis

SONSTIGE BEFUNDUNG – REGIONALE UMSATZVERTEILUNG 2009



Quelle: MeVis

Vertrieb

MeVis tritt aktuell weitgehend als OEM (Original-Equipment-Manufacturer) auf. Unter einem OEM versteht man einen Hersteller fertiger Komponenten oder Produkte, der diese selbst herstellt, sie aber nicht selbst in den Handel bringt. MeVis Medical Solutions unterhält deshalb enge strategische Partnerschaften mit führenden Herstellern medizintechnischer Geräte, u. a. mit

- Siemens AG (Healthcare)
- Hologic, Inc.
- Invivo - Philips International B.V. (Healthcare).

Erstausrüster bzw. OEM

Vertrieb über Kooperationen mit globalen Medtech Unternehmen

Tiefe Marktdurchdringung ohne eigenen Vertrieb möglich

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Dies ermöglicht die Erschließung von Marktpotenzialen sowie eine tiefe Marktdurchdringung, ohne den Zwang einen eigenen Vertriebsapparat aufbauen zu müssen.

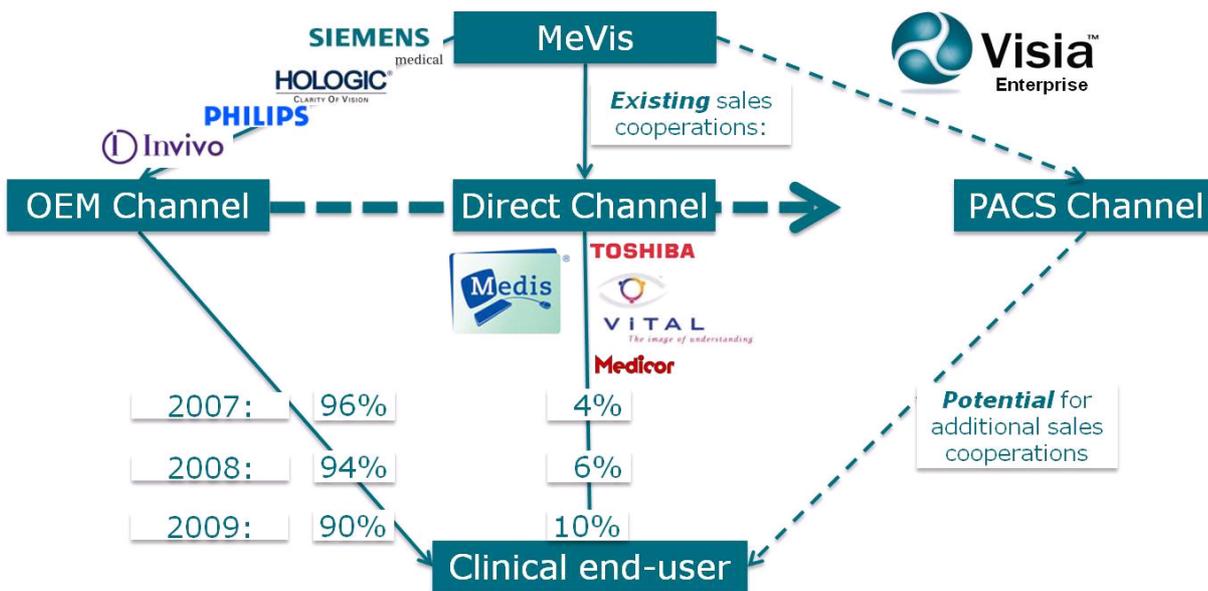
Der Vertrieb erfolgte 2009 zu rund 90% über die o. g. Gerätehersteller, lediglich 10% der Produkte werden über andere Vertriebspartner oder den direkten Vertriebskanal abgesetzt. Der Anteil des Direktvertriebs zusammen mit spezialisierten Vertriebspartnern ist jedoch in der Vergangenheit deutlich angestiegen und soll auch weiter steigen.

Direktvertrieb soll ausgebaut werden

Neben dem Konzept der multilateralen Partnerschaften verfolgt MeVis Medical Solutions die Strategie einer operationellen Unabhängigkeit. Hauptmerkmale dieses Ansatzes sind die unabhängige Produktentwicklung im Wesentlichen auf eigene Initiative und auf eigenes Risiko, der Marktzugang durch verschiedene starke OEM-Partner im jeweiligen Segment sowie die universelle Einsetzbarkeit der MeVis-Produktpalette durch Einhaltung von Industriestandards. Die Unabhängigkeit von einzelnen OEM-Partnern bildet gleichzeitig die Voraussetzung für die optimale Nutzung der klinischen Netzwerke und die Zusammenarbeit mit den R&D-Partnern.

Strategie einer operationellen Unabhängigkeit

ENTWICKLUNG DER VERTRIEBSSTRUKTUR



Quelle: MeVis

Historische Umsatz- und Ergebnis-Entwicklung

Umsatz-Entwicklung

Das Segment Digitale Mammographie trägt rund 72% zum Gesamtumsatz des Unternehmens bei. In den vergangenen fünf Jahren konnte der Umsatz des Segments Digitale Mammographie im Durchschnitt um 48% p. a. gesteigert werden. In den vergangenen zwei Jahren war dieser jedoch weitgehend durch die Herauslösung des Hologic-Geschäfts aus dem Siemens Joint Venture positiv beeinflusst. Bereinigt um diesen Konsolidierungseffekt ist der Umsatz von 2006 bis 2009 im Segment Digitale Mammographie hingegen um 2% p.a. gesunken. Diese Entwicklung war besonders auf eine Verschiebung und Verringerung von Investitionsvorhaben in Krankenhäusern und radiologischen Zentren sowie auf eine Verlangsamung der Verkaufszyklen auf dem wichtigen US-amerikanischen Markt zurückzuführen. Seit dem 4. Quartal 2009 ist wieder eine leichte Belebung des US-Marktes zu verspüren.

Digitale Mammographie:
5 Jahresvergleich: +48% p.a.
3 Jahresvergleich: adj. -2% p.a.

In den ersten 9 Monaten 2010 konnte der Umsatz um 10,5% gegenüber dem schwachen Vorjahr gesteigert werden. Es zeichnet sich jedoch ab, dass der wichtige US-Markt im Bereich der Digitalen Mammographie beim Neugeschäft an Dynamik verliert. Die positive Entwicklung außerhalb der USA konnte dies jedoch teilweise kompensieren. Während die Neu-Lizenz Erlöse insgesamt rückläufig waren, konnte eine sehr positive Entwicklung der Wartungserlöse (+70%) festgestellt werden.

9M 2010:
Umsatz +10,5%,
positive Entwicklung bei
Wartungserlösen

Das Segment Sonstige Befundung trägt rund 28% zum Gesamtumsatz des Unternehmens bei. Der Umsatz im Segment Sonstige Befundung konnte in den vergangenen 5 Jahren im Durchschnitt um 57% und in den vergangenen 3 Jahren um durchschnittlich 18% p.a. gesteigert werden. Diese Steigerung basiert zum Großteil auf der Einführung neuer Produkte.

Sonstige Befundung:
5 Jahresvergleich: +57% p.a.
3 Jahresvergleich: +18% p.a.

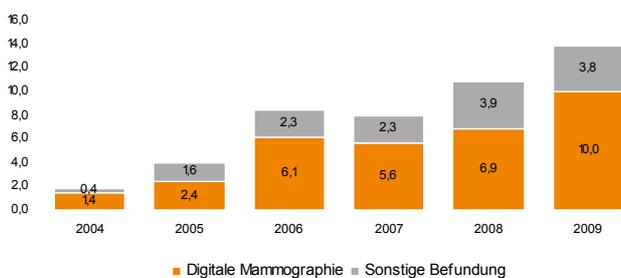
Im Bereich Sonstige Befundung entwickelte sich der Umsatz in den ersten 9 Monaten 2010 bei insgesamt stagnierenden Märkten uneinheitlich. Trotz neuer Produkte aus den Bereichen Neurologie, Prostata und Lungendiagnostik war 9M für das Unternehmen insgesamt enttäuschend. Der Umsatz reduzierte sich umm 7,5% und blieb damit hinter den Unternehmenserwartungen zurück. Gerade die neueren Produkte konnten nicht die erwarteten Absatzzahlen erreichen.

9M 2010:
Umsatz -7,5%, Entwicklung bleibt
hinter Unternehmensplanung zurück

In 2009 steuerten neue Produkte rund 1,5 Mio. Euro (+11%) und Akquisitionen mehr als 4,5 Mio. Euro (> 30%) zu den Umsätzen bei.

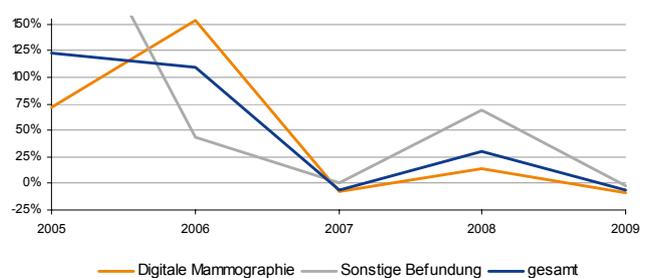
Akquisitionen und neue Produkte
treiben Umsatz an

UMSATZENTWICKLUNG IN MIO. EURO



Quelle: MeVis

ORGANISCHE UMSATZENTWICKLUNG YOY IN %



Quelle: MeVis

1)2)3)4)5)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

EBIT-Entwicklung

Das Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT) hat sich sehr uneinheitlich entwickelt. Während das Segment Digitale Mammographie eine stabile EBIT-Marge von 50 bis 60% liefert, ist die Profitabilität des Segments Sonstige Befundung stark durch Entwicklungskosten und seit 2009 zusätzlich durch planmäßige Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten beeinflusst. Besonders in den letzten Jahren sind die Entwicklungskosten bedingt durch die Entwicklung der Visia™ Enterprise Plattformtechnologien stark angestiegen.

Stabile EBIT Marge von 50 - 60% im Segment Digit. Mammographie

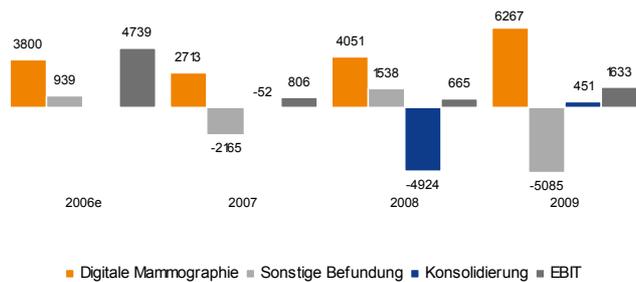
Sonst. Befundung stark durch Entwicklungskosten beeinflusst

Während in der ersten 9 Monaten 2010 das EBITDA von 2,6 auf 3,5 Mio. Euro gestiegen ist und auch die EBITDA-Marge von 21,7% auf 26,5% gesteigert werden konnte, lag das EBIT aufgrund gestiegener Abschreibungen auf Entwicklungskosten lediglich auf dem Niveau des Vorjahres. Im Segment Digitale Mammographie lag das EBIT mit 4,4 Mio. Euro auf Vorjahresniveau, die EBIT-Marge ist jedoch von 60,8% auf 53,6% gesunken. Im Bereich Sonstige Befundung ist hat sich der EBIT-Verlust von 4,0 auf 3,5 Mio. Euro verbessert, die EBIT-Marge bleibt mit -130% jedoch ähnlich negativ wie im Vorjahr.

9M 2010:

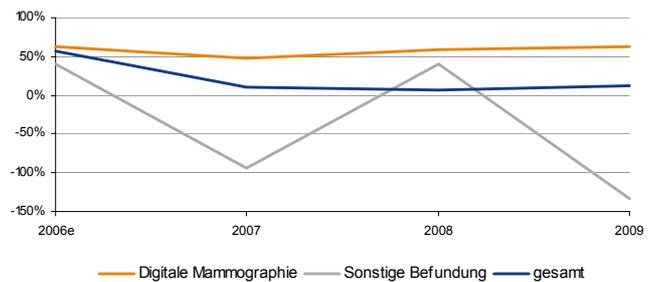
Abschreibungen belasten

EBIT ENTWICKLUNG NACH SEGMENTEN, IN TEUR



Quelle: MeVis

ENTWICKLUNG EBIT-MARGE NACH SEGMENTEN



Quelle: MeVis

Aktuelle Positionierung und relevanter Markt

Digitale Mammographie

Basierend auf den Zahlen der FDA wurden in den USA inzwischen rund 71% der Mammographie-Einrichtungen von analog auf digital umgestellt. Zugleich ist festzustellen, dass der Markt in den USA leicht rückläufig ist, wie die Entwicklung der Einrichtungen von 8.833 in 2007 auf 8.643 im Oktober 2010 widerspiegelt. Dies spiegelt u. E. den Trend hin zu spezialisierten Einrichtungen mit höheren Fallzahlen wider. Eine Optimierung der Arbeitsabläufe wird daher immer wichtiger, um die steigenden Volumen je Einrichtung bewältigen zu können. Durch das Partnerunternehmen Hologic verfügt MeVis indirekt in den USA über einen Marktanteil von rund 60% im Bereich der digitalen Mammographie.

Digitale Mammographie: Rund 71% der Einrichtungen bereits auf digital umgestellt

Rund 60% Marktanteil in den USA

U. E. ist davon auszugehen, dass sich das Wachstum in den USA im Bereich Digitale Mammographie verlangsamen wird, da inzwischen über 70% der Einrichtungen auf digital umgestellt wurden und der positive Effekt der Umstellung von analogen auf digitale Geräte sich abschwächt. Zudem gaben am 17.08.2010 verschiedene Staaten bekannt, dass sie ihre Budgets für ihre Brustkrebs-Screening-Programme reduzieren wollen.

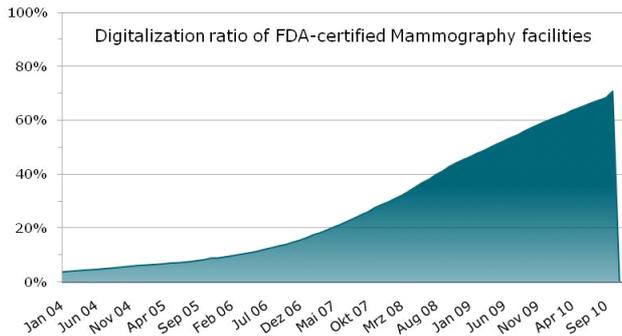
Verlangsamung des Wachstums in den USA erwartet

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Außerhalb der USA bestehen hingegen noch erhebliche Wachstumschancen, da die Umstellung von analogen auf digitale Geräte bisher langsamer verlaufen ist und lediglich rund 30% umgestellt wurden. Eine Schätzung von Frost & Sullivan geht von einem Marktwachstum (2007 – 2014) des europäischen Marktes für Mammographie Systeme von rund 5 - 7% p.a. aus.

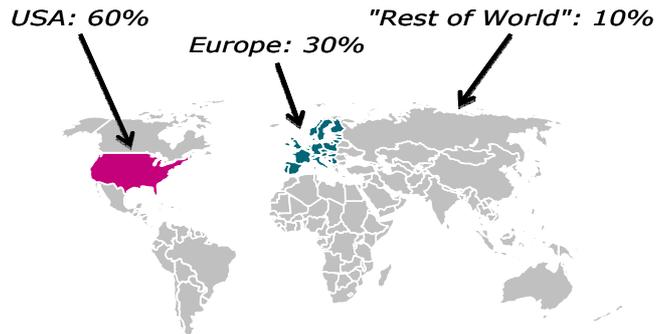
Wachstumsmöglichkeiten außerhalb der USA von 5% - 7% p.a. erwartet

DIGITALISIERUNG DER U.S.-MAMMOGRAPHIE-EINRICHTUNGEN



Quelle: FDA, MeVis; <http://tiny.cc/gTwdU>

REGIONALE VERTEILUNG DER INSTALLIERTEN MEVIS BASIS



Quelle: MeVis Schätzungen

CAD – Computer-Aided Detection bzw. Computer Assisted Diagnostics

Ein CAD System unterstützt den Arzt bei der Auswertung der Bilddaten und der Diagnose. Verschiedene Studien belegen, dass durch den Einsatz von CAD das Risiko einer Fehldiagnose um bis zu 20% gesenkt werden kann. Zum Einsatz kommen diese Systeme u. a. in den Bereichen der Mammographie, bei Lungenkrebs, bei Bauchspeicheldrüsenkrebs und bei Darmkrebs. Aktuell entfallen rund 85% des US-Marktes für CAD-Systeme auf den Bereich der Mammographie. Der Image Checker von R2 Technology, den MeVis in 2008 erworben hat, ist neben einer Lösung von Siemens das einzige CAD Systeme für die Lungendiagnostik, welches eine FDA Zulassung erhalten hat. Die Anfang November vorab veröffentlichten Ergebnisse der Langzeitstudie „National Lung Screening Trial“ (NLST) des U.S. National Cancer Institute haben gezeigt, dass die Sterberate bei Lungenkrebs durch den Einsatz von CT-Screening um über 20% gesenkt werden kann.

**CAD:
Computer unterstützte Diagnose**

**CAD im Bereich Lunge kann
Sterberate um über 20% senken**

MeVis hat diverse Produkte in diesem Bereich entwickelt, die bereits im Markt eingeführt wurden bzw. in den nächsten Jahren in den Markt eingeführt werden. Chancen werden besonders in den Indikationen Lunge und Darm gesehen. Schätzungen gehen davon aus, dass der Markt für das Darm CAD (virtuelle Koloskopie) in den nächsten drei Jahren auf rund 70 Mio. USD steigen wird. Bislang besitzt lediglich das Unternehmen iCAD eine FDA-Zulassung in diesem Bereich. Insgesamt wird der aktuell noch relativ kleine Markt von wenigen großen Anbietern wie Hologic, FUJIFILM, GE und Siemens sowie spezialisierten Anbietern wie iCad und Carestream Health dominiert. MeVis tritt hier wieder vor allem als OEM Partner für Hologic, Siemens und Philips auf.

**Großes Potential in den Bereichen
Lunge und Darm**

Basierend auf einer Studie von Elsevier Business Intelligence vom Januar 2010 wird das Marktwachstum des Segments Computer-unterstützte Diagnose (CAD) bis zum Jahr 2013 auf rund 11% p.a. geschätzt. Bis 2013 soll der Markt damit auf ein Volumen von etwa 185 Mio. USD anwachsen.

**Marktwachstum von rund 11%
erwartet**

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Vision & Strategische Zielsetzung

MeVis sieht sich als Technologie- und Marktführer im Bereich der digitalen Mammographie und möchte dieses Know-how nun auch in andere Bereich leveragen. Die Unternehmensvision von MeVis ist darauf ausgerichtet, der weltweit führende unabhängige Hersteller (in Zusammenarbeit mit einem weltweiten Expertenteam) und Anbieter krankheitsorientierter Software-Applikationen für bildgestützte Befundungs-, Interventions- und chirurgische Planungsprozesse in der Medizin zu werden. Im Fokus stehen dabei die bildbasierte Früherkennung und Diagnostik epidemiologisch bedeutsamer Erkrankungen, besonders Krebs. Durch die Beteiligung an Medis in 2010 wird der Fokus auf den Bereich Kardiovaskulär erweitert.

Ziel: Führender Hersteller krankheitsorientierter Software

Fokus:

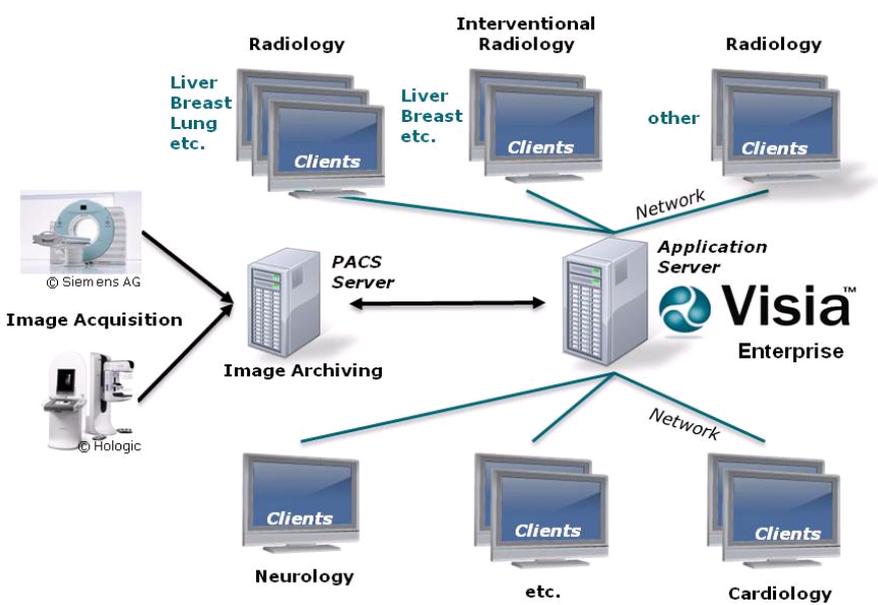
- **Früherkennung u. Diagnostik**
- **Bildbasierte Therapiebereiche**
- **Krebs + Kardiovaskulär**

Zur Implementierung der neuen Strategie wird zukünftig der Visia™ Enterprise Multi-Application Server auf Basis der MeVisAP Plattform deutlich stärker in den Mittelpunkt der Unternehmensstrategie gerückt. Auf der Visia™ Enterprise sind Basisfunktionalitäten implementiert, die auch in einem großen Teil der MeVis Produkte benötigt werden, wie beispielsweise das Abrufen von Patienten- und Studiendaten aus einem Datenarchiv, das Anzeigen dieser Information auf dem Bildschirm, interaktives Navigieren in den zugehörigen Bilddaten, Anbringen von Markierungen an den Bilddaten oder Durchführen von einfachen, geometrischen Messungen auf den Bildern. Neben den genannten Grundfunktionen zum Abrufen und Darstellen von Patienten- und Bilddaten sowie zur Erfassung von Befundinformationen bietet Visia™ Enterprise auch grundlegende Softwarekomponenten zur Speicherung und Verteilung der Daten in einer Client-Server-Umgebung, zur automatischen Vorverarbeitung der Bilddaten, zur Kommunikation mit anderen Servern nach dem DICOM-Standard, zum Speicher- und Ressourcenmanagement, etc.

Visia™ Enterprise wird sehr stark in den Mittelpunkt gerückt

Zur Sicherung des dynamischen Wachstums

VISIA™ ENTERPRISE



Quelle: MeVis

Durch die Implementierung dieser Funktionen auf einer gemeinsamen Plattform kann die Entwicklung neuer Software-Produkte in hohem Maße beschleunigt werden, da ein großer Teil der Funktionalität zentral zur Verfügung steht und somit nicht für jedes Produkt neu entwickelt werden muss. Darüber hinaus können Komponenten, die für ein Produkt entwickelt wurden, im Rahmen der Plattform für die Entwicklung anderer Produkte – auch Geschäftsfeld übergreifend – bereitgestellt werden, so dass Parallelentwicklungen vermieden und Synergien genutzt werden können. Da Krankenhäuser tendenziell die Anzahl der verschiedenen Workstations nicht noch weiter erhöhen möchten, ist ein Markt für einen Clientserver wie die Visia™ Enterprise u. E. vorhanden.

Durch Visia™ schneller Entwicklung neuer Produkte möglich

Erweiterung der Vertriebskanäle

Die Strategie des Unternehmens sieht vor, mit der unabhängigen Visia™ Enterprise stärker den Direktvertrieb bzw. Vertrieb über Dritte außerhalb der bisherigen OEM Partner, wie z. B. mit PACS-Herstellern (Picture Archiving and Communication System) bzw. Dienstleistern im Umfeld der Bildgebung, auszubauen. Durch die Beteiligung an der Medis Anfang 2010 verfügt die MeVis Medical Solutions bereits über einen kleineren Direktvertrieb. Es ist davon auszugehen, dass Medis in 2011 vollständig übernommen wird.

Direktvertrieb soll ausgebaut werden

Medis Akquisition als wichtiger Bestandteil

Komplett-Übernahme in 2011 erwartet

Als wichtigen Bestandteil für den Erfolg der Strategie muss MeVis in den kommenden Monaten einen Partner für den Direktvertrieb, besonders für die Visia™ Enterprise finden.

MeVis aktuell auf der Suche nach einem Partner für den Direktvertrieb

Nach Aussagen des Unternehmens ist jedoch nicht geplant, sich allein auf den Direktvertrieb zu konzentrieren. Vielmehr sieht die Strategie vor, auch die OEM Partnerschaften zu intensivieren und weiter auszubauen. Vor allem außerhalb der USA werden hier erhebliche Potentiale gesehen.

OEM-Vertrieb bleibt wichtige Säule

Aktuelle Produkte und Pipeline

In 2009 wurden verschiedene Produkte eingeführt, die in den Jahren 2010ff zu Umsatzsteigerungen führen sollen. Dazu gehören verschiedene Produkte, die über den Industriepartner Siemens vertrieben werden, wie z. B. eine Applikation für den neuen multifunktionalen Ultraschall-Brustscanner ACUSON S2000 oder Applikationen für den syngo.MammoReport welche wichtige klinische Funktionen bereitstellen, die dem Radiologen eine diagnostische Auswertung von MRT-Bilddaten der Brust sowie eine eventuell nötige Gewebeentnahme zur Abklärung wichtiger klinischer Befunde erleichtert. Nach Angaben der Siemens AG ist der Verkauf des ACUSON 2000 sehr gut angelaufen. Für den Industriepartner Hologic wurde eine Software-Applikation des SecurView Befundungsarbeitsplatzes für innovative, so genannte cross-modale Arbeitsläufe ausgeliefert.

Verschiedene Produkteinführungen in 2009

Wie die Graphik unten zeigt, stehen nun Produkteinführungen der Eigenmarke Visia mit Applikationen in Verbindung mit der Plattform Visa™ Enterprise im Fokus. Die Markteinführung der Visia Enterprise ist ab Q3 2010 über den Medis Vertriebsarm geplant. Produkte wie z. B. die Visia Lung Suite, welche eine genaue Verlaufskontrolle von Lungen-Tumoren, das Therapie-Monitoring, die präoperative Planung von lungenchirurgischen Eingriffen, sowie die Analyse von Lungengefäßerkrankungen ermöglichen, sollen in 2011 folgen. Für Produkt Visia Virtuelle Koloskopie wird die Markteinführung nach 2011 erwartet.

verschiedene Produkteinführungen in 2010 und 2011

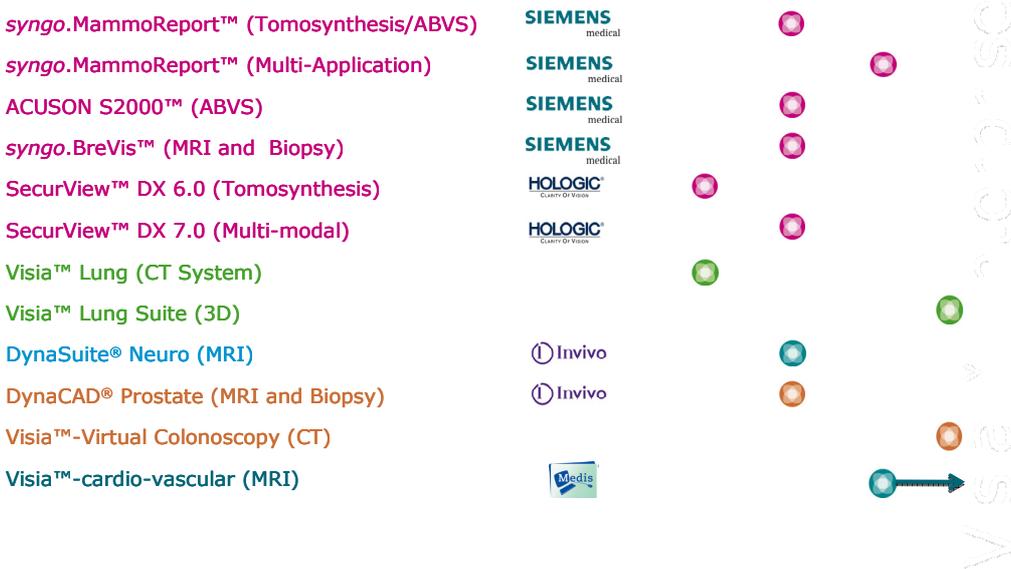
Visia Applikationen ab 2011 im Mittelpunkt

Zudem wird mit dem Produkt Visia cardio-vaskular Ende 2010/ Anfang 2011 das erste Gemeinschaftsprodukt mit der Medis im Bereich der Herz-Kreislauf-erkrankungen in den Markt eingeführt. Herz- Kreislauf-erkrankungen sollen nach der Übernahme der Medis eine deutlich stärkere Bedeutung im Unternehmen erhalten.

Fokus Herz-Kreislauf-erkrankungen

MEVIS PRODUKTE UND PRODUKTEINFÜHRUNGEN

Important market introductions since IPO 2008 2009 2010 2011



Quelle: MeVis

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Für das Geschäftsmodell relevante Krankheiten

Wie im Absatz Geschäftsmodell bereits beschrieben erfolgt die klinische Ausrichtung anhand von epidemiologisch bedeutenden Erkrankungen, bislang insbesondere Krebserkrankungen und neuerdings kardiovaskuläre Erkrankungen.

Ausrichtung anhand von epidemiologisch bedeutenden Erkrankungen

Krebs

Basierend auf einer Statistik der WHO erfahren jährlich rund 12,7 Mio. Personen (rund 6,6 Mio. Männer und rund 6 Mio. Frauen) eine Krebsneuerkrankung. Zudem sterben jährlich rund 7,6 Mio. Menschen an einer Krebserkrankung.

12,7 Mio. Krebs-Neuerkrankungen p.a.

Dabei sind weltweit bei Männern Lungenkrebs (34% aller Fälle) und Prostatakrebs (28,5%) die Krebsarten mit der höchsten Häufigkeit. Die Inzidenz kann regional jedoch erheblich abweichen. So sind beispielsweise in Deutschland, nach den Zahlen der RKI Prostatakrebs (26%) und Darmkrebs (15,8%) die häufigsten Krebsneuerkrankungen.

bei Männern weltweit am häufigsten:

- **Lungenkrebs**
- **Prostatakrebs**

Bei Frauen haben weltweit mit Abstand Brustkrebs (39%) und Gebärmutterhalskrebs (15,2%) die höchste Inzidenz. In Deutschland ist Brustkrebs für rund 30% der Neuerkrankungen und Darmkrebs für rund 16% verantwortlich.

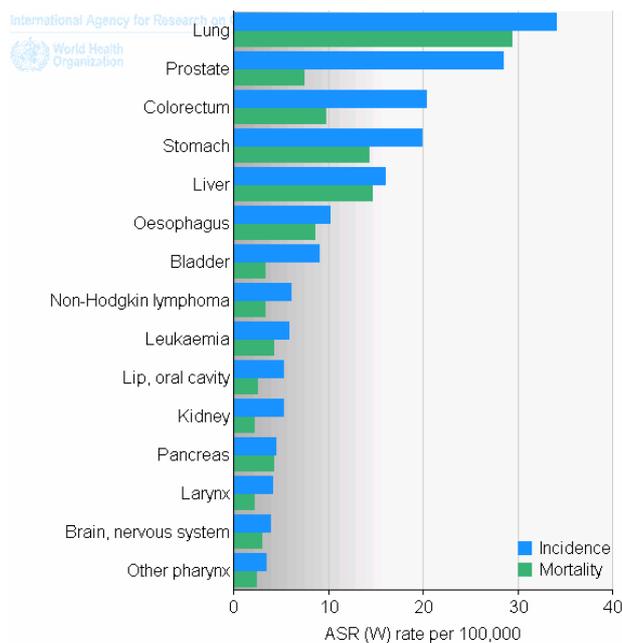
bei Frauen weltweit am häufigsten:

- **Brustkrebs**
- **Gebärmutterhalskrebs**

Ein Beispiel, basierend auf den Zahlen der Deutschen Krebs Gesellschaft, für die starken regionalen Unterschiede ist Brustkrebs. In den Vereinigten Staaten erkranken mehr als sechsmal, in Deutschland fast fünfmal mehr Frauen an Brustkrebs als in Japan. Wenn Japanerinnen in die Vereinigten Staaten auswandern, ändert sich ihr niedriges Brustkrebsrisiko kaum. Das Risiko ihrer Töchter und noch mehr das ihrer Enkelinnen, an Brustkrebs zu erkranken, nähert sich jedoch dem hohen Brustkrebsrisiko amerikanischer Frauen an.

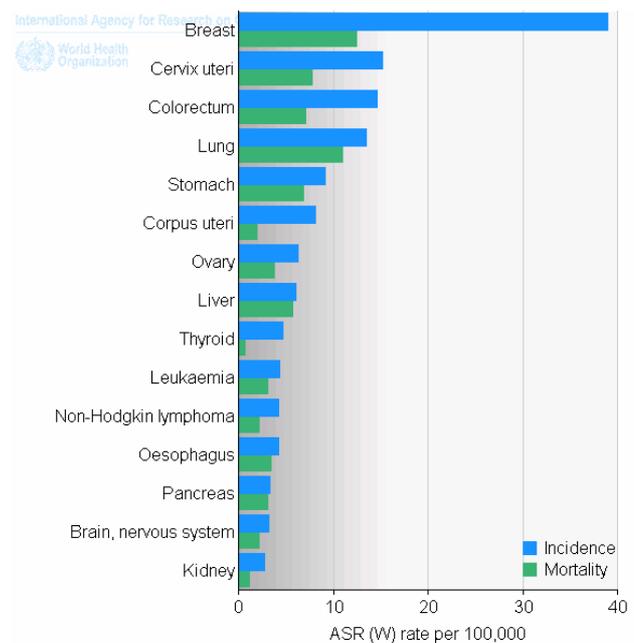
Starke regionale Unterschiede hinsichtlich Inzidenz

INZIDENZ UND MORTALITÄT BEI MÄNNERN



Quelle: WHO

INZIDENZ UND MORTALITÄT BEI FRAUEN



Quelle: WHO

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Kardiovaskuläre Erkrankungen

Mit dem Einstieg bei Medis in 2010 wurde das Feld um Software-Applikationen für den Bereich Kardiovaskuläre Erkrankungen erweitert.

Kardiovaskuläre Erkrankungen sind eine Gruppe von Erkrankungen, die vom Gefäßsystem und/oder vom Herzen ausgehen. Im weiteren Sinn umfasst der Begriff alle Krankheiten des Herz-Kreislauf-Systems. Basierend auf den Zahlen der WHO, sterben jährlich mehr Menschen an kardiovaskulären Erkrankungen (Cardiovascular diseases / CVDs) als an allen anderen Krankheiten.

In 2004 starben rund 17,1 Mio. Menschen an CVDs, was rund 29% aller weltweiten Todesfälle entspricht. Davon waren rund 7,2 Mio. Fälle durch koronare Herzerkrankungen und rund 5,7 Mio. Fälle durch Schlaganfall begründet. 82% der durch CVDs begründeten Todesfälle entfallen auf Länder mit niedrigem und mittlerem Einkommen.

Es wird geschätzt, dass bis 2030 die Zahl der durch CVDs begründeten Todesfälle auf jährlich rund 23,6 Mio. ansteigen wird. Hauptursachen sollten weiterhin Herzkrankheiten und Schlaganfall sein.

Kardiovaskuläre Erkrankungen stellen die häufigste Todesursache in Deutschland dar. Rund jeder zweite Todesfall geht auf eine derartige Erkrankung zurück. Insbesondere ältere Menschen sind betroffen.

Die Gründe für kardiovaskuläre Erkrankungen sind vielseitig. Als typische Zivilisationskrankheiten werden sie durch eine Reihe von Faktoren, die so genannten kardiovaskulären Risikofaktoren begünstigt. Dazu zählen unter anderem:

- Alter
- Übergewicht (Adipositas)
- Bluthochdruck (arterielle Hypertonie)
- Erhöhter Cholesterinspiegel (Hypercholesterinämie)
- Diabetes
- Alkoholkonsum
- Rauchen

**Herz-Kreislauf Krankheiten
Hauptursache für Todesfälle**

**17,1 Mio. Todesfälle bedingt durch
CVDs in 2004**

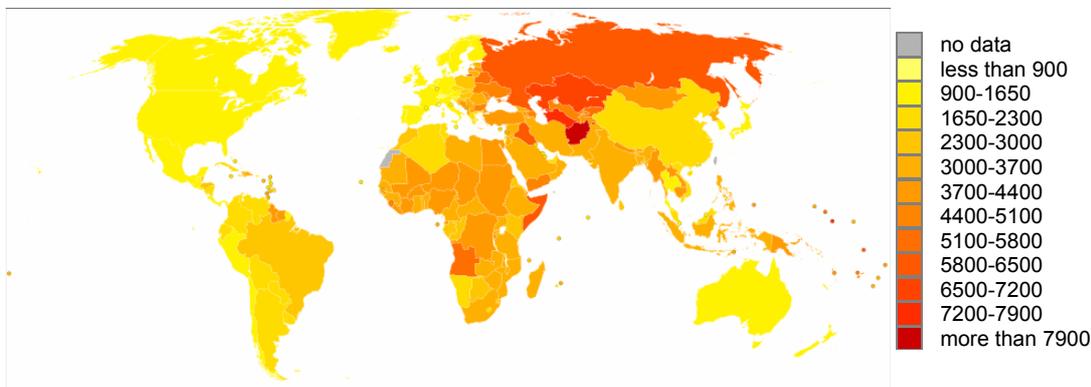
Deutliche Zunahme erwartet

**Ursache für jeden 2. Todesfall in
Deutschland**

**Ursache:
Zivilisationskrankheiten**

PRÄVALENZ KARDIOVASCULÄRE ERKRANKUNGEN

VON 100.000



Quelle: http://en.wikipedia.org/wiki/File:Cardiovascular_diseases_world_map_-_DALY_-_WHO2004.svg

Unternehmens-Guidance

Guidance 2010

Das Unternehmen sieht seit dem 4. Quartal 2009 eine leichte Belebung des US-amerikanischen Absatzmarktes. Bis zum 3. Quartal konnte die Marktdynamik aus der Zeit vor dem Krisenjahr 2009 jedoch nicht wieder erreicht werden.

Ausschlaggebend dafür ist nach Ansicht des Unternehmens die Investitionszurückhaltung der klinischen Endkunden auf dem wichtigen US Absatzmarkt. Dies sollte sich belastend auf die Entwicklung des gesamten Jahres 2010 auswirken.

MeVis geht nun für 2010 auf Konzernebene von einem moderaten Umsatzwachstum von rund 1% auf circa 14 Mio. Euro aus. Der Konzernumsatz soll dabei zu 75% auf das Segment Digitale Mammographie und 25% auf das Segment Sonstige Befundung entfallen.

Basierend auf dem erwarteten leichten Umsatzwachstum geht das Unternehmen von einem leicht negativen EBIT aus, da ein erheblich gestiegenes Abschreibungsrisiko die Rentabilität des Konzerns direkt belasten könnte.

Mittelfristiger Ausblick

Mittelfristig soll vor allem der Bereich Sonstige Befundung mit der Visia™ Enterprise und den dazugehörigen Applikationen deutlich zum Umsatzwachstum beitragen. Die aktuell in der Entwicklung befindlichen Projekte Visia™ Enterprise und auch die dazugehörigen Applikationen sollten innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate fertig gestellt sein. Das Unternehmen erwartet, dass die Projekte nach Markteinführung erheblich zum Umsatzwachstum beitragen werden und der aktuelle Forschungs- und Entwicklungsapparat neue Projekte, besonders aus dem Bereich Kardiovaskular, beginnen kann.

Das neue Visia™ Lung wurde auf Basis der Visia™ Enterprise Technologie entwickelt und ist das erste Produkt einer Reihe von krankheitsorientierten Anwendungen, die in den nächsten Quartalen auf den Markt gebracht werden sollen. Weitere neue Produkte beziehen sich auf Anwendungen in den Bereichen Leber, Brust, Neurologie, Prostata und Darm und sollen innerhalb der nächsten beiden Jahre Umsatz und Rentabilität bestimmen. Nach Aussagen des Unternehmens wird mit der Einreichung der FDA Zulassungsunterlagen für die Applikation virtuelle Koloskopie noch eine gewisse Zeit gewartet, so dass MeVis hier nicht zu den Ersten am Markt zählen wird.

Sollten die Umsätze nicht entsprechend ansteigen, wäre auch eine Reduzierung der Kostenbasis vorstellbar. Das Ungleichgewicht von Abschreibungen auf und Aktivierung von Entwicklungsleistungen soll sich ab 2011 wieder ausgleichen.

Markt hat wieder leicht an Dynamik gewonnen

Moderates Umsatzwachstum in 2010 erwartet

Leicht positives EBIT

Segment Sonstige Befundung als Wachstumstreiber

Aktuellen Projekte in 12 - 18 Monate fertig gestellt

MeVis kein „first Mover“ im Bereich Virtuelle Koloskopie

Auch Reduzierung der hohen F&E Kosten möglich

DZ BANK Einschätzung

Aktuelle Bilanzkennzahlen

Das Unternehmen verfügte zum 30.09.2010 über Liquide Mittel von rund 13,6 Mio. Euro. Dem stehen noch ausstehende Verbindlichkeiten aus dem Kauf des Hologic Geschäfts sowie aus dem Erwerb des „R2 Image Checker-CT“ von zusammen rund 12,3 Mio. Euro gegenüber. Die Liquiditätssituation wird vom Unternehmen selbst als „ausreichend“ beschrieben.

Cash rund 13,6 Mio. Euro

Verbindlichkeiten aus Akquisitionen rund 12,9 Mio. Euro

Das Unternehmen bilanziert rund 27,4 Mio. Euro immaterielle Vermögensgegenstände. Davon entfallen rund 16,6 Mio. auf bilanzierte Firmenwerte, wovon 12,5 Mio. Euro aus der Übernahme des Hologic Geschäfts und rund 4 Mio. Euro aus der Übernahme des „R2 Image Checker-CT“ stammen.

27,4 Mio. Euro immaterielle Vermögensgegenstände

Zum 30.09.2010 wurde ein Eigenkapital von rund 33,1 Mio. Euro bilanziert, dies ist zu rund 83% durch immaterielle Vermögensgegenstände bzw. rund 50% durch Firmenwerte hinterlegt. Die Eigenkapitalquote zum 30.09.2010 beträgt 64%.

**EK-Quote: 64%
EK zu 50% durch Firmenwert gedeckt**

Die immateriellen Vermögensgegenstände sind im Vergleich zum Eigenkapital mit 83% relativ hoch. Daher besteht ein Risiko, dass das Eigenkapital aufgezehrt werden könnte, sollte die Geschäftsentwicklung der jeweiligen Produkte nicht nach Plan verlaufen und Abschreibungen auf die jeweiligen Firmenwerte und aktivierten Entwicklungskosten notwendig werden. Insgesamt ist die Bilanzstruktur auf heutigem Stand jedoch als gesund zu bewerten.

Risiko von Abschreibung

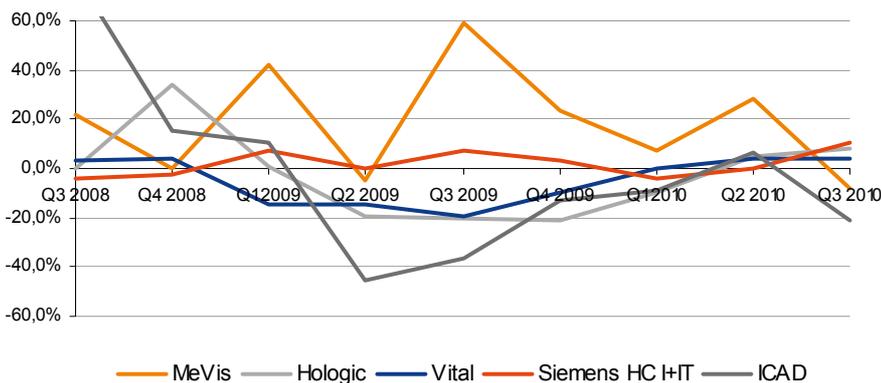
Insgesamt gesunde Bilanz

Erwartete Umsatzentwicklung

Wie nachfolgende Graphik zeigt, ist seit Ende 2009 von der Tendenz eine leichte Umsatzbelebung der Peer-Unternehmen zu verzeichnen. Wir haben für diese Analyse nur die jeweils am besten vergleichbaren Segmente herangezogen.

Leichte Marktbelebung seit Ende 2009 zu beobachten

PEER-GROUP: UMSATZENTWICKLUNG YOY%, ZUTREFFENDE SEGMENTE



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Insgesamt halten wir den Markt für Software im Bereich der Computer unterstützenden Diagnose für sehr interessant und vielversprechend. Der Bereich sollte von den globalen Wachstumstreibern wie der alternden Bevölkerung, einem stärkeren Fokus auf Vorsorge und auch den Forderungen nach mehr Effizienz der Gesundheitssysteme profitieren. Wie im Teil Positionierung beschrieben, gehen wir mittelfristig von einem knapp zweistelligen Marktwachstum aus.

CAD ein Wachstumsmarkt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

In der aktuellen Aufstellung als OEM-Unternehmen ist MeVis jedoch stark abhängig vom Erfolg der jeweiligen Industriepartner. Verschiedene Gesundheitsreformen mit dem Ziel die Gesundheitsausgabensteigerung zu bremsen, haben beispielsweise in den USA seit 2006 zu rückläufigen Investitionen in medizinische Großgeräte geführt. Auch ist es möglich, dass es durch die Folgen der Rezession zu einer weiteren Verschiebung von Investitionen besonders in den USA aber auch in europäischen Staaten mit hoher Staatsverschuldung und Budgetdefizit kommen kann. In Zeiten knapper Investitionsbudgets ist es u. E. deutlich schwieriger Kunden für neue und innovative Geräten sowie Software zu überzeugen, außer sie bringen deutliche Kostenvorteile.

Aktuell starke Abhängigkeit vom Erfolg der OEM-Partner

Die Umstrukturierung des Vertriebs mit einem stärkeren Fokus auf den Direktvertrieb zum einen über den von der Medis übernommenen eigenen Vertrieb und zum anderen über einen Vertrieb in Kooperation mit spezialisierten Vertriebspartnern eröffnet auf der einen Seite erhebliche Wachstumschancen. Auf der anderen Seite ergeben sich jedoch auch deutliche Risiken. Besonders steigende Fixkosten für einen Direktvertrieb sowie das Risiko bei der Wahl eines geeigneten Partners für den Vertrieb (besonders für die Visia™ Enterprise) sind u. E. nicht zu unterschätzen.

Erweiterung der Vertriebsstrategie eröffnet Chancen und Risiken

Im größten Bereich des Unternehmens, der Digitalen Mammographie, gehen wir davon aus, dass sich der Verkauf von Neulizenzen in den USA aufgrund der bereits hohen Umstellungsquote (71%) von analogen auf digitale Einrichtungen in den nächsten Jahren rückläufig entwickeln wird. Wir gehen jedoch davon aus, dass aufgrund der angestiegenen installierten Basis die Wartungserlöse noch leicht ansteigen und kontinuierlich fließen werden. Außerhalb der USA sehen wir hingegen weiterhin deutliche Entwicklungsmöglichkeiten und gehen von einem Wachstum von rund 7% p.a. aus. Zudem sollten die neuen Applikationen wie z. B. für den ACUSON S2000 zukünftig stärker zum Umsatzwachstum beitragen.

Digitale Mammographie:

- rückläufiger US-Markt
- Wachstumschancen außerhalb der USA
- Neue Produkte sollte zum Wachstum beitragen

Im Bereich Sonstige Befundung wird die weitere Umsatzentwicklung u. E. sehr stark vom Erfolg der Visia™ Enterprise und den dafür entwickelten Applikationen abhängen. Nach Aussagen des Unternehmens ist damit zu rechnen, dass bis 2011 ein Partner für den Vertrieb der Visia™ Enterprise benannt werden kann.

Sonstige Befundung:

Entwicklung wird u. E. stark vom Erfolg der Visia Enterprise abhängen

In den ersten 9 Monaten 2010 verliefen die Entwicklung und der Ausbau der Marktposition mit den neuen Produkten in den Bereichen Neurologie, Prostata und Lungendiagnostik im stagnierenden Gesamtmarkt uneinheitlich und in Summe enttäuschend. Ab dem 2011 sollte im Bereich Sonstige Befundung und hier besonders das Produkt Visia™ CT Lung, zum Umsatzwachstum beitragen, da Ende des 2. Quartals die webbasierte Integration in die Vitrea Enterprise Suite von Vital Images erfolgte, welche über eine große Installationsbasis verfügt.

9M 2010 deutlich unter den Erwartungen

Wir gehen davon aus, dass Medis in 2011 vollständig übernommen wird. Der Kaufpreis könnte nach Angaben des Unternehmens vollständig in eigenen Aktien bezahlt werden. Durch die Konsolidierung von und die Zusammenarbeit mit Medis und damit aus der Erweiterung des Geschäftsmodells in den Bereich der Applikationen für kardiovaskuläre Erkrankungen sollte sich das Unternehmen einen großen Schritt hin zu einer kritischen Masse weiterentwickeln. Diese größere Einheit sollte den unter Einschluss der laufenden Geschäftsbeziehung zur Frauenhofer MEVIS (ehemals MeVis Research GmbH) aktuell stark ausgebauten Forschungs- und Entwicklungsapparat langfristig tragen können. Wir gehen davon aus, dass

Medis Erstkonsolidierung in 2011 erwartet

Großer Schritt hin zur kritischen Maße

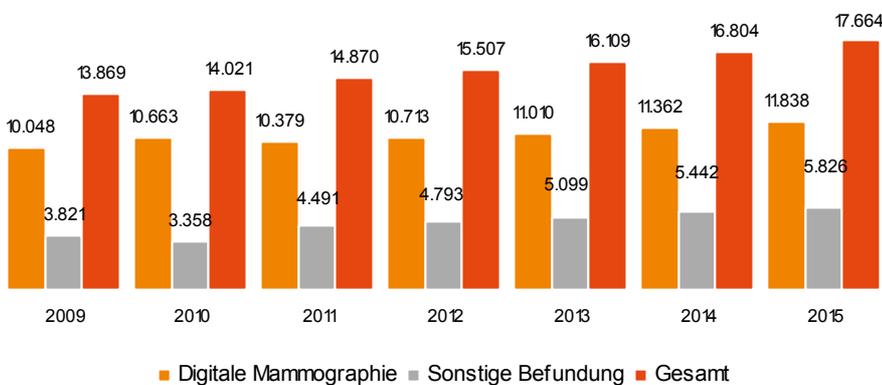
durch die Erstkonsolidierung der Medis in 2011 der Umsatz um rund 3 Mio. Euro ansteigen könnte.

Insgesamt gehen wir von einem Umsatz-CAGR (2010-13) von rund 4,7% aus. Unter der Annahme der Konsolidierung der Medis ab 2011 würde sich der Umsatz CAGR (2010-13) auf 12,7% erhöhen. Dabei haben wir angenommen, dass die Akzeptanz und Umsatzentwicklung der neuen Produkte wieder deutlich dynamischer verlaufen wird als in 2010. Die Schätzungen sind jedoch mit verschiedenen Unsicherheiten und Risiken behaftet. Zum einen sehen wir ein großes Risiko für unsere Schätzungen, sollten keine geeigneten Vertriebspartner für die neuen Kernprodukte auf Basis der Visia™ Enterprise-Plattform gefunden werden. Risiken sehen wir auch, wenn keine weiteren OEM-Verträge geschlossen werden können bzw. bestehende Verträge nicht weitergeführt würden, da wir den OEM-Vertriebsweg für den wichtigsten und Volumen stärksten halten.

Umsatz CAGR (10-13): 4.7%

jedoch mit verschiedenen Unsicherheiten behaftet

ERWARTETE UMSATZENTWICKLUNG



Quelle: DZ BANK Schätzungen

Erwartete EBIT-Entwicklung

Im Segment Digitale Mammographie gehen wir davon aus, dass basierend auf unserer Annahme eines stärker steigenden Umsatzes außerhalb der USA die Marge in den kommenden Jahren rückläufig sein sollte, da außerhalb der USA die Lizenz-Preise geringer sind.

Digitale Mammographie: Margenrückgang erwartet

Im Segment sonstige Befundung sollte das EBIT deutlich ansteigen. Zum einen sollte die erwartete Umsatzsteigerung zur Margenverbesserung beitragen. Zum anderen gehen wir davon aus, dass die hohen Entwicklungskosten, besonders für die Visia™ Enterprise, nach der Markteinführung zurückgefahren werden.

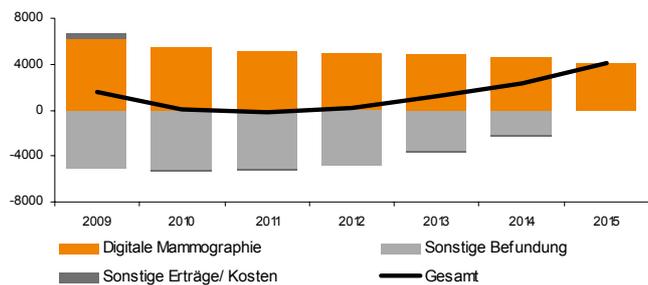
Sonstige Befundung: Deutliche Erholung der Marge erwartet

Insgesamt gehen wir davon aus, dass MeVis in 2010 und 2011 eine relativ geringe Marge erreichen wird, da Entwicklungskosten sowie die Erweiterung des Vertriebskonzepts und die Integration der Medis belasten werden. Eine EBIT-Marge von knapp unter 20% in 2015 ist vorstellbar. Sollten jedoch die Umsätze im Bereich sonstige Befundung deutlich hinter unseren Schätzungen zurückbleiben, würden die hohen internen und externen F&E Kosten sämtliche Erträge neutralisieren. Ein substantielles Restrukturierungsprogramm wäre dadurch notwendig.

Ziel EBIT-Marge: knapp unter 20%

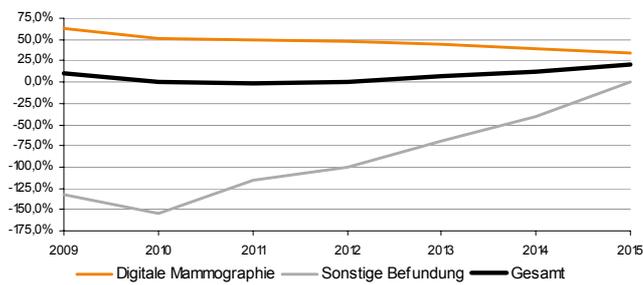
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

ERWARTETE EBIT-ENTWICKLUNG



Quelle: DZ BANK Schätzungen

ENTWICKLUNG MARGEN NACH SEGMENTEN



Quelle: DZ BANK Schätzungen

BEWERTUNG

Die Bewertung des Unternehmens gliedert sich in eine DCF-Analyse zur Ermittlung des inneren Werts der Aktie sowie in einen marktorientierten Peer-Group-Vergleich.

DCF-Analyse

Unser DCF-Modell unter den Annahmen einer ewigen Rente von 1% sowie einem WACC von 10,5% zeigt aktuell einen fairen Wert von 16 Euro je Aktie. Im Jahr der ewigen Rente gehen wir von einer EBIT-Marge von knapp 20% aus. Rund 80% des Wertes entfallen auf das Jahr der ewigen Rente.

DCF-Wert: 16 Euro je Aktie

DCF-MODELL

Daten des zu bewertenden Unternehmens

Wachstumsrate ewige Rente	1,0%
Durchschnittlicher Kapitalkostensatz (WACC)	10,45%
(Kapitalkostensätze werden periodenspezifisch berechnet)	

Mio. Euro	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Bereinigtes EBIT	0,0	-0,2	0,1	1,2	2,3	4,0
Ertragsteuern auf EBIT	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-1,2
Effektiver Ertragsteuersatz (Cash Taxes)	0,0%	0,0%	0,0%	18,3%	30,0%	30,0%
Net Operating Profit After Tax (NOPAT)	0,0	-0,2	0,1	1,0	1,6	2,8
+Abschreibungen (-Zuschreibungen)	4,4	4,9	4,7	4,6	4,4	4,2
-Investitionen (+Desinvestitionen)	-3,9	-4,3	-3,7	-3,9	-4,1	-4,1
-Erhöhung (+Verminderung) des Working Capitals	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Freier Cashflow	0,4	0,3	1,1	1,5	1,7	2,8

Barwert der Freien Cashflows **21,6**

Wert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	0,0
Finanzielle Vermögenswerte und liquide Mittel	16,4
Unternehmenswert Beginn Geschäftsjahr	38,0
Verbindlichkeiten	-14,5
Rückstellungen (incl. Pensionsrückstell.)	0,0
Eigenkap.-Wert (inkl. Minderh.) Beginn GJ	23,5
Wert der Minderheitenanteile	0,0
Korrektur des Fremdkapitals um Wandelanleihen	0,0
Eigenkap.-Wert (ohne Minderh.) Beginn GJ	23,5
Aufzinsung bis Bewert.-stichtag (m. EK-Kostensatz)	3,6
Eigenkap.-Wert (ohne Mind.) Bewert.-stichtag	27,1

Wert des EK je Aktie, verwässert (EUR) **16,0**

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: MeVis Medical Solutions und DZ BANK Schätzung

Quelle: DZ BANK

Peer Group Bewertung

In unserer Peer Group Bewertung haben wir untersucht, welcher Wert sich für MeVis aus einem relativen Vergleich mit seinen Wettbewerbern ergibt. Für die Bewertung haben wir eine Peer Group erstellt, die aus börsennotierten Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsschwerpunkten besteht.

Als passende Peer Group Unternehmen wurden von uns identifiziert:

- **CompuGroup** ist eines der führenden eHealth-Unternehmen in Europa. Das Unternehmen erstellt Software und Kommunikationslösungen die Ärzten, Zahnärzten, Krankenhäusern, Verbänden oder Netzen sowie sonstigen Leistungserbringern bei der Organisation ihres Workflows, bei der Diagnose und bei der Therapie helfen. Es bietet zudem eine Plattform für die Vernetzung sämtlicher Beteiligten im Gesundheitswesen an. In 2009 erzielte das Unternehmen mit 2.800 Mitarbeitern einen Umsatz von 293,4 Mio. Euro.
- **iCAD, Inc.** erstellt Software im Bereich CAD und Workflow Solutions für die Mammographie (Film basiert), digitale Radiographie (DR), computed Radiographie (CR), Magnet Resonanz Imaging (MRI) und Computer Tomographie (CT). Das Unternehmen bietet Lösungen für die Früherkennung in den Bereichen Brust, Darm, Prostata und in Zukunft auch Lunge. In 2009 erzielte das Unternehmen mit 103 Mitarbeitern einen Umsatz von 28,1 Mio. USD nach 37,5 Mio. USD in 2008.
- **Medipattern** erstellt Softwarelösungen im Bereich CAD für Brust Ultraschall und Brust MRI. Im Geschäftsjahr 2009 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 0,2 Mio. USD.
- **Merge Healthcare** bietet Lösungen für die Bildgebung und Informationsmanagement in der Radiologie, Kardiologie und Orthopädie. Zudem bietet das Unternehmen Lösungen für die Vernetzung. Unter anderem bietet das Unternehmen PACS Lösungen. Zudem bietet das Unternehmen CAD-MRI für Brust, Leber und Prostata. In 2009 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von rund 66,8 Mio. Euro nach 56,8 Mio. im Vorjahr.
- **Pro Medicus** ist ein australischer Medizin IT und e-health Anbieter. Es bietet Radiology Informations Systeme (RIS), Picture Archiving Communication Systeme (PACS) sowie 2D, 3D und 4D Software. Im Geschäftsjahre 2009 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 15,6 Mio. AUD.
- **RaySearch** entwickelt Software für den Bereich der Strahlentherapie. Das Unternehmen beliefert als OEM Unternehmen wie Philips und Varian. Die Produkte werden u. a. eingesetzt, um die Dosis zu optimieren. In 2009 Geschäftsjahr 2009 erwirtschaftete das Unternehmen mit 52 Mitarbeitern einen Umsatz von 83,7 Mio. SEK sowie eine operative Marge von 48,8%.
- **Sectra** bietet Lösungen für die Bereiche RIS/PACS, Mammographie und Orthopädie. Im Bereich Medical Systems generiert das Unternehmen rund 89% der Umsätze. Innerhalb des Bereichs Medical Systems erwirtschaftet

Vergleich des Unternehmens mit gelisteten Unternehmen

Peer Group

der Bereich IT Systeme für die Radiologie rund 88% der Umsätze. Im Geschäftsjahr 2009/10 erwirtschaftete das Unternehmen mit 584 Mitarbeitern einen Umsatz von 848 Mio. SEK.

- **Vital Images** bietet Advanced Visualization und Software-Analyse Lösungen. Die Lösungen transformieren Daten der diagnostischen Bildgebung in funktionale digitale Bilder. Das Unternehmen ist in den Indikationen Kardiovaskulär, Neuro und Krebs aktiv. Zudem bietet das Unternehmen ein Produkt für die virtuelle Koloskopie an. In 2009 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 58,2 Mio. USD nach 68,1 Mio. USD in 2008.

EIGENKAPITAL BEWERTUNGSKENNZAHLEN

EK-Bewertungskennzahlen Unternehmen	Kurs in Landeswährung	Währung	Marktkapitalisierung (Mio EUR)	Kurs/CF			KGV			EPS CAGR	
	29.11.2010			2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e	09-13e	2010e
CompuGROUP Holding AG	10,0	EUR	530,3	10,3	8,6	7,0	31,7	20,1	14,6	35,3%	0,9
icad Inc.	1,5	USD	51,6	n/a	n/a	n/a	neg.	neg.	n/a		
Medicsight PLC	4,9	GBP	9,2	n/a	n/a	n/a			n/a		
Medipattern Corp.	0,1	CAD	3,2	n/a	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a		
Merge Healthcare Inc. *	3,9	USD	251,0	n/a	196,0	11,9	35,6	21,8	13,5	20,9%	1,7
Pro Medicus Ltd.	0,5	AUD	37,7	n/a	n/a	n/a	13,1	9,3	9,0	8,2%	1,6
RaySearch Laboratories AB *	34,5	SEK	130,0	69,0	20,1	17,1	44,8	23,5	17,9	34,3%	1,3
Sectra AB *	30,0	SEK	120,6	12,4	9,6	8,2	30,0	16,0	10,7	74,5%	0,4
Vital Images Inc. *	13,5	USD	145,3	n/a	n/a	n/a	neg.	1348,0	89,9		
MeVis Medical Solutions AG	15,10	EUR	25,6	6,7	5,7	5,4	neg.	neg.	neg.	22,6%	
Geom. Mean			63,8	20,7	23,8	10,4	28,8	35,7	17,7	27,4%	1,1
Deviation				-68%	-76%	-48%					
Median			120,6	12,4	14,8	10,1	31,7	20,9	14,0	34,3%	1,3
Deviation				-47%	-61%	-46%				-34%	

Quelle: FactSet, DZ BANK

Aufgrund der geringen Profitabilität von MeVis und der meisten Peer-Group Unternehmen erscheint ein Vergleich auf Basis von Eigenkapitalkennzahlen nicht Ziel führend.

EK-Kennzahlen nicht Ziel führend

EV BEWERTUNGSKENNZAHLEN

EV-Bewertungskennzahlen Unternehmen	EV (Mio. EUR)	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EBITDA-Rendite			EBITDA CAGR 09-13e	EV/EBITDA zu EBITDA- CAGR 2010e
		2010e	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e		
CompuGROUP Holding AG	665,8	2,0	1,6	1,5	9,5	7,3	6,5	21,1%	22,2%	23,1%	16,1%	0,6
icad Inc.	51,6				n/a	n/a	n/a					
Medicsight PLC	9,2				n/a	n/a	n/a					
Medipattern Corp.	3,2	14,1					n/a					
Merge Healthcare Inc. °	377,9	3,2	2,1	1,8	12,5	9,0	7,3	25,6%	23,2%	24,6%	34,8%	0,4
Pro Medicus Ltd.	34,9	2,6	2,6	2,4	7,8	6,0	5,3	32,9%	43,1%	44,5%	15,2%	0,5
RaySearch Laboratories AB	120,5	9,5	7,1	6,3	16,5	11,1	9,2	57,4%	64,3%	68,5%	36,4%	0,5
Sectra AB	103,1	1,0	0,9	0,7	9,1	5,8	4,4	11,0%	14,6%	16,4%	43,4%	0,2
Vital Images Inc.	55,3	1,2			14,1	n/a	n/a	8,4%	8,2%			
MeVis Medical Solutions AG	25,5	1,5	1,5	1,4	5,7	5,6	5,2	26,4%	27,2%	27,3%	6,4%	0,9
Geom. Mean		3,1	2,2	2,0	11,2	7,6	6,4	21,4%	23,6%	30,9%	26,6%	40,2%
Deviation		-51%	-32%	-28%	-49%	-27%	-18%					122%
Median		2,6	2,1	1,8	11,0	7,3	6,5	23,4%	22,7%	24,6%	34,8%	0,5
Deviation		-41%	-28%	-21%	-48%	-24%	-20%					96%

Quelle: FactSet, DZ BANK

Auf Basis der EV-Kennzahlen ist das Unternehmen fair bewertet. Jedoch muss berücksichtigt werden, dass MeVis sehr hohe Abschreibungen verbucht, welche das EBITDA größtenteils auffressen.

Fair bewertet

Der Peer-Group-Vergleich gestaltet sich insgesamt sehr schwierig, da die führenden Marktteilnehmer meist Tochtergesellschaften großer Konglomerate wie Siemens, GE und Phillips sind, von denen die Multiples aufgrund der Dominanz anderer Geschäftsbereiche nicht herangezogen werden können. Die wenigen gelisteten Unternehmen sind relativ klein. Es liegen nur vereinzelt Schätzungen vor bzw. die Unternehmen sind nicht noch nicht profitabel. Daher ist der Peer-Group-Vergleich u. E. insgesamt wenig aussagekräftig.

Peer Group Vergleich insgesamt wenig aussagekräftig

SWOT-ANALYSE

Stärken	<ul style="list-style-type: none"> • Führende Marktposition im Bereich Software für die digitale Mammographie • Partnerschaften mit führenden Medizintechnik-Unternehmen • Umfangreiches Portfolio von CAD Produkten • Starker Cash-flow aus dem Bereich Digitale Mammographie • Starkes Entwicklungsteam • Zugang und Beziehung zum Forschungsinstitut Fraunhofer-MeVis und zu internationalen Experten-Netzwerken • Begrenzte Anzahl Wettbewerber im relevanten Markt • Konstante, stabile Aktionärsstruktur 	<ul style="list-style-type: none"> • Starke Abhängigkeit von der digitalen Mammographie • Starke Abhängigkeit von Großkunden (90% des Umsatzes mit 3 Kunden) • Bisher geringe Akzeptanz für neue Produkte • Tätig in einem relativ kleinen und regulierten Markt • Starke Abhängigkeit von der US-Dollarentwicklung • Hohe immaterielle Vermögensgegenstände • Vorhandene Barmittel werden durch Kaufpreisverpflichtungen fast aufgezehrt • Finanzvorstand neu im Amt 	Schwächen
Chancen	<ul style="list-style-type: none"> • Visia™ Enterprise eröffnet neue Möglichkeiten, sollte ein starker Vertriebspartner gefunden werden • Visia Enterprise erweitert relevanten Markt und macht MeVis unabhängiger von OEM-Partnern • Einführung Screening für Lungenkrebs in den USA • Bedeutung der medizinischen Vorsorge steigt weiter an • Steigende Akzeptanz von CAD-Produkten • Erschließung neuer Kundengruppen und Vertriebswege • Steigende Investitionsbudgets für Software zur Effizienzsteigerung im Gesundheitswesen • Ausbau des Direktvertriebs trägt zur Margenverbesserung bei • Ausbau der Gesundheitssysteme in den Emerging Marktes • Übernahme der MeVis möglich 	<ul style="list-style-type: none"> • Kostensenkungsprogramme und anhaltender Investitionsstau im Gesundheitswesen • Starke F&E Fokussierung auf die Visia Enterprise, Erfolg abhängig von potentiellm Vertriebspartner • Keine weiteren OEM-Verträge • Anhaltend geringe Akzeptanz neuer Produkte • Zu wissenschaftliche Entwicklung neuer Produkte • Mögliche Abschreibungen auf immaterielle VG • Steigender Wettbewerbs- und Kostendruck • Krankenhausbudgets werden verstärkt durch nicht-Anwender beeinflusst • Me-too Produkte aus China 	Risiken

Quelle: DZ BANK

Das Unternehmen besitzt aufgrund der starken Positionierung im Feld der Digitalen Mammographie, der aufgebauten Partnerschaften mit führenden Medizintechnik-Unternehmen sowie dem hohen technischen Know-how, gute Chancen diese Fähigkeiten auch in weitere Bereiche zu übertragen. Jedoch sehen wir auch verschiedene Risiken im Unternehmen. Besonders die starke Fokussierung der Entwicklung auf die Visia™ Enterprise Plattform sowie die aktuell geringe Akzeptanz der neuen Produkte sehen wir als Hauptrisiken. Insgesamt ermitteln wir ein ausgewogenes Chancen-Risiken Profil.

Ausgewogenes Chancen-Risiken Profil

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Anlageempfehlung

Auf der Grundlage unsers DCF-Modells errechnen wir einen Wert von 16 Euro je Aktie. Daher starten wir die Coverage der MeVis Medical Solutions AG mit der Anlageempfehlung Halten.

Empfehlung: Halten
Fairer Wert: 16 Euro je Aktie

Spezielle Software, die es ermöglicht, für den Mediziner die wichtigen Informationen aus Bilddaten herauszufiltern und nutzbar zu machen, sehen wir als Zukunftsmarkt, den MeVis erfolgreich besetzt. Das Marktwachstum wird auf rund 11% geschätzt.

CAD ein Wachstumsmarkt
11% Wachstum erwartet

Als wesentliche Katalysatoren für die weitere Entwicklung der Aktie sehen wir:

Katalysatoren

- Das Ergebnis des Geschäftsabschlusses 2010 (+/-)
- Mögliche Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände (--)
- Benennung geeigneter Vertriebspartners für die Visia™ Enterprise (++)
- Erfolg der Markteinführung der Visia™ Enterprise Applikationen (+)
- Entwicklung Digitale Mammographie außerhalb der USA (+)
- Akzeptanz der neuen Produkte (+/--)
- Steigende Akzeptanz für Lungenkrebs Screening in den USA (+++)
- Vollständige Übernahme der Medis in 2011 (+/-)
- Mögliche Übernahme der MeVis (+)

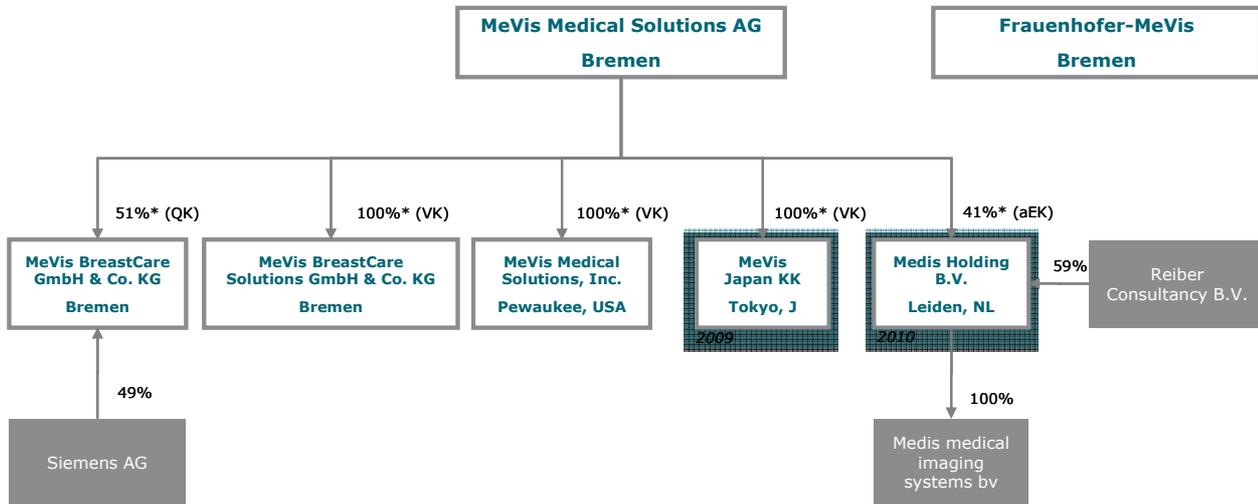
Insgesamt empfehlen wir Investoren aktuell abzuwarten, bis das Chancen-Risiko Profil mit positivem News-flow zu den oben genannten Ereignissen in den positiven Bereich dreht. Bei Investitionen bleibt die Marktkapitalisierung von rund 30 Mio. Euro sowie der geringe Free-float von rund 13% zu berücksichtigen.

Investoren sollten abwarten, bis das Chancen Risiken Profil positiv wird

Anhang

Unternehmensaufbau

UNTERNEHMENSSTRUKTUR



Quelle: MeVis, DZ BANK

Die MeVis Medical Solutions AG (MMS AG) hält verschiedene Tochtergesellschaften. Im Rahmen eines Joint Ventures mit der Siemens AG hält die MMS AG 51% an der MeVis BreastCare GmbH & Co. KG (MBC KG). Die MBC KG spezialisiert sich hauptsächlich auf den Bereich multimodaler Befundungssysteme für die Früherkennung, Diagnostik und Therapieunterstützung bei Brusterkrankungen. Die Software-Applikationen sind auf den Befundungsplätzen enthalten, die vom Industriepartner Siemens unter den Markennamen MammoReport, syngo BreVis und ACUSON S2000 vertrieben werden.

Verschiedene Tochtergesellschaften:

Mit Vertrag vom 21.10.2008 wurde die Geschäftstätigkeit mit dem Industriepartner Hologic rückwirkend zum 01.07.2008 aus der MBC KG herausgelöst und in die neu gegründete MeVis BreastCare Solutions GmbH & Co. KG (MBS KG) eingebracht. Die Erstkonsolidierung erfolgte zum 01.11.2008. Die Befundungsarbeitsplätze des Industriepartners Hologic werden unter dem Markennamen SecurView vertrieben.

Hologic-Geschäft aus MBC KG 2008 herausgelöst

Die MeVis Medical Solutions, Inc. (MMS Inc.) unterstützt den MeVis-Konzern im Vertrieb auf dem US-amerikanischen Absatzmarkt. Die MeVis Japan KK wurde erst in 2009 gegründet und soll den Vertrieb in Japan unterstützen.

- Auslandstöchter:**
- **MMS Inc.**
 - **MEVIS Japan**

Im Jahr 2010 hat das Unternehmen begonnen, sich an der Medis Holding B.V. zu beteiligen, die im Bereich der kardiovaskulären Bildgebung aktiv ist.

Beteiligung an Medis

Wichtige Meilensteine:

2007

In 2007 wurde die Softwaretechnologie „MeVisLab“ von der MRE GmbH erworben. Die Softwaretechnologie wurde von MRE zum Zwecke des „Rapid Prototyping“ von Softwarelösungen im Umfeld der bildgebenden Medizin entwickelt. Die Software zeichnet sich durch die Möglichkeit des modularen Zusammenfügens von unterschiedlichen vorentwickelten Applikationen aus dem Umfeld der bildbasierten Medizin aus und erlaubt eine signifikante Verkürzung bestehender Entwicklungsprozesse. Der Kaufpreis der Software belief sich auf 925 TEUR.

M&A - Tätigkeit

MeVisLab

„Rapid Prototyping“

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

April 2008

Im April 2008 wurde das ImageChecker CT Lung CAD-Geschäfts von R2 Technologies, einem Unternehmen der Hologic-Gruppe akquiriert. Die Software trägt jetzt den Namen VistaCT Lung und wurde in Q3 2008 eingeführt. Hierbei handelt es sich um eine hoch spezifische Software für die automatische Erkennung von Lungenknoten bzw. Lungenherden und Lungenembolien in Mehrschicht-Untersuchungen mittels CT. Die computergestützte Erkennung (CAD) hilft den behandelnden Ärzten bei der Früherkennung von Lungenkrebs. Die Anschaffungskosten beliefen sich auf insgesamt 9 Mio. USD und sind in mehreren Teilzahlungen bis 30.09.2010 fällig. Beim Kauf ist ein Goodwill in Höhe von 3,6 Mio. Euro gebildet worden. Zum Erwerbszeitpunkt erzielte der Bereich Umsätze von rund 372 TEUR sowie einen Jahresfehlbetrag von 664 TEUR.

R2 ImageChecker CT**CAD für Lungenerkrankungen****Oktober 2008**

Im Oktober 2008 wurde die Software Colotux für insgesamt 220 TEUR gekauft. Der Kaufpreis wurde zur Hälfte über eigene Aktien bezahlt. Bei dem Produkt handelt es sich um eine Software-Lösung für die Virtuelle Koloskopie. Mit Hilfe schneller 3D-Oberflächenvisualisierung von CT-Bilddaten kann der Darm in beiden Richtungen „durchflogen“ werden. Mit Hilfe der computerunterstützten Erkennung (CAD) können verdächtige Polypen erkannt werden.

Colotux**Virtuelle Koloskopie****Oktober 2008**

Mit Siemens wurde die vollständige Herauslösung des Hologic-Geschäftsbereichs aus dem JV MeVis BreastCare GmbH & Co. KG unter verhältnismäßiger Abspaltung auf die MBS KG und der anschließende Erwerb der Anteile vereinbart. Der Erwerb bezieht sich auf 49% des Anteils von Siemens am Reinvermögen der Tochter MBS KG. Die Kaufpreis beliefen sich auf insgesamt 17,5 Mio. Euro, besteht aus einer Cash-Komponente sowie einem Lizenzguthaben und ist in mehreren Raten bis voraussichtlich 2013 fällig und in seiner Höhe an bestimmte Bedingungen geknüpft. Beim Kauf wurde ein Goodwill in Höhe von 12,5 Mio. Euro gebildet.

Herauslösung Hologic-Geschäft aus dem JV mit Siemens, MeVis BreastCare**Januar 2009**

Rückgabe des 25,1% Anteils an der MeVis Research GmbH an die Freie Hansestadt Bremen, im Rahmen der Umwandlung der gemeinnützigen GmbH in das Fraunhofer-Institut für Bildgestützte Medizin MeVis. Die Umwandlung des Forschungsinstituts MeVis Research GmbH in ein Institut der Fraunhofer Gesellschaft soll die Forschungs-Basis des Konzerns noch weiter verbreitern. Eine Verdopplung der Forschungskapazitäten beim Fraunhofer MEVIS – Institut für Bildgestützte Medizin ist in den nächsten Jahren vorgesehen.

Abgabe Anteil MeVis-Research**Januar 2010**

Am 15. Januar wurde ein Vertrag über die Zusammenführung von Geschäftsaktivitäten, begleitet von einer schrittweisen Kapitalbeteiligung an der Medis Holding B.V., Leiden bis zu 100% abgeschlossen. Die Kapitalbeteiligung ist in drei festgelegten Schritten bis zum Jahr 2011 in Verbindung mit einem anschließenden Earn-out möglich. Im ersten Schritt ist eine Barkapitaleinzahlung in Höhe von 0,4 Mio. Euro erfolgt, was einer Kapitalbeteiligung von rund 14% entspricht.

Schrittweise Kapitalbeteiligung an der Medis Holding B.V.**14% Kapitalbeteiligung im 1. Schritt**

Medis entwickelt Software-Lösungen, die Kardiologen, Technikern und Forschern die genaue Quantifizierung kardiovaskulärer Bilddaten ermöglichen. Die Produkte der Medis sind auf die bildgebende Diagnostik von Herz-Kreislaufkrankungen mittels MRT, CT, Röntgenaufnahmen und intravaskulärem Ultraschall ausgerichtet.

Medis: Fokus auf Herz-Kreislaufkrankungen

Juni 2010

Im Juni 2010 wurden weitere 27% an der Medis erworben. Der Preis von 0,87 Mio. Euro setzt sich aus von Cash-Komponente von 0,5 Mio. Euro und zusätzlich eigenen Aktien im Wert von 367 TEUR zusammen.

Erwerb weiterer 27% an Medis Holding

Insgesamt hat das Unternehmen in den vergangenen Jahren Technologien für rund 25 Mio. Euro akquiriert. Davon stehen zum 30.09.2010 noch Verbindlichkeiten von rund 12,3 Mio. Euro aus, von denen rund 6,2 im 2. Halbjahr 2010 zur Zahlung fällig sind.

Rund 25 Mio. Euro für Akquisitionen

Management

Der Vorstand der MeVis Medical Solutions AG besteht aus drei Mitgliedern.

Dr. Carl J.G. Evertsz (CEO) ist Mitbegründer der MeVis-Research GmbH und der MeVis Medical Solutions AG. Er studierte Physik, promovierte in Groningen und war wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Yale University. Er ist Verfasser von über 60 Publikationen in den Bereichen Analyse medizinischer Bilddaten, computergestützte Diagnose, Finanzmathematik, fraktale Geometrie.

**CEO,
Dr. Carl J. G. Evertsz**

Mit Meldung vom 23.07.2010 wurde bekannt gegeben, dass Dr. Robert Hannemann mit Wirkung zum 01.10.2010 zum neuen CFO des Unternehmens bestellt wurde. Er studierte Chemie und war als Berater und Projektleiter bei der Boston Consulting Group sowie in kaufmännischen Führungsfunktionen in verschiedenen Branchen tätig. Er ersetzte Christian Seefeldt, der seit 01.01.2009 als CFO für das Unternehmen tätig war und das Unternehmen aus persönlichen Gründen verlassen hat.

**Neuer CFO zum 01.10.2010
Dr. Robert Hannemann**

Thomas E. Tynes (Marketing & Sales) ist seit August 2007 Vorstand der MeVis Medical Solutions AG. Er studierte Business Management in den USA war u. a. General Manager der IGC Medical Advances, Mitbegründer der Eye Prosthetics of Wisconsin sowie Director Clinical Solutions der Invivo Corporation (heute Philips).

**Marketing & Sales,
Thomas E. Tynes**

Börsengang

Seit dem 16.11.2007 ist MeVis Medical Solutions im Regulierten Markt (Prime Standard) notiert.

IPO am 16.11.2007

Das Angebot bestand aus insgesamt 776.866 Aktien, davon 520.000 Aktien aus einer Kapitalerhöhung, 159.366 Aktien aus dem Eigentum der Altaktionäre sowie weiteren bis zu 97.500 Aktien aus einer von den Altaktionären eingeräumten Mehrzuteilungsoption. Es wurden sämtliche angebotenen Aktien zugeteilt. Der Platzierungspreis lag mit 55 Euro am unteren Ende der Preisspanne von 55 bis 65 Euro je Aktie. Das Emissionsvolumen hat demnach EUR 42,7 Mio. betragen, wovon EUR 28,6 Mio. der Gesellschaft zugeflossen sind.

**Mittelzufluss von
rund EUR 29 Mio.**

Schaffung genehmigten Kapitals

Auf der Hauptversammlung am 10.06.2010 wurde das (alte) genehmigte Kapital in Höhe von 650.000 Euro aufgehoben. Davon waren nach Ausnutzung nur noch 130.000 Euro übrig.

Gleichzeitig wurde ein neues genehmigtes Kapital in Höhe von bis zu 910.000 Euro durch ein- oder mehrmalige Ausgabe von neuen, auf den Namen lautende Stückaktien gegen Bar- oder Sacheinlagen bis zum 9. Juni 2015 genehmigt.

- 50% des derzeitigen Grundkapitals
- Bei Bedarf Stärkung der Eigenmittel der Gesellschaft
- Nutzung von Opportunitäten und Mittel zur Abwehr feindlicher Übernahmen

Aufhebung des alten genehmigten Kapitals

Neues genehmigte Kapital in Höhe von 910.000 Euro

Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien

Zudem hat sich die Gesellschaft befristet bis zum 9. Juni 2015 die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien bis zu 10% des Grundkapitals erteilen lassen. Die alte Regelung war Anfang 2010 ausgelaufen.

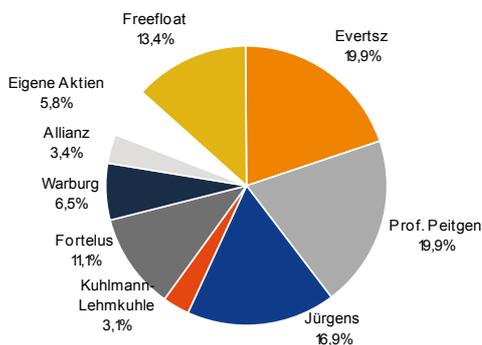
Rückkauf von 10% eigener Aktien möglich

Aktionärsstruktur

Die Mehrheit, rund 57%, der Aktien befinden sich im Besitz der Gründungsmitglieder. Davon entfallen ~19,9% auf Dr. Carl J. G. Evertsz (CEO), ~19,9% auf Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen (AR Vorsitzender) und ~16,9% auf Dr. Hartmut Jürgens. 5,8% der Anteile befinden sich im Eigenbesitz des Unternehmens. Diese sollen u. a. zum Erwerb der Medis eingesetzt werden.

Freefloat ~13%

AKTIONÄRSSTRUKTUR



Quelle: MeVis

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Dividendenpolitik

Die Dividendenpolitik des Unternehmens sieht vor, dass unter folgenden Bedingungen eine Dividende gezahlt wird:

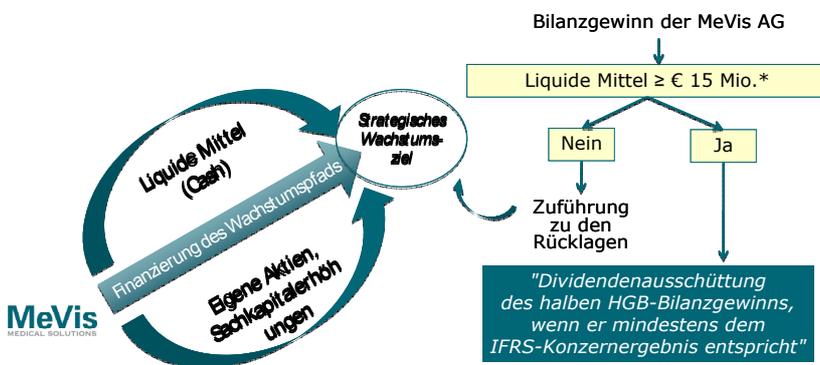
1. die liquiden Mittel 15 Mio. Euro überschreiten
2. HGB Gewinn >= IFRS Konzernergebnis

Unter diesen Bedingungen soll die Hälfte des HGB-Bilanzgewinns ausgeschüttet werden.

DIVIDENDENPOLITIK

Konzernergebnis (IFRS)

Dividendenvoraussetzung nach HGB:



* Entspricht ca. der Hälfte der immateriellen Vermögenswerte

Quelle: MeVis

Frauenhofer-MEVIS

Frauenhofer-MEVIS ist ursprünglich aus dem „Centrum für Medizinische Diagnosesysteme und Visualisierung GmbH“ hervorgegangen, die im August 1995 von Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen, Dr. Carl J. G. Evertsz und Dr. Hartmut Jürgens als gemeinnütziges Institut der Universität Bremen gegründet wurde. Gesellschafter der MeVis GmbH, die später in MeVis Research GmbH umbenannt wurde, waren bis Ende 2008 das Land Bremen sowie von Juni 2007 bis Juni 2008 zusätzlich die MeVis Medical Solutions AG. Aufbau und Forschungsbetrieb von MeVis Research wurden von den Gesellschaftern durch eine Grundfinanzierung unterstützt und von einem international besetzten wissenschaftlichen Beirat inhaltlich begleitet.

Frauenhofer-MeVis

Gewinn- und Verlustrechnung

Mio. Euro	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	13,9	14,0	14,9	15,5	16,1	16,8
Bestandsveränd./Eigenleistungen	2,3	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2
Gesamtleistung	16,2	16,8	17,5	17,9	18,3	19,0
% ggü. Vorjahr		4%	4%	3%	2%	4%
Materialkosten	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Personalkosten	-9,8	-10,4	-11,2	-11,5	-11,7	-12,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,8	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,3	-2,8	-2,5	-2,5	-1,8	-1,0
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,5	4,4	4,8	4,9	5,7	6,7
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	4,5	4,4	4,8	4,9	5,7	6,7
Abschreibungen	-2,8	-4,4	-4,9	-4,7	-4,6	-4,4
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	1,6	0,0	-0,2	0,1	1,2	2,3
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	1,6	0,0	-0,2	0,1	1,2	2,3
% ggü. Vorjahr		-98%	-632%		727%	93%
Finanzergebnis	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,2
Ergebnis vor Steuern	1,2	-0,2	-0,6	0,0	1,2	2,5
Nachrichtlich: EBT bereinigt	1,2	-0,2	-0,6	0,0	1,2	2,5
% ggü. Vorjahr		-116%				104%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,8	-0,4	0,1	0,0	-0,3	-0,7
Steuerquote	66%	-198%	23%	9%	27%	26%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	0,4	-0,6	-0,4	0,0	0,9	1,8
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	0,4	-0,6	-0,4	0,0	0,9	1,8
Ergebnisanteile der Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,4	-0,6	-0,4	0,0	0,9	1,8
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	0,4	-0,6	-0,4	0,0	0,9	1,8
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,23	-0,33	-0,26	-0,02	0,53	1,09
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,23	-0,33	-0,26	-0,02	0,53	1,09

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: MeVis Medical Solutions und DZ BANK
Schätzung

KENNZAHLEN

Euro	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
GuV-Kennzahlen					
Gesamtleistung (in Mio.)	16,2	16,8	17,5	17,9	18,3
EBITDA-Rendite	27,7%	26,4%	27,2%	27,3%	31,4%
EBIT-Rendite	10,1%	0,2%	-1,0%	0,8%	6,4%
Nettorendite	2,5%	-3,3%	-2,5%	-0,2%	4,9%
Investitionsquote	46,9%	23,8%	24,4%	20,4%	21,1%
F&E-Quote					
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	8,9%	8,4%	5,6%	5,5%	1,4%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-2,9%	-1,3%	-2,2%	-1,0%	0,3%
Zinsdeckungskoeffizient	4,1	0,1		0,9	18,2
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	3,3%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	35,9%				

Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,2%	-1,7%	-1,4%	-0,1%	2,7%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	5,5%	0,1%	-0,6%	0,5%	4,3%

Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	87,92	91,06	91,81	91,37	90,70
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	8,88	0,18	-0,94	0,72	5,82

Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	64,0%	72,0%	76,6%	82,4%	82,7%
Anlagendeckungsgrad	132,7%	129,8%	117,3%	111,5%	117,3%
Liquidität (Quick Ratio)	181,9%	256,7%	186,3%	151,4%	178,7%
Forderungen / Gesamtl.	26,1%	26,3%	26,8%	27,3%	27,7%
Investitionen / Abschreibungen		90,7%	86,5%	77,1%	84,7%
Working Capital-Quote	6,8%	7,1%	7,7%	8,3%	8,9%
Net Debt (in Mio.)	-0,6	-0,1	0,8	-0,1	-1,6
Net Debt komplett (in Mio.)	-1,9	-1,6	-0,7	-1,7	-3,1

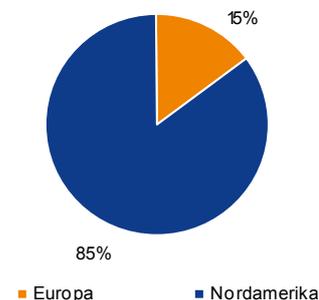
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,23	-0,33	-0,26	-0,02	0,53
Cash Earnings je Aktie, verwässert	1,91	2,27	2,64	2,78	3,22
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	4,54	2,82	2,50	1,29	2,15
Net Debt je Aktie, verwässert	-0,36	-0,06	0,47	-0,08	-0,94

Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	2,5	1,5	1,5	1,4	1,3
Enterprise Value / EBITDA	8,9	5,7	5,6	5,2	4,2
Enterprise Value / EBIT	24,3	760,8		179,6	20,5
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum		0,46	0,46	0,43	0,40
PEG-Ratio StA					

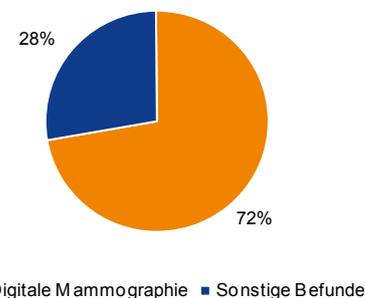
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: MeVis Medical Solutions, DZ BANK Schätzung

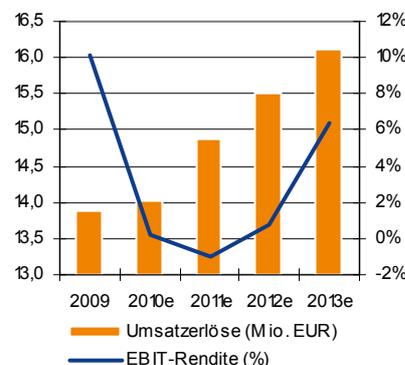
UMSATZ NACH REGIONEN 2009



UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2009



UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



1)2)3)4)5)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

BILANZ

IFRS - in Mio. Euro	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
AKTIVA						
Langfristige Vermögenswerte	29,9	30,5	30,8	29,7	29,0	29,0
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,1	26,9	26,4	25,5	24,9	24,7
davon Goodwill	16,6	17,4	18,2	18,2	18,2	18,2
Sachanlagen	1,2	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	1,1	2,0	1,9	2,1	2,3
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5
Kurzfristige Vermögenswerte	21,1	14,6	11,0	9,1	10,8	12,7
Vorräte	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Forderungen aus LuL	4,2	4,4	4,7	4,9	5,1	5,3
Finanzielle Vermögenswerte	8,7	4,9	1,6	1,6	1,6	1,6
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Liquide Mittel	7,7	4,8	4,3	2,2	3,7	5,4
Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	51,0	45,0	41,7	38,8	39,7	41,6
PASSIVA						
Eigenkapital	32,6	32,4	32,0	32,0	32,8	34,7
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Rücklagen	33,4	32,9	32,4	32,4	33,3	35,2
Sonstiges Eigenkapital	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Aktien	-4,2	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Langfristige Verbindlichkeiten	7,0	7,1	4,1	1,1	1,1	1,1
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	6,6	6,7	3,7	0,7	0,7	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,8
Verbindlichkeiten aus LuL	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
Sonstige Rückstellungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzielle Verbindlichkeiten	7,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Sonstige Verbindlichkeiten	2,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3
Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	51,0	45,0	41,7	38,8	39,7	41,6
Geschäftsjahresende per 31.12.						

Quelle: MeVis Medical Solutions und DZ BANK
Schätzung

DISCOUNTED CASHFLOW-BEWERTUNG**Daten des zu bewertenden Unternehmens**

Wachstumsrate ewige Rente	1,0%
Durchschnittlicher Kapitalkostensatz (WACC)	10,45%

(Kapitalkostensätze werden periodenspezifisch berechnet)

Mio. Euro	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Bereinigtes EBIT	0,0	-0,2	0,1	1,2	2,3	4,0
Ertragsteuern auf EBIT	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-1,2
Effektiver Ertragsteuersatz (Cash Taxes)	0,0%	0,0%	0,0%	18,3%	30,0%	30,0%
Net Operating Profit After Tax (NOPAT)	0,0	-0,2	0,1	1,0	1,6	2,8
+Abschreibungen (-Zuschreibungen)	4,4	4,9	4,7	4,6	4,4	4,2
-Investitionen (+Desinvestitionen)	-3,9	-4,3	-3,7	-3,9	-4,1	-4,1
-Erhöhung (+Verminderung) des Working Capitals	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Freier Cashflow	0,4	0,3	1,1	1,5	1,7	2,8

Barwert der Freien Cashflows **21,6**

Wert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens 0,0

Finanzielle Vermögenswerte und liquide Mittel 16,4

Unternehmenswert Beginn Geschäftsjahr **38,0**

Verbindlichkeiten -14,5

Rückstellungen (incl. Pensionsrückstell.) 0,0

Eigenkap.-Wert (inkl. Minderh.) Beginn GJ **23,5**

Wert der Minderheitenanteile 0,0

Korrektur des Fremdkapitals um Wandelanleihen 0,0

Eigenkap.-Wert (ohne Minderh.) Beginn GJ **23,5**

Aufzinsung bis Bewert.-stichtag (m. EK-Kostensatz) 3,6

Eigenkap.-Wert (ohne Mind.) Bewert.-stichtag **27,1**

Wert des EK je Aktie, verwässert (EUR) **16,0**

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: MeVis Medical Solutions und DZ BANK
Schätzung

DISCOUNTED CASHFLOW-BEWERTUNG**Marktdaten**

Verzinsung risikofreie Anlage	2,70%
Risikoprämie Aktienmarkt	5,00%

Daten Vergleichsunternehmen

Levered Beta-Faktor	1,9000
---------------------	--------

Daten des zu bewertenden Unternehmens

Wachstumsrate ewige Rente	1,0%
Durchschnittlicher Kapitalkostensatz (WACC)	10,45%

(Kapitalkostensätze werden periodenspezifisch berechnet)

Mio. Euro	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Bereinigtes EBIT	0,0	-0,2	0,1	1,2	2,3	4,0
Ertragsteuern auf EBIT	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-1,2
Effektiver Ertragsteuersatz (Cash Taxes)	0,0%	0,0%	0,0%	18,3%	30,0%	30,0%
Net Operating Profit After Tax (NOPAT)	0,0	-0,2	0,1	1,0	1,6	2,8
+Abschreibungen (-Zuschreibungen)	4,4	4,9	4,7	4,6	4,4	4,2
-Investitionen (+Desinvestitionen)	-3,9	-4,3	-3,7	-3,9	-4,1	-4,1
-Erhöhung (+Verminderung) des Working Capitals	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Freier Cashflow	0,4	0,3	1,1	1,5	1,7	2,8

Barwert der Freien Cashflows	21,6
-------------------------------------	-------------

Wert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	0,0
--	-----

Finanzielle Vermögenswerte und liquide Mittel	16,4
---	------

Unternehmenswert Beginn Geschäftsjahr	38,0
--	-------------

Verbindlichkeiten	-14,5
-------------------	-------

Rückstellungen (incl. Pensionsrückstell.)	0,0
---	-----

Eigenkap.-Wert (inkl. Minderh.) Beginn GJ	23,5
--	-------------

Wert der Minderheitenanteile	0,0
------------------------------	-----

Korrektur des Fremdkapitals um Wandelanleihen	0,0
---	-----

Eigenkap.-Wert (ohne Minderh.) Beginn GJ	23,5
---	-------------

Aufzinsung bis Bewert.-stichtag (m. EK-Kostensatz)	3,6
--	-----

Eigenkap.-Wert (ohne Mind.) Bewert.-stichtag	27,1
---	-------------

Wert des EK je Aktie, verwässert (EUR)	16,0
---	-------------

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: MeVis Medical Solutions und DZ BANK
Schätzung

RESEARCH-TEAM LIFE SCIENCE

Dr. Christa Bähr, CFA	Healthcare	+49 – (0)69 – 74 47 – 72 42	christa.baehr@dzbank.de
Michael Bissinger, CIAA	Healthcare	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 20 13	michael.bissinger@dzbank.de
Dr. Elmar Kraus	Biotechnologie/Pharma	+49 – (0)69 – 74 47 – 22 48	elmar.kraus@dzbank.de
Thomas Maul	Pharma/Pharmahandel	+49 – (0)69 – 74 47 – 16 04	thomas.maul@dzbank.de

SALES INSTITUTIONELLE**Equity Sales**

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux, Skandinavien	Heiko Klebing	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	heiko.klebing@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 4992	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 6709	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Jonathan Cox Lars Wohlers	+44 - 20 - 7776 – 6075 +49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	jonathan.cox@dzbank.de lars.wohlers@dzbank.de

Sales Trading

Sales Trading	Sacha Kaiser	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28	sacha.kaiser@dzbank.de
---------------	--------------	-------------------------------	------------------------

Derivatives Sales

Derivatives Sales	Michael Menrad	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	michael.menrad@dzbank.de
-------------------	----------------	-------------------------------	--------------------------

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT ANJA.BECK@DZBANK.DE)

Bloomberg	DZAG <GO>
Reuters	"DZ Bank" & RCH <NEWS>

ANSPRECHPARTNER DEPOT A

Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
--------------------------------	-------------	-----------------------------	------------------------

ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL

Sales Produktlösungen (Derivate/Bonds)		+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
--	--	-------------------------------	----------------------------

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
 Verantwortlich: Dr. Lothar Weniger, Leiter Aktienresearch
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2010
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGEGEHENER AKTUALISIERUNGEN (AKTIEN) UND ZEITLICHE ANGABEN ZU KURSEN/PREISEN

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEGBENEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.

b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

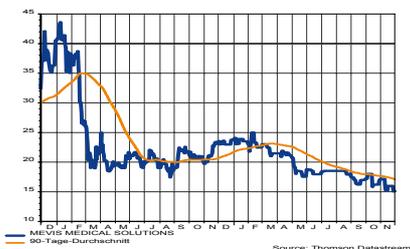
2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:

Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach

Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von Regulation S und gemäß Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) Spezifische Angaben für Großbritannien: Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (Financial Services Authority) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

- b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.
- 4. Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.
- 5.a) Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.
- b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.
- c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.
- d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.
- e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.



RATING-HISTORIE

Empfehlung
Halten

Datum
1.12.2010

Kurs
15,10 EUR

1)2)3)4)5)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.