

**Halten** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 5,10** (alt: 3,00)

**Kurs** EUR 3,83  
**Bloomberg** M3V GR  
**Reuters** M3VG  
**Branche** Software/IT

**Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin**



Aktien Daten: 19.01.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 7,0 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 3,0 Mio.  
**Buchwert:** EUR 24,3 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,8 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 6,5 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Sonstige Großaktionäre 31,2 %  
 Professor Dr. Heinz-Otto Peitgen 19,5 %  
 Dr. Carl J. G. Evertsz 19,5 %  
 Dr. Hartmut Jürgens 16,5 %  
 Freefloat 13,3 %

**Termine:**  
 Geschäftsbericht 2011 24.04.12  
 Zahlen Q1 30.05.12  
 HV 12.06.12  
 Zahlen Q2 27.08.12

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	13,5	0	13,0	1,5	12,4	5,3
<b>EBIT</b>	0,7	0	0,7	16,9	0,5	81,2
<b>EPS</b>	-0,79	n.m.	0,06	83,3	-0,01	n.m.

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 20.01.2012  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

## Chance auf Trendumkehr - Neuer Vorstand

Am 20.01.11 gab die MeVis Medical Solutions AG bekannt, dass Marcus Kirchhoff mit Wirkung zum 1. März 2012 zum **neuen Vorstandsvorsitzenden** der Gesellschaft bestellt wurde. Er verfügt über langjährige Erfahrung in führenden Positionen z.B. bei General Electric, wo er den Bereich Healthcare verantwortete (General Electric zählt nebenbei zu den wichtigsten potenziellen Neukunden von MeVis). Im Rahmen der Übergabe wird der bisherige Vorstand Dr. Carl Evertsz das Unternehmen beratend unterstützen. Evertsz hatte die Gesellschaft aufgebaut und internationalisiert. Weitergehende Angaben macht das Unternehmen nicht.

Es ist jedoch wahrscheinlich, dass mit dem Vorstandswechsel eine **Forcierung der neuen Strategie einher gehen wird**. Einzig sinnvoll erscheint eine Fokussierung auf die profitablen Bereiche (insbesondere „Digitale Mammographie“), wie sie bereits zuvor angekündigt wurde (siehe auch Comment vom 25.11.11). Der bekanntgegebene radikale Schritt des Managementwechsels beinhaltet also die Chance auf eine Trendumkehr in der Ertragsentwicklung.

Derzeit sieht sich MeVis im Kerngeschäft digitaler Mammographie mit sinkenden Umsätzen konfrontiert, gleichzeitig wird das positive Ergebnis des Kerngeschäftes im verlustreichen Bereich „sonstige Befundung“ überkompensiert. Insgesamt erwirtschaftet das Unternehmen leichte Verluste, kann jedoch aufgrund darin enthaltener hoher Abschreibungen **positive Cash-Flows** aufweisen (EUR 1,5 Mio. nach Investitionen per 30.09.12). Für 2011 werden zusätzlich hohe Abschreibungen auf immaterielle VG erwartet (bislang mangels konkreter Angaben in den Prognosen nicht berücksichtigt). Diese Abschreibungen sollten den Jahresabschluss 2011 nochmals stark belasten.

Auch das neue Management wird dem Trend **schumpfender Umsätze im Kerngeschäft** gegenüberstehen und die **Steigerung der Erlöse im Bereich sonstige Befundung** bleibt eine anspruchsvolle Aufgabe, da der Vertriebsfolg dieser Lösungen nach wie vor gering ist. Die Anpassung und **Refokussierung der Entwicklungsaufwendungen** auf aussichtsreiche Produkte wird unter neuem Management voraussichtlich vorangetrieben. Insgesamt ist der Managementwechsel ein deutliches Signal. Möglicherweise gelingt es sogar, mit General Electric einen wichtigen Neukunden zu gewinnen.

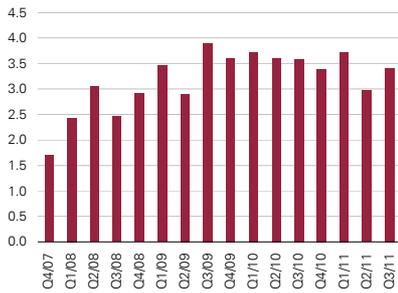
**Bewertungsseitig erlaubt dies insgesamt die Annahme, dass die Gesellschaft ihr Ertragsniveau zumindest mittelfristig stabilisieren kann, daher werden die Prognosen leicht angehoben.** Weiterhin erwartete solide Cash-Flows von ca. EUR 1-2 Mio. p.A. (mittel- bis langfristig) erlauben eine Anhebung des Fair Values der Aktie auf EUR 5,10 (Firmenwert: EUR 9 Mio.). Eine Bewertungsrelevante Liquiditätspositionen ist nach Abzug von Kaufpreiszahlungen nicht vorhanden.

**Die Aktie wird weiterhin mit Halten eingestuft. Das Kursziel wird mit EUR 5,10 angesetzt.**

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	7,9	10,8	13,9	14,3	13,5	13,2	13,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-5,4 %	37,4 %	27,9 %	3,0 %	-5,5 %	-2,2 %	-1,5 %
<b>Rohertrag</b>	7,2	12,4	15,7	16,4	15,8	15,5	15,3
<i>Rohertragsmarge</i>	91,8 %	114,5 %	113,3 %	114,7 %	116,7 %	117,2 %	117,5 %
<b>EBITDA</b>	0,9	1,8	4,5	3,5	4,2	3,8	3,8
<i>EBITDA-Marge</i>	11,9 %	16,2 %	32,3 %	24,2 %	31,4 %	28,8 %	29,5 %
<b>EBIT</b>	0,5	0,7	1,6	-5,4	0,7	0,8	0,9
<i>EBIT-Marge</i>	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-38,0 %	5,4 %	5,8 %	6,5 %
<b>Jahresüberschuss</b>	0,1	2,1	0,4	-8,3	-0,4	0,2	0,2
<b>EPS</b>	0,17	1,21	0,23	-4,89	-0,26	0,11	0,14
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-5,00	-0,64	0,02	1,04	1,29	0,62	0,63
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1
<b>EV/EBITDA</b>	6,7	3,6	1,4	1,8	1,0	0,8	0,5
<b>EV/EBIT</b>	12,6	9,4	3,8	n.m.	5,6	4,0	2,3
<b>KGV</b>	22,5	3,2	16,7	n.m.	n.m.	34,8	27,4
<b>ROCE</b>	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-13,7 %	2,4 %	2,8 %	3,3 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	n.a.	n.a.	24,5 %	4,3 %	37,8 %	43,1 %	84,8 %

## Entwicklung Umsatz

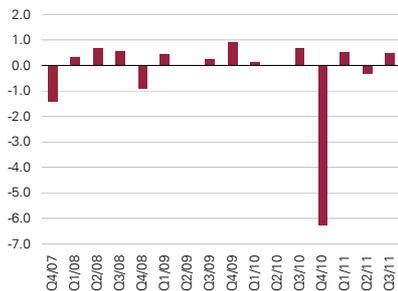
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

## Entwicklung EBIT

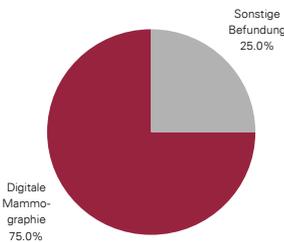
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

## Umsatz nach Geschäftsbereichen

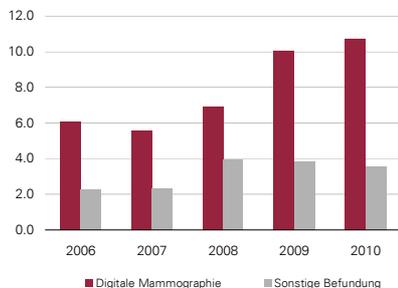
2010



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 Visualizati-on) 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 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.

## 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 Strategie basiert auf einer Kombination wichtiger Faktoren:

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

### Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>7,9</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>14,3</b>	<b>13,5</b>	<b>13,2</b>	<b>13,0</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	1,9	2,3	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Gesamtleistung</b>	<b>7,9</b>	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,1</b>	<b>16,3</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>
Materialaufwand	0,7	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5
<b>Rohertrag</b>	<b>7,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,7</b>	<b>16,4</b>	<b>15,8</b>	<b>15,5</b>	<b>15,3</b>
Personalaufwendungen	4,2	7,7	9,8	10,4	9,5	9,3	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	1,1	1,8	1,1	0,8	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,3	4,1	3,3	3,7	2,8	2,8	2,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,4	0,5	5,8	0,4	0,4	0,4
<b>EBITA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,7	2,3	3,1	3,1	2,6	2,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
Zinserträge	0,2	1,1	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	1,0	0,7	1,1	1,1	1,1
Finanzergebnis	0,0	2,0	-0,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
Steuern gesamt	0,4	0,6	0,8	2,7	0,7	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>

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

### Gewinn- und Verlustrechnung MeVis Medical Solutions

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>						
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	17,9 %	16,6 %	19,5 %	20,7 %	21,2 %	21,5 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>117,9 %</b>	<b>116,6 %</b>	<b>119,5 %</b>	<b>120,7 %</b>	<b>121,2 %</b>	<b>121,5 %</b>
Materialaufwand	8,2 %	3,4 %	3,3 %	4,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>91,8 %</b>	<b>114,5 %</b>	<b>113,3 %</b>	<b>114,7 %</b>	<b>116,7 %</b>	<b>117,2 %</b>	<b>117,5 %</b>
Personalaufwendungen	53,2 %	70,7 %	70,7 %	72,7 %	70,4 %	70,5 %	70,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	15,0 %	9,8 %	13,2 %	8,0 %	6,0 %	3,0 %	3,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	41,6 %	37,4 %	23,6 %	25,8 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>11,9 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>32,3 %</b>	<b>24,2 %</b>	<b>31,4 %</b>	<b>28,8 %</b>	<b>29,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8 %	3,6 %	3,9 %	40,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
<b>EBITA</b>	<b>9,1 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>28,4 %</b>	<b>-16,4 %</b>	<b>28,4 %</b>	<b>25,8 %</b>	<b>26,5 %</b>
Abschreibungen auf iAV	2,8 %	6,5 %	16,6 %	21,6 %	23,0 %	20,0 %	20,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>-38,0 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>6,5 %</b>
Zinserträge	2,5 %	9,7 %	4,3 %	2,7 %	4,4 %	4,6 %	4,6 %
Zinsaufwendungen	1,7 %	3,0 %	7,2 %	5,0 %	8,2 %	8,3 %	8,5 %
Finanzergebnis	-0,1 %	18,8 %	-3,4 %	-1,3 %	-3,7 %	-3,8 %	-3,9 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>-39,2 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,7 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>6,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>-39,2 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,7 %</b>
Steuern gesamt	4,5 %	5,5 %	5,6 %	19,2 %	4,9 %	0,6 %	0,8 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-58,4 %</b>	<b>-3,3 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>1,9 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-58,4 %</b>	<b>-3,3 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>1,9 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,7 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>-58,4 %</b>	<b>-3,3 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>1,9 %</b>

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

### Bilanz MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,4	26,9	27,1	22,0	21,4	21,1	20,5
davon übrige imm. VG	1,2	10,1	10,5	9,4	8,8	8,4	7,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,1	16,7	16,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Sachanlagen	0,4	1,4	1,2	0,9	0,8	0,7	0,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,8</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>24,2</b>	<b>23,5</b>	<b>23,0</b>	<b>22,3</b>
Vorräte	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	2,3	4,2	5,1	2,6	2,2	2,1
Sonstige Vermögensgegenstände	2,7	8,5	3,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Liquide Mittel	28,5	20,3	15,1	8,2	7,4	5,4	6,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>33,8</b>	<b>31,3</b>	<b>22,7</b>	<b>14,6</b>	<b>11,3</b>	<b>8,9</b>	<b>9,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>35,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,0</b>	<b>38,8</b>	<b>34,7</b>	<b>31,9</b>	<b>32,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	28,3	28,4	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,7	2,4	2,3	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Buchwert	30,8	32,6	32,6	24,8	24,3	24,5	24,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>30,8</b>	<b>32,6</b>	<b>32,6</b>	<b>24,8</b>	<b>24,3</b>	<b>24,5</b>	<b>24,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,1	0,2	0,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,9	19,4	14,5	7,5	4,5	1,5	1,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,7	1,0	1,1	1,3	0,7	0,7	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	1,2	6,3	2,6	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4,8</b>	<b>27,0</b>	<b>18,3</b>	<b>14,0</b>	<b>10,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>35,6</b>	<b>59,6</b>	<b>51,0</b>	<b>38,8</b>	<b>34,7</b>	<b>31,9</b>	<b>32,2</b>

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

### Bilanz MeVis Medical Solutions

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,9 %	45,1 %	53,1 %	56,7 %	61,7 %	66,0 %	63,5 %
davon übrige imm. VG	3,5 %	17,0 %	20,6 %	24,1 %	25,3 %	26,4 %	24,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,4 %	28,1 %	32,5 %	32,6 %	36,4 %	39,6 %	39,2 %
Sachanlagen	1,1 %	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,1 %	1,6 %
Finanzanlagen	0,1 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>5,1 %</b>	<b>47,5 %</b>	<b>55,5 %</b>	<b>62,4 %</b>	<b>67,6 %</b>	<b>72,1 %</b>	<b>69,2 %</b>
Vorräte	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,3 %	3,9 %	8,3 %	13,2 %	7,5 %	6,9 %	6,5 %
Sonstige Vermögensgegenstände	7,5 %	14,3 %	6,3 %	3,1 %	3,4 %	3,7 %	3,7 %
Liquide Mittel	80,0 %	34,0 %	29,6 %	21,0 %	21,2 %	17,0 %	20,2 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>94,8 %</b>	<b>52,5 %</b>	<b>44,5 %</b>	<b>37,6 %</b>	<b>32,5 %</b>	<b>27,9 %</b>	<b>30,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>						
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,1 %	3,1 %	3,6 %	4,7 %	5,2 %	5,7 %	5,7 %
Kapitalrücklage	79,4 %	47,6 %	55,8 %	73,5 %	82,2 %	89,4 %	88,6 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-1,3 %	-0,8 %	-0,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,9 %	4,1 %	4,6 %	-14,3 %	-16,0 %	-17,4 %	-17,2 %
Buchwert	86,4 %	54,7 %	63,9 %	63,9 %	70,2 %	76,9 %	76,9 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>86,4 %</b>	<b>54,7 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>70,2 %</b>	<b>76,9 %</b>	<b>76,9 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	0,1 %	0,4 %	0,4 %	2,7 %	3,1 %	3,3 %	3,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	8,1 %	32,6 %	28,4 %	19,2 %	12,9 %	4,6 %	4,5 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8 %	1,7 %	2,2 %	3,4 %	2,0 %	2,2 %	2,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	3,4 %	10,5 %	5,0 %	10,7 %	12,0 %	13,1 %	12,9 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>13,5 %</b>	<b>45,3 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>36,1 %</b>	<b>29,9 %</b>	<b>23,1 %</b>	<b>22,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>						

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

<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>MeVis</b>	<b>Medical</b>					
<b>Solutions</b>							
in EUR Mio.	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,7	0,6	-0,2	-5,3	-0,4	0,2	0,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,4	0,5	5,8	0,4	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,7	2,3	3,1	3,1	2,6	2,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,2	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	1,4	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Veränderung Vorräte	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,2	-0,6	1,9	-0,5	2,5	0,4	0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,0	0,4	-1,6	1,4	-0,6	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-0,3	0,3	0,9	1,9	0,4	0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>
CAPEX	-1,4	-4,0	-3,0	-3,2	-2,8	-2,6	-2,3
Zugänge aus Akquisitionen	-0,2	-4,5	-4,7	-7,2	-3,0	-3,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-5,0	-2,3	3,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,6</b>	<b>-13,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,3</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-0,4	-0,1	-0,4	-3,0	-3,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-2,2	-2,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	2,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>27,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	23,0	-13,2	-7,4	-2,0	-0,8	-1,9	1,1
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>28,5</b>	<b>15,3</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>

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

### Kennzahlen MeVis Medical Solutions

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,1 %	101,7 %	84,4 %	95,3 %	89,4 %	92,5 %	92,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	85.783	59.912	58.029	63.799	54.789	48.701	43.603
EBITDA je Mitarbeiter	10.207	9.707	18.720	15.415	17.188	14.005	12.880
EBIT-Marge	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-38,0 %	5,4 %	5,8 %	6,5 %
EBITDA / Operating Assets	40,0 %	61,1 %	101,2 %	71,4 %	151,7 %	168,0 %	189,3 %
ROA	7,3 %	7,5 %	1,4 %	-34,5 %	-1,9 %	0,8 %	1,1 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	19,8	7,7	11,6	15,4	17,1	20,0	24,6
Operating Assets Turnover	3,4	3,8	3,1	3,0	4,8	5,8	6,4
Capital Employed Turnover	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-13,7 %	2,4 %	2,8 %	3,3 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	4,9 %	4,1 %	9,0 %	8,7 %	13,9 %	13,9 %	14,7 %
ROE	0,4 %	6,5 %	1,2 %	-33,7 %	-1,8 %	0,7 %	1,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-29,1 %	-1,8 %	0,7 %	1,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-29,1 %	-1,8 %	0,7 %	1,0 %
ROIC	0,4 %	3,9 %	0,8 %	-22,5 %	-1,3 %	0,6 %	0,8 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-25,6	-0,8	-0,6	-0,7	-2,9	-4,0	-5,0
Net Gearing	-83,1 %	-2,5 %	-1,9 %	-2,8 %	-11,9 %	-16,2 %	-20,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1063,6 %	167,8 %	225,2 %	332,3 %	546,0 %	1681,2 %	1698,0 %
Current ratio	7,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,6
Acid Test Ratio	7,0	1,2	1,2	1,0	1,1	1,2	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	6,9	5,5	4,5	4,8	3,9	3,5	3,5
Netto Zinsdeckung	0,0	0,0	4,1	0,0	1,5	1,5	1,7
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-3,8	-1,1	0,0	1,8	2,2	1,1	1,1
Free Cash Flow / Umsatz	-48,7 %	-10,2 %	0,2 %	12,4 %	16,3 %	8,0 %	8,3 %
Adj. Free Cash Flow	-0,3	-1,1	1,5	0,3	1,5	1,3	1,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-10,6 %	-23,2 %	1,7 %	-3,5 %	2,7 %	0,9 %	3,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-2912,9 %	-52,5 %	7,8 %	-21,2 %	-498,4 %	579,1 %	438,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	4,3 %	3,4 %	3,3 %	7,7 %	9,4 %	10,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,6 %	2,9 %	5,9 %	6,5 %	18,5 %	37,2 %	75,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	18,8 %	83,2 %	38,4 %	-4,9 %	20,5 %	19,4 %	17,4 %
Maint. Capex / Umsatz	15,9 %	26,2 %	21,2 %	22,3 %	20,0 %	18,9 %	16,9 %
CAPEX / Abschreibungen	334,3 %	825,8 %	187,3 %	-7,8 %	78,9 %	84,5 %	75,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,9 %	15,7 %	16,9 %	25,0 %	21,9 %	13,6 %	11,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	397,7 %	225,9 %	376,6 %	390,2 %	371,4 %	314,3 %	300,0 %
Inventory processing period (Tage)	0,4	5,2	3,4	2,2	1,8	1,8	1,8
Receivables collection period (Tage)	120	78,9	111	131	70,0	60,0	60,0
Payables payment period (Tage)	30,2	34,9	29,5	33,6	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	90,1	49,2	85,0	99,8	51,8	41,8	41,8
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/sales	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA	6,7	3,6	1,4	1,8	1,0	0,8	0,5
EV/EBIT	12,6	9,4	3,8	n.m.	5,6	4,0	2,3
EV/FCF	n.m.	n.m.	202,2	3,5	1,8	2,9	1,8
P/E	22,5	3,2	16,7	n.m.	n.m.	34,8	27,4
P/CF	neg.	2,2	2,5	1,7	2,3	2,2	2,2
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	24,5 %	4,3 %	37,8 %	43,1 %	84,8 %

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

### Free Cash Flow Yield - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	0.1	2.1	0.4	-8.3	-0.4	0.2	0.2	
+ Abschreibung + Amortisation	0.4	1.1	2.8	8.9	3.5	3.0	3.0	
- Zinsergebnis (netto)	0.0	2.0	-0.5	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	
+ Steuern	0.4	0.6	0.8	2.7	0.7	0.1	0.1	
- Erhaltungsinvestitionen	-1.3	2.8	2.9	3.2	2.7	2.5	2.2	
+ Sonstiges	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-5.0%	-17.3%	24.5%	4.3%	37.8%	43.1%	84.8%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>1.9</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15.4</b>	<b>2.7</b>	<b>15.4</b>	<b>13.0</b>	<b>16.4</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-2.9	-4.0	-5.0	
- Pensionsverbindlichkeiten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Sonstige	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>16.1</b>	<b>3.4</b>	<b>18.3</b>	<b>16.9</b>	<b>21.4</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8.83</b>	<b>1.87</b>	<b>10.03</b>	<b>9.30</b>	<b>11.78</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	130.4%	-51.2%	161.9%	142.8%	207.5%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13.0%	-	-	6.88	1.53	8.09	7.65	9.70
	12.0%	-	-	7.42	1.62	8.63	8.11	10.28
Fairer	11.0%	-	-	8.06	1.73	9.27	8.65	10.96
Free Cash Flow	<b>10.0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8.83</b>	<b>1.87</b>	<b>10.03</b>	<b>9.30</b>	<b>11.78</b>
Yield	9.0%	-	-	9.76	2.03	10.97	10.09	12.78
	8.0%	-	-	10.94	2.24	12.14	11.08	14.03
	7.0%	-	-	12.44	2.51	13.65	12.35	15.64

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

### DCF Modell - MeVis Medical Solutions

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	13,5	13,2	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Veränderung	-5,5%	-2,2%	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EBIT-Marge	5,4%	5,8%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	7,0%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuerquote	296,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	-1,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Abschreibungen	3,5	3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
in % vom Umsatz	26,0%	23,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%	19,0%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,9	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-2,8	-2,6	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionsquote	20,5%	19,4%	17,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
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)	1,2	1,4	1,4	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8

#### Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	2,00
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	12,82%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

#### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	8,3		
Terminal Value	1,3		
Verbindlichkeiten	-8,5		
Liquide Mittel	8,2	Aktienzahl (Mio.)	1,82
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>9,3</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,11</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

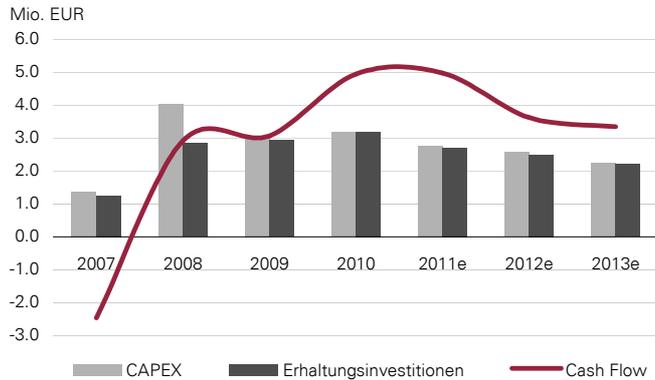
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	<b>0,00%</b>	0,25%	0,50%	0,75%
13,82%	4,79	4,80	4,81	4,82	4,83	4,84	4,85
13,32%	4,93	4,94	4,95	4,96	4,97	4,98	5,00
13,07%	5,00	5,01	5,02	5,03	5,05	5,06	5,08
<b>12,82%</b>	5,07	5,09	5,10	<b>5,11</b>	5,13	5,14	5,16
12,57%	5,15	5,16	5,18	5,19	5,21	5,22	5,24
12,32%	5,23	5,25	5,26	5,28	5,29	5,31	5,33
11,82%	5,40	5,42	5,43	5,45	5,47	5,49	5,51

##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
13,82%	4,51	4,61	4,71	4,82	4,92	5,03	5,13
13,32%	4,63	4,74	4,85	4,96	5,07	5,18	5,29
13,07%	4,69	4,81	4,92	5,03	5,15	5,26	5,38
<b>12,82%</b>	4,76	4,88	4,99	<b>5,11</b>	5,23	5,35	5,47
12,57%	4,83	4,95	5,07	5,19	5,31	5,44	5,56
12,32%	4,90	5,02	5,15	5,28	5,40	5,53	5,65
11,82%	5,05	5,18	5,32	5,45	5,59	5,72	5,85

Quelle: Warburg Research

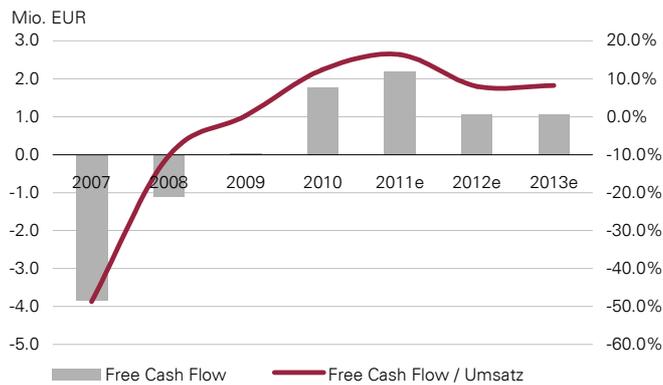
### Investitionen und Cash Flow - MeVis Medical Solutions



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

- Erhaltungsinvestitionen beinhalten Produktentwicklungen als wesentliche Komponente der Investitionen

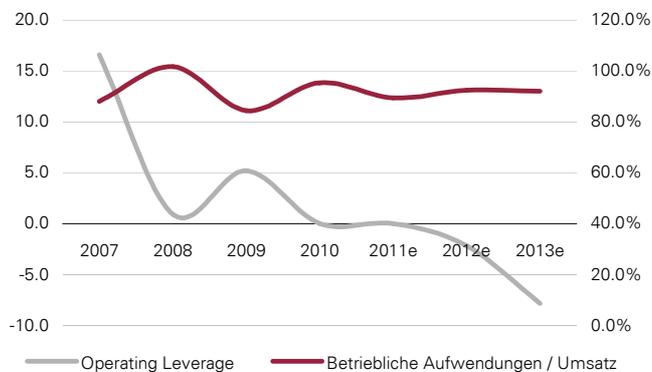
### Free Cash Flow Generation - MeVis Medical Solutions



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

- Cash Flow ist stark von Investitionen in neue Produkte beeinflusst
- Langfristig durch schwache Umsatzentwicklung belastet

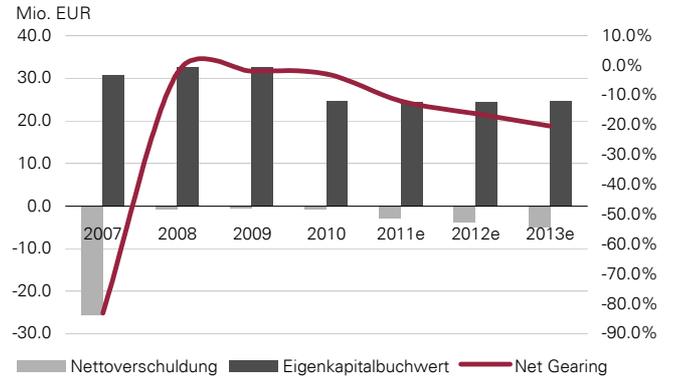
### Operating Leverage - MeVis Medical Solutions



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

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

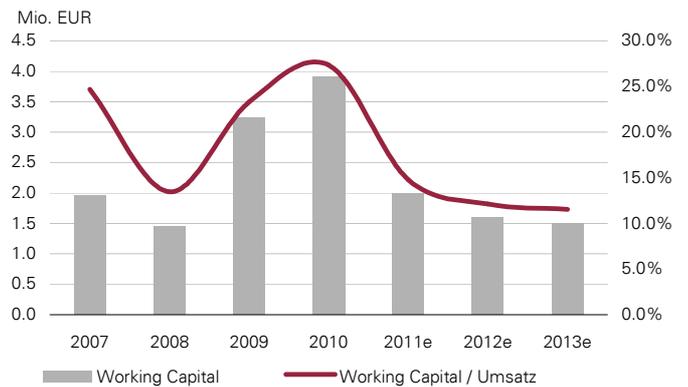
### Bilanzqualität - MeVis Medical Solutions



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

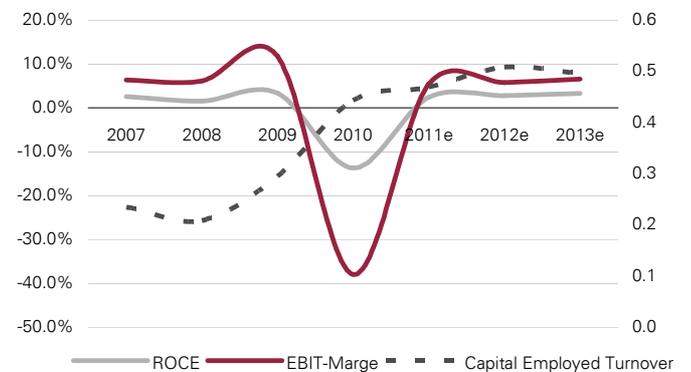
### Working Capital - MeVis Medical Solutions



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

- Langfristig Stabilisierung der Working Capital Quote bei etwa 10 % erwartet

### ROCE Entwicklung - MeVis Medical Solutions



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

## 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.

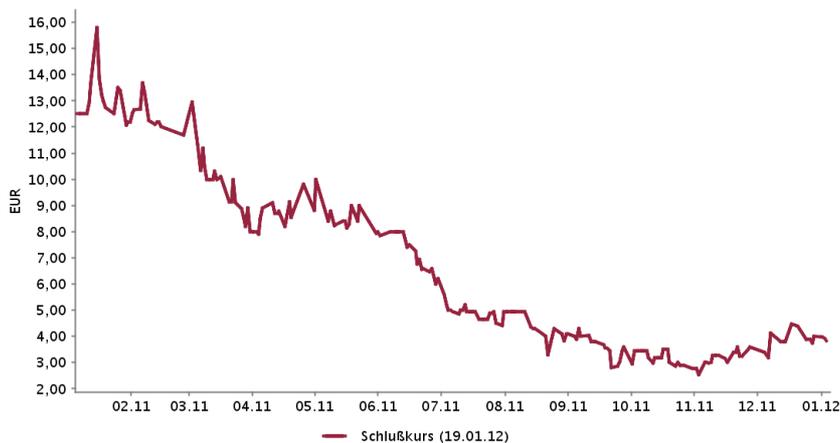
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	130	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>181</b>	

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	95	70%
Halten	35	26%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>136</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
MeVis Medical Solutions AG am 20.01.12**



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](http://www.warburg-research.com)  
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



**WARBURG RESEARCH**

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>	<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 <a href="mailto:ccohrs@warburg-research.com">ccohrs@warburg-research.com</a>	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>	<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Malte Räter</b>	+49 40 309537-185 <a href="mailto:mraether@warburg-research.com">mraether@warburg-research.com</a>	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>		
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>	<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)  
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Philippe Lorrain</b> Equity Sales	+49 40 3282-2664 <a href="mailto:plorrain@mmwarburg.com">plorrain@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 <a href="mailto:mniemann@mmwarburg.com">mniemann@mmwarburg.com</a>
<b>Kerstin Tscherner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:ktscherner@mmwarburg.com">ktscherner@mmwarburg.com</a>	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
		<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>