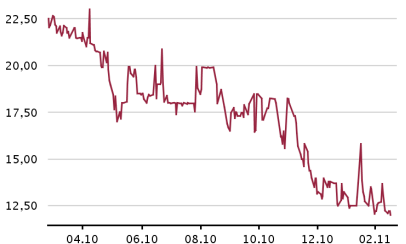


Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 12,00 (alt: 18,00)

Kurs EUR 12,00
Bloomberg M3V GR
Reuters M3VG
Branche Software

Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin



Aktien Daten: 03.03.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 20,9 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 18,3 Mio.
Buchwert: EUR 28,0 Mio.
Aktienanzahl: 1,7 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 13,2 Tsd.

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

Termine:
 Zahlen 2010 19.04.11
 Zahlen Q1 30.05.11
 HV 15.06.11
 Zahlen Q2 29.08.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	14,0	2,9	14,7	0,9	16,9	-7,9
EBIT	-0,2	n.m.	0,0	178	1,1	-74,3
EPS	-0,12	n.m.	-0,18	n.m.	0,26	n.m.

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 09.03.2011
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Durch Abschreibungen belastet

Am 09.03.11. gab die MeVis Medical Solutions AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das vierte Quartal respektive das Geschäftsjahr 2010 bekannt. **Die Zahlen waren stark durch außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von insgesamt rd. EUR 5,5 Mio. belastet.** Diese beziehen sich auf das 2008 akquirierte Lungen-CT-Geschäft und betreffen mit rd. EUR 4,3 Mio. die vollständige Abschreibung des Geschäftswertes und mit rd. EUR 1,2 Mio. den Buchwert der in diesem Zusammenhang erworbenen Software, Lizenzen und Kundenstamm. Vor Berücksichtigung dieser Abschreibung sowie einer risikobedingten Rückstellung (EUR 0,8 Mio.) beträgt das EBIT rd. EUR 0,3 Mio. und liegt damit leicht oberhalb der Erwartung (WR) von EUR -0,2 Mio.

MeVis Medical Solutions - Q4 2010

Angaben in Mio. EUR	Q4/10	Q4/10e	Q4/09	yoy	2010	2010e	2009	yoy
Umsatz	3,5	3,1	3,6	-2,9%	14,4	14,0	13,9	3,8%
Marge	13,3%	18,1%	51,9%		27,3%	28,8%	32,3%	
EBIT	-6,7	-1,0	0,9	-	-5,9	-0,2	1,6	-
Marge	-191,3%	-32,4%	25,6%		-40,7%	-1,2%	11,8%	

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

Die genannte **Abschreibung spiegelt auch die Sicht des Managements auf die Werthaltigkeit dieses Lungen-CT Bereiches** wider. Zwar geht der Vorstand nach wie vor von einem hohen Marktpotenzial für das Lungen-Produkt aus, jedoch zeigt die Abschreibung, dass insbesondere der US-Markt für Medizintechnik offensichtlich deutlich an Aufnahmebereitschaft für innovative Produkte verloren hat. Vor dem Hintergrund dieser Abschreibung und eines schwachen Lizenzgeschäftes werden die langfristigen Prognosen für das Unternehmen nochmals reduziert. Da die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung im Konzern nach wie vor überproportional ins Gewicht fallen, folgt aus einer etwas geringeren Umsatzbasis eine überproportionale Verschlechterung der Ergebnisse.

Deutlich positiver fallen die Wartungserlöse ins Auge. Eine Steigerung der Wartungserlöse um rd. 48% auf rd. EUR 4,7 Mio. (i. Vj. rd. EUR 3,2 Mio.) bedeutet, dass inzwischen **ein Drittel des Gesamtumsatzes** revolvierenden Charakter haben (i. Vj. rd. 23%). Die hohe Quote ist allerdings auch der relativ geringen Umsatzbasis geschuldet und kompensiert auch, dass das wichtige **Geschäft mit Neulizenzen rückläufig** war.

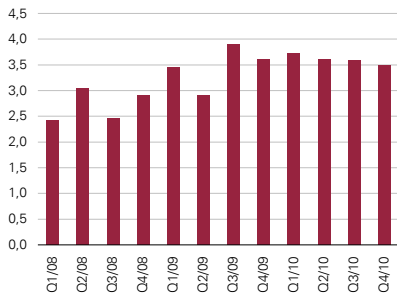
Die Gesellschaft wird am 19.04.11 die kompletten Zahlen für 2011 veröffentlichen. Die wesentlichen Entwicklungen dürften jedoch bereits mit den vorgelegten Zahlen dargelegt sein.

Auf Basis der langfristig reduzierten Umsatzprognosen vor dem Hintergrund weiterhin hoher Produktentwicklungsaufwendungen ergibt sich ein überproportionaler **Rückgang der EBIT-Erwartungen**. Aufgrund der hohen Elastizität des DCF-Modells insbesondere gegenüber langfristigen Prognosen folgt hieraus eine deutliche Reduktion des Kurszieles von EUR 18 auf EUR 12. **Die Aktie wird weiterhin mit „Halten“ eingestuft.**

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	8,3	7,9	10,8	13,9	14,4	14,8	15,6
Veränderung Umsatz yoy	111,0 %	-5,4 %	37,4 %	27,9 %	3,8 %	3,0 %	5,0 %
Rohertrag	7,9	7,2	12,4	15,7	16,9	17,3	18,0
Rohertragsmarge	94,9 %	91,8 %	114,5 %	113,3 %	117,3 %	116,7 %	115,8 %
EBITDA	5,0	0,9	1,8	4,5	3,8	4,0	3,9
EBITDA-Marge	59,9 %	11,9 %	16,2 %	32,3 %	26,3 %	26,8 %	24,9 %
EBIT	4,7	0,5	0,7	1,6	-6,0	0,1	0,3
EBIT-Marge	56,8 %	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-41,7 %	0,8 %	1,9 %
Jahresüberschuss	2,9	0,1	2,1	0,4	-4,6	-0,3	-0,1
EPS	5,44	0,17	1,21	0,23	-2,63	-0,15	-0,08
Free Cash Flow je Aktie	7,68	-5,00	-0,64	0,02	1,13	0,00	-0,16
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	2,4	2,6	1,9	1,5	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	4,1	21,6	11,5	4,5	4,8	4,6	4,8
EV/EBIT	4,3	40,9	30,5	12,4	n.m.	151,8	63,4
KGV	2,2	70,6	9,9	52,2	n.m.	n.m.	n.m.
ROCE	125,3 %	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-14,2 %	0,3 %	0,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	22,8 %	n.a.	n.a.	7,6 %	n.a.	0,4 %	n.a.

Entwicklung Umsatz

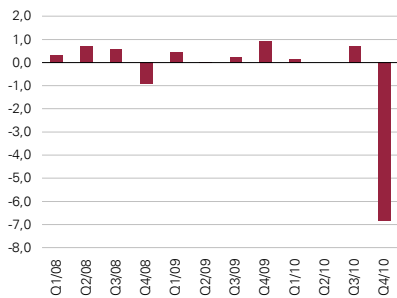
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Entwicklung EBIT

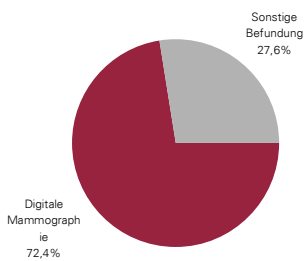
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Umsatz nach Geschäftsbereichen

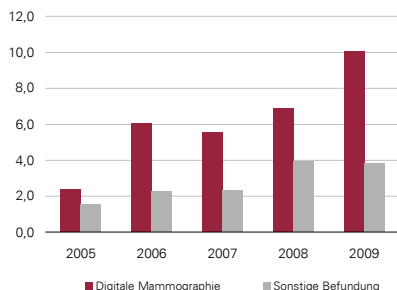
2009



Quelle: MeVis Medical Solutions

Umsatzaufteilung nach Bereichen

in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Unternehmenshintergrund

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

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

Wettbewerbsqualität

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

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

In der engen Zusammenarbeit der MeVis mit OEMs sowie in der Fähigkeit der MeVis diesen Herstellern frühzeitig marktfähige, technologisch führende Produkte anzubieten, liegt der wesentliche Aspekt der Strategie und der Einzigartigkeit der MeVis. Milliardenkonzerne wie Siemens, Hologic und Invivo/Philips haben bereits eindrucksvoll gezeigt, dass dieser Ansatz sich bewährt hat.

Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	8,3	7,9	10,8	13,9	14,4	14,8	15,6
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	1,9	2,3	3,0	3,0	3,0
Gesamtleistung	8,3	7,9	12,8	16,2	17,4	17,8	18,6
Materialaufwand	0,4	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Rohertrag	7,9	7,2	12,4	15,7	16,9	17,3	18,0
Personalaufwendungen	2,3	4,2	7,7	9,8	10,8	11,6	12,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,2	1,1	1,8	1,3	1,3	1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	3,3	4,1	3,3	3,6	3,1	3,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,0	0,9	1,8	4,5	3,8	4,0	3,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5
EBITA	4,9	0,7	1,4	3,9	3,4	3,5	3,4
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,2	0,7	2,3	9,4	3,4	3,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,7	0,5	0,7	1,6	-6,0	0,1	0,3
Zinserträge	0,1	0,2	1,1	0,6	1,0	0,6	0,6
Zinsaufwendungen	0,3	0,1	0,3	1,0	1,1	1,1	1,1
Finanzergebnis	-0,3	0,0	2,0	-0,5	-0,1	-0,5	-0,5
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,5	0,5	2,7	1,2	-6,1	-0,4	-0,2
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,5	0,5	2,7	1,2	-6,1	-0,4	-0,2
Steuern gesamt	1,5	0,4	0,6	0,8	-1,5	-0,1	-0,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,9	0,1	2,1	0,4	-4,6	-0,3	-0,1
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,9	0,1	2,1	0,4	-4,6	-0,3	-0,1
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,9	0,1	2,1	0,4	-4,6	-0,3	-0,1

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

Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	17,9 %	16,6 %	20,8 %	20,2 %	19,3 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	117,9 %	116,6 %	120,8 %	120,2 %	119,3 %
Materialaufwand	5,1 %	8,2 %	3,4 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Rohertrag	94,9 %	91,8 %	114,5 %	113,3 %	117,3 %	116,7 %	115,8 %
Personalaufwendungen	27,9 %	53,2 %	70,7 %	70,7 %	75,0 %	77,9 %	80,9 %
Sonstige betriebliche Erträge	10,8 %	15,0 %	9,8 %	13,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,9 %	41,6 %	37,4 %	23,6 %	25,0 %	21,0 %	19,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	59,9 %	11,9 %	16,2 %	32,3 %	26,3 %	26,8 %	24,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,5 %	2,8 %	3,6 %	3,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
EBITA	58,4 %	9,1 %	12,6 %	28,4 %	23,3 %	23,8 %	21,9 %
Abschreibungen auf iAV	1,5 %	2,8 %	6,5 %	16,6 %	65,0 %	23,0 %	20,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	56,8 %	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-41,7 %	0,8 %	1,9 %
Zinserträge	0,8 %	2,5 %	9,7 %	4,3 %	6,9 %	4,1 %	3,9 %
Zinsaufwendungen	4,0 %	1,7 %	3,0 %	7,2 %	7,6 %	7,4 %	7,1 %
Finanzergebnis	-3,2 %	-0,1 %	18,8 %	-3,4 %	-0,7 %	-3,4 %	-3,2 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	53,7 %	6,2 %	25,0 %	8,4 %	-42,4 %	-2,6 %	-1,3 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	53,7 %	6,2 %	25,0 %	8,4 %	-42,4 %	-2,6 %	-1,3 %
Steuern gesamt	18,5 %	4,5 %	5,5 %	5,6 %	-10,6 %	-0,8 %	-0,4 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	35,2 %	1,7 %	19,5 %	2,9 %	-31,8 %	-1,8 %	-0,9 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	35,2 %	1,7 %	19,5 %	2,9 %	-31,8 %	-1,8 %	-0,9 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	35,2 %	1,7 %	19,5 %	2,9 %	-31,8 %	-1,8 %	-0,9 %

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	1,4	26,9	27,1	21,4	21,7	22,3
davon übrige imm. VG	0,4	1,2	10,1	10,5	4,8	5,1	5,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,1	16,7	16,6	16,6	16,6	16,6
Sachanlagen	0,3	0,4	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,7	1,8	28,3	28,3	22,5	22,6	23,1
Vorräte	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,9	2,6	2,3	4,2	3,2	2,8	2,6
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	2,7	8,5	3,2	3,2	3,2	3,2
Liquide Mittel	5,4	28,5	20,3	15,1	12,1	9,0	5,8
Umlaufvermögen	8,4	33,8	31,3	22,7	18,6	15,2	11,7
Bilanzsumme (Aktiva)	9,1	35,6	59,6	51,0	41,1	37,8	34,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	28,3	28,4	28,5	28,5	28,5	28,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-4,8	-5,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,6	0,7	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
Buchwert	2,7	30,8	32,6	32,6	28,0	27,8	27,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	2,7	30,8	32,6	32,6	28,0	27,8	27,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,0	2,9	19,4	14,5	9,5	6,5	3,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,7	1,0	1,1	0,8	0,8	0,9
Sonstige Verbindlichkeiten	3,9	1,2	6,3	2,6	2,6	2,6	2,6
Verbindlichkeiten	6,5	4,8	27,0	18,3	13,0	10,0	7,1
Bilanzsumme (Passiva)	9,1	35,6	59,6	51,0	41,1	37,8	34,7

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,3 %	3,9 %	45,1 %	53,1 %	52,2 %	57,5 %	64,3 %
davon übrige imm. VG	4,3 %	3,5 %	17,0 %	20,6 %	11,8 %	13,6 %	16,5 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,4 %	28,1 %	32,5 %	40,4 %	43,9 %	47,8 %
Sachanlagen	3,2 %	1,1 %	2,4 %	2,3 %	2,6 %	2,4 %	2,1 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	7,4 %	5,1 %	47,5 %	55,5 %	54,7 %	59,9 %	66,4 %
Vorräte	0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,6 %	7,3 %	3,9 %	8,3 %	7,8 %	7,4 %	7,5 %
Sonstige Vermögensgegenstände	12,0 %	7,5 %	14,3 %	6,3 %	7,8 %	8,5 %	9,3 %
Liquide Mittel	59,7 %	80,0 %	34,0 %	29,6 %	29,3 %	23,9 %	16,6 %
Umlaufvermögen	92,6 %	94,8 %	52,5 %	44,5 %	45,2 %	40,1 %	33,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,6 %	5,1 %	3,1 %	3,6 %	4,4 %	4,8 %	5,2 %
Kapitalrücklage	0,0 %	79,4 %	47,6 %	55,8 %	69,3 %	75,3 %	82,0 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-11,1 %	-12,8 %	-14,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	28,6 %	1,9 %	4,1 %	4,6 %	5,7 %	6,1 %	6,7 %
Buchwert	29,2 %	86,4 %	54,7 %	63,9 %	68,2 %	73,5 %	79,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	29,2 %	86,4 %	54,7 %	63,9 %	68,2 %	73,5 %	79,6 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	0,8 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	21,9 %	8,1 %	32,6 %	28,4 %	23,1 %	17,1 %	10,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,8 %	1,8 %	1,7 %	2,2 %	2,0 %	2,1 %	2,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	43,3 %	3,4 %	10,5 %	5,0 %	6,2 %	6,8 %	7,4 %
Verbindlichkeiten	70,9 %	13,5 %	45,3 %	36,0 %	31,7 %	26,5 %	20,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

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

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

Kennzahlen MeVis Medical Solutions

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	40,1 %	88,1 %	101,7 %	84,4 %	94,5 %	93,4 %	94,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	157.396	85.783	59.912	58.029	54.774	51.288	48.957
EBITDA je Mitarbeiter	94.226	10.207	9.707	18.720	14.424	13.752	12.182
EBIT-Marge	56,8 %	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-41,7 %	0,8 %	1,9 %
EBITDA / Operating Assets	304,9 %	40,0 %	61,1 %	101,2 %	106,9 %	132,6 %	152,4 %
ROA	434,2 %	7,3 %	7,5 %	1,4 %	-20,3 %	-1,2 %	-0,6 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	29,1	19,8	7,7	11,6	13,8	16,5	21,0
Operating Assets Turnover	5,1	3,4	3,8	3,1	4,1	4,9	6,1
Capital Employed Turnover	1,8	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	125,3 %	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-14,2 %	0,3 %	0,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	132,0 %	4,9 %	4,1 %	9,0 %	9,0 %	11,1 %	11,9 %
ROE	110,6 %	0,4 %	6,5 %	1,2 %	-16,3 %	-1,0 %	-0,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	247,6 %	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-15,1 %	-1,0 %	-0,5 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	247,6 %	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-15,1 %	-1,0 %	-0,5 %
ROIC	58,0 %	0,4 %	3,9 %	0,8 %	-11,5 %	-0,7 %	-0,4 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-3,4	-25,6	-0,8	-0,6	-2,6	-2,6	-2,3
Net Gearing	-129,4 %	-83,1 %	-2,5 %	-1,9 %	-9,2 %	-9,3 %	-8,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	133,0 %	1063,6 %	167,8 %	225,2 %	295,8 %	428,7 %	794,4 %
Current ratio	1,3	7,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,7
Acid Test Ratio	1,3	7,0	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6
EBITDA / Zinsaufwand	15,1	6,9	5,5	4,5	3,4	3,6	3,5
Netto Zinsdeckung	18,0	n.a.	n.a.	4,1	n.a.	0,2	0,6
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	4,1	-3,8	-1,1	0,0	2,0	0,0	-0,3
Free Cash Flow / Umsatz	49,7 %	-48,7 %	-10,2 %	0,2 %	13,6 %	0,0 %	-1,8 %
Adj. Free Cash Flow	4,6	-0,3	-1,1	1,5	-0,1	0,1	0,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	28,0 %	-10,6 %	-23,2 %	1,7 %	2,2 %	-6,1 %	-6,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	141,3 %	-2912,9 %	-52,5 %	7,8 %	-42,8 %	2,2 %	189,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,8 %	1,2 %	4,3 %	3,4 %	7,4 %	5,7 %	8,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	12,7 %	5,6 %	2,9 %	5,9 %	9,2 %	13,8 %	22,1 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	5,4 %	18,8 %	83,2 %	38,4 %	27,7 %	26,9 %	25,8 %
Maint. Capex / Umsatz	4,4 %	15,9 %	26,2 %	21,2 %	27,1 %	26,3 %	25,0 %
CAPEX / Abschreibungen	176,7 %	334,3 %	825,8 %	187,3 %	40,7 %	103,6 %	112,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	13,7 %	20,9 %	15,7 %	16,9 %	19,9 %	15,5 %	12,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	427,6 %	397,7 %	225,9 %	376,6 %	400,0 %	350,0 %	288,9 %
Inventory processing period (Tage)	1,3	0,4	5,2	3,4	1,8	1,8	1,8
Receivables collection period (Tage)	82,0	120	78,9	111	80,0	70,0	60,0
Payables payment period (Tage)	19,2	30,2	34,9	29,5	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	59,1	90,1	49,2	85,0	61,8	51,8	41,8
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	7,9	0,7	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
EV/sales	2,4	2,6	1,9	1,5	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	4,1	21,6	11,5	4,5	4,8	4,6	4,8
EV/EBIT	4,3	40,9	30,5	12,4	n.m.	151,8	63,4
EV/FCF	4,9	n.m.	n.m.	654,2	9,3	n.m.	n.m.
P/E	2,2	70,6	9,9	52,2	n.m.	n.m.	n.m.
P/CF	4,9	neg.	6,6	7,6	4,0	5,8	6,1
Adj. Free Cash Flow Yield	20,8 %	n.a.	15,7 %	13,6 %	28,5 %	19,6 %	18,5 %

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

Free Cash Flow Yield - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	2,9	0,1	2,1	0,4	-4,6	-0,3	-0,1
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	0,4	1,1	2,8	9,8	3,9	3,6
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	0,0	2,0	-0,5	-0,1	-0,5	-0,5
+ Steuern	1,5	0,4	0,6	0,8	-1,5	-0,1	-0,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,4	1,3	2,8	2,9	3,9	3,9	3,9
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	4,6	-0,3	-1,1	1,5	-0,1	0,1	0,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	22,8%	-1,6%	-5,3%	7,6%	-0,6%	0,4%	-0,1%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	20,3	20,3	20,3	20,3	18,3	18,3	18,6
= Fairer Enterprise Value	46,3	-	-	15,4	-	0,8	-
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,6	-2,6	-2,3
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	46,9	-	-	16,0	-	3,3	-
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	26,94	-	-	9,17	-	1,92	-
Premium (-) / Discount (+) in %	124,5%	-	-	-23,5%	-	-84,0%	-

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	20,81	-	-	7,14	-	1,82	-
	12,0%	22,51	-	-	7,70	-	1,84	-
Fairer	11,0%	24,53	-	-	8,37	-	1,88	-
Free Cash Flow	10,0%	26,94	-	-	9,17	-	1,92	-
Yield	9,0%	29,90	-	-	10,16	-	1,97	-
	8,0%	33,59	-	-	11,38	-	2,03	-
	7,0%	38,34	-	-	12,96	-	2,11	-

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

DCF Modell - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	14,4	14,8	15,6	16,8	18,2	19,6	21,2	22,9	24,7	26,7	28,8	30,3	31,2	32,1
Veränderung	3,8%	3,0%	5,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBIT	-6,0	0,1	0,3	0,8	1,8	2,9	4,2	5,0	5,4	5,9	6,3	6,7	6,9	7,1
EBIT-Marge	-41,7%	0,8%	1,9%	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Steuerquote	25,0%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	-4,5	0,1	0,2	0,5	1,2	1,9	2,8	3,3	3,5	3,8	4,1	4,3	4,5	4,6
Abschreibungen	9,8	3,9	3,6	3,2	3,3	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,0	2,8	2,6
in % vom Umsatz	68,0%	26,0%	23,0%	19,0%	18,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,7	0,4	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
- Investitionen	-4,0	-4,0	-4,0	-2,5	-2,7	-2,9	-3,0	-3,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,0	-2,8	-2,6
Investitionsquote	27,7%	26,9%	25,8%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,0	0,3	0,1	1,1	1,6	1,9	2,8	3,3	3,3	3,6	3,9	4,2	4,4	4,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,04%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	3,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	17,7	Sondereffekte	16,0
Terminal Value	18,6		
Verbindlichkeiten	-14,5		
Liquide Mittel	15,1	Aktienzahl (Mio.)	1,74
Eigenkapitalwert	20,9	Wert je Aktie (EUR)	12,01

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

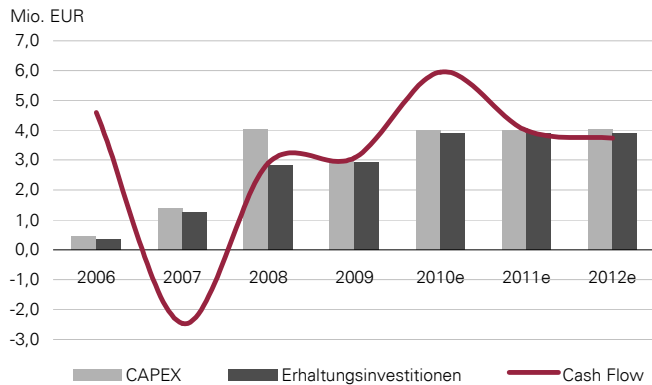
WACC	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%
11,04%	8,32	8,54	8,78	9,03	9,30	9,58	9,89
10,54%	9,56	9,83	10,11	10,42	10,74	11,08	11,46
10,29%	10,25	10,54	10,85	11,18	11,54	11,92	12,33
10,04%	10,98	11,30	11,64	12,01	12,40	12,82	13,28
9,79%	11,76	12,11	12,49	12,89	13,33	13,80	14,31
9,54%	12,59	12,98	13,40	13,85	14,33	14,86	15,43
9,04%	14,46	14,94	15,45	16,01	16,61	17,27	18,00

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,04%	7,54	8,03	8,53	9,03	9,53	10,03	10,53
10,54%	8,82	9,35	9,88	10,42	10,95	11,48	12,01
10,29%	9,53	10,08	10,63	11,18	11,73	12,28	12,83
10,04%	10,30	10,87	11,44	12,01	12,58	13,15	13,71
9,79%	11,12	11,71	12,30	12,89	13,48	14,07	14,66
9,54%	12,01	12,62	13,24	13,85	14,46	15,08	15,69
9,04%	14,01	14,68	15,34	16,01	16,67	17,34	18,00

Quelle: Warburg Research

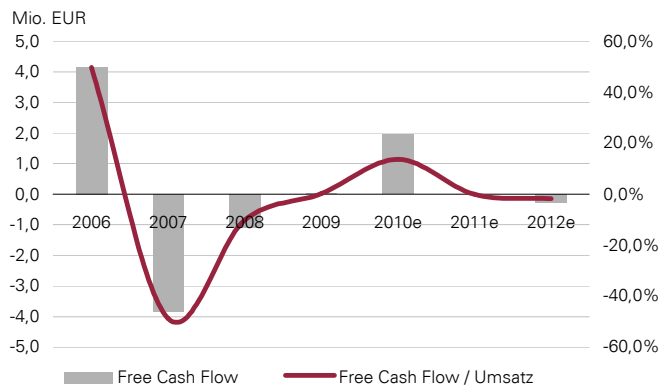
Investitionen und Cash Flow - MeVis Medical Solutions



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

- CAPEX nehmen aufgrund erheblicher Produktentwicklungen stark zu
- Erhaltungsinvestitionen beinhalten Produktentwicklungen als wesentliche Komponente der Investitionen

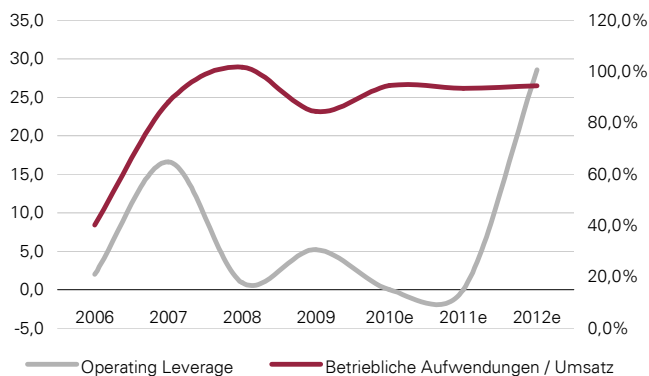
Free Cash Flow Generation - MeVis Medical Solutions



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

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

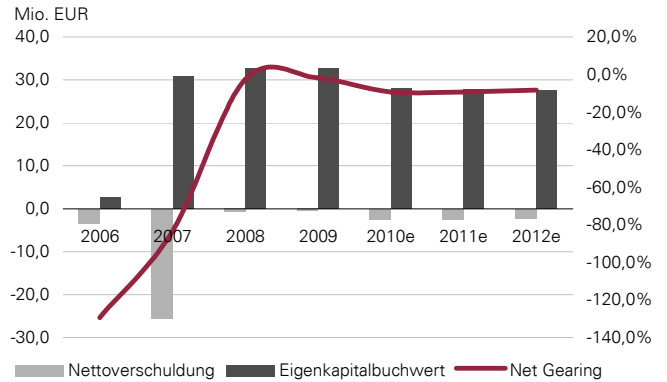
Operating Leverage - MeVis Medical Solutions



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

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

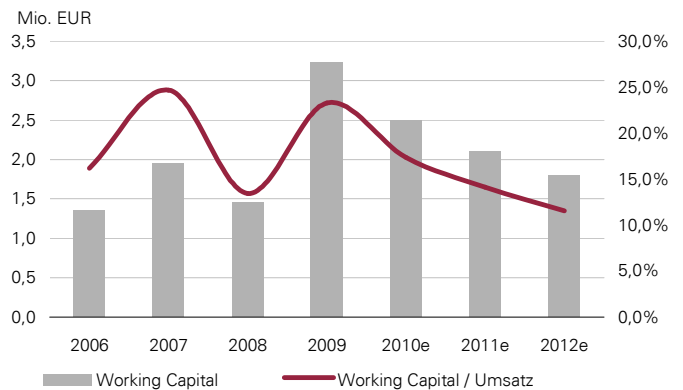
Bilanzqualität - MeVis Medical Solutions



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

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

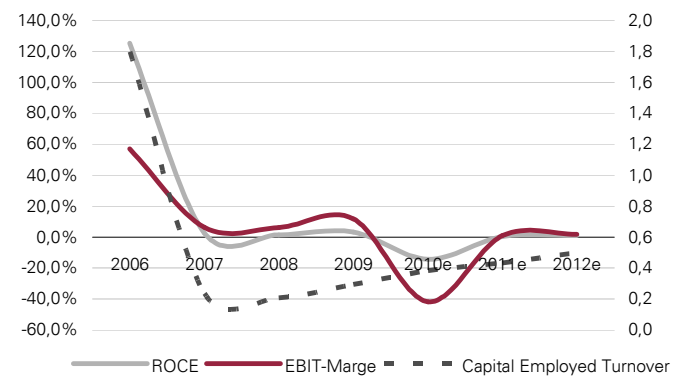
Working Capital - MeVis Medical Solutions



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

- Langfristig Stabilisierung der Working Capital Quote bei etwa 10-15% erwartet
- Anstieg des Working Capital erst im Zuge positiver Geschäftsausweitung

ROCE Entwicklung - MeVis Medical Solutions



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

- ROCE und EBIT-Marge vor dem IPO basisbedingt wenig aussagekräftig

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- Zwischen M.M.Warburg & CO KGaA und diesem Unternehmen besteht eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder hat in den letzten 12 Monaten bestanden aus der eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen im Bezug auf dieses Unternehmen - wie z.B. die Ausübung von Mandaten bei diesem Unternehmen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

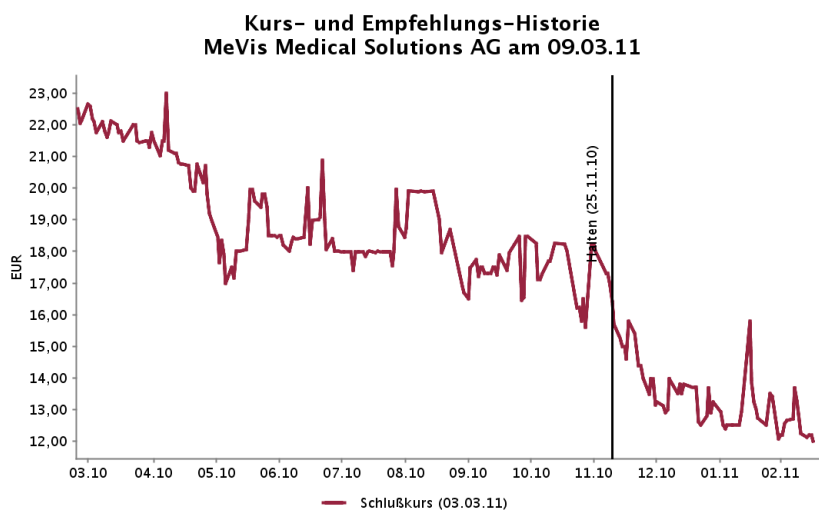
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	107	61%
Halten	54	31%
Verkaufen	8	5%
Empf. ausgesetzt	6	3%
Gesamt	175	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	72	69%
Halten	28	27%
Verkaufen	3	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	104	



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Barbara C. Launer-Effler Head of Equities	+49 40 3282-2636 blauner-effler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Gudrun Bölsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com