

Hold (Buy) EUR 21,70 (EUR 16,90) Kurs EUR 19,58 Upside 10,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 21,67 FCF-Value Potential: 32,73	Aktien Daten: Bloomberg: M3V GR Reuters: M3VG ISIN: DE000A0LBFE4	Beschreibung: Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 35,6 Aktienanzahl (Mio.): 1,8 EV: 22,2 Freefloat MC: 7,4 Ø Trad. Vol. (30T): 16,60	Aktionäre: Freefloat: 20,7 % Sonstige Großaktionäre: 22,7 % Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen: 19,4 % Dr. Hartmut Jürgens: 16,5 % Dr. Carl J. G. Evertsz: 15,3 %	Risikoprofil (WRe): 2013e Beta: 1,8 KBV: 1,3 x EK-Quote: 76 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,8 x Net Debt / EBITDA: -1,8 x

Ergebnissteigerung bereits antizipiert

Am 04.11.13. veröffentlichte die MeVis Medical Solutions AG im Vorfeld der Q3-Zahlen (11.11.13) eine Anpassung ihres Unternehmensausblickes. Dieser beinhaltete zwei wesentliche Aspekte:

- Erwartung einer **Umsatzsteigerung** (zuvor: „stabiler Umsatz“) und einer **deutlichen Steigerung des EBIT** (zuvor: „Steigerung“). Diese Anpassung deckt sich mit den zuvor gelieferten guten Q2-Zahlen. Bei einer Fortsetzung der hohen Nachfrage, insbesondere aus dem Bereich Tomosynthese, erscheint eine Anpassung realistischer als die vorige Guidance. In Anbetracht offenbar konstant hoher Nachfrage, werden auch die Prognosen (WR) nochmals erhöht. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass es sich vornehmlich um Lizenzabnahmen seitens Hologic handelt. Diese waren in der Vergangenheit hohen Volatilitäten unterworfen.
- Darüber hinaus wird eine Erhöhung der Kosten „**Aufstockung der Ressourcen**“ erwartet. Neu ist hier vor allem, dass der Großkunde Hologic (Umsatzanteil ca. 65 %) offenbar eine technische Verbesserung der Produkte fordert. Ob dieser Ausbau der Entwicklungskapazitäten im nächsten Jahr durch höhere Umsätze kompensiert werden kann, ist nicht gesichert. Entwicklungskosten machen bei MeVis (direkt und indirekt) rund 80 % der Gesamtkosten aus. Diesen fixen Kostenpositionen stehen vorwiegend volatile Lizenzeinnahmen gegenüber.

Insgesamt zeichnet sich aktuell kein eindeutiges Bild. Während die letzten **Quartalszahlen durchweg sehr überzeugend** waren, bleibt die operative Performance das zentrale Argument für die Aktie. Auch für das Q3 wird ein sehr gutes Ergebnis erwartet. Das gesamte Jahr 2013 sollte so durch ein gutes Lizenzgeschäft und disziplinierter Kostenpolitik stark ausfallen. Auf der anderen Seite wird für 2014 erstmals wieder mit einer **Kostensteigerung** gerechnet. Seit 2010 konnten die betrieblichen Aufwendungen durchweg gesenkt werden. Dies ging mit der Reduktion von Entwicklungskapazitäten einher. Dieser Trend wird sich ab 2014ff umkehren. Um gleichbleibende Ergebnisse zu erzielen, steigt somit die Abhängigkeit gegenüber Lizenzeinnahmen weiter an.

Vor dem Hintergrund der extrem guten Kursentwicklung seit der Heraufstufung der Aktie (30.04.13 ca. +120%) antizipiert das aktuelle Kursniveau nun bereits eine hohe Ertragsstärke und Stabilität des Unternehmens. **Trotz nochmals erhöhter Umsatz- und Ertragszuschätzungen (WR) wird die Aktie daher nun mit Halten eingestuft.**

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	
Umsatz	13,5	3,7 %	13,4	12,2 %	13,2	17,4 %	<ul style="list-style-type: none"> Aufgrund hoher Nachfrage nach Tomosynthese-Lösungen wird eine Anpassung der Umsatzprognose 2013ff vorgenommen. Vor allem in 2013 schlägt sich dies, dank ausgeprägter Kostenkontrolle in deutlich höheren Erträgen nieder. Ab 2014 wird mit höheren Kosten gerechnet und trotz steigender Umsätze lediglich mit einer Ertragsstabilisierung gerechnet.
EBITDA	6,6	11,7 %	6,3	17,5 %	6,1	23,1 %	
EBIT	3,4	19,1 %	3,2	22,6 %	3,0	28,9 %	
EBT	3,4	18,8 %	3,3	22,0 %	3,1	28,0 %	
Nettoergebnis	3,3	18,8 %	3,0	22,0 %	2,7	28,0 %	

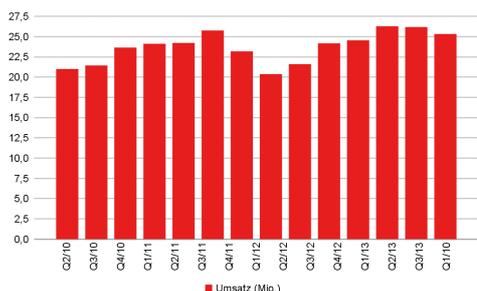


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	13,2 %
6 Monate:	81,7 %
Jahresverlauf:	112,9 %
Letzte 12 Monate:	85,1 %

Unternehmenstermine:	
11.11.13	Q3

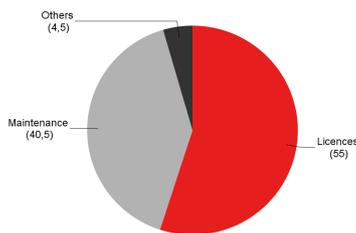
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	5,1 %	13,9	14,3	13,7	13,3	14,0	15,0	15,5
Veränd. Umsatz yoy		27,9 %	3,0 %	-4,3 %	-2,4 %	4,9 %	7,1 %	3,3 %
Rohertragsmarge		113,3 %	114,7 %	112,3 %	114,1 %	109,9 %	108,7 %	108,0 %
EBITDA	8,1 %	4,5	3,5	4,4	6,0	7,3	7,5	7,5
Marge		32,3 %	24,2 %	32,3 %	44,6 %	52,3 %	49,7 %	48,6 %
EBIT	9,3 %	1,6	-5,4	-1,6	3,0	4,0	3,9	3,9
Marge		11,8 %	-38,0 %	-12,0 %	22,3 %	28,8 %	26,2 %	25,1 %
Nettoergebnis	17,5 %	0,4	-8,3	-4,1	2,2	3,9	3,7	3,5
EPS	17,4 %	0,23	-4,89	-2,38	1,26	2,26	2,16	2,04
EPS adj.	17,4 %	0,23	-4,89	-2,38	1,26	2,26	2,16	2,04
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCFPS		0,02	1,04	1,34	1,56	3,27	3,16	2,87
EV / Umsatz		2,9 x	2,2 x	0,7 x	0,3 x	1,6 x	1,1 x	0,8 x
EV / EBITDA		9,0 x	9,3 x	2,2 x	0,6 x	3,0 x	2,2 x	1,6 x
EV / EBIT		24,7 x	n.a.	n.a.	1,2 x	5,5 x	4,3 x	3,0 x
KGV		102,1 x	n.a.	n.a.	5,2 x	8,7 x	9,1 x	9,6 x
KGV ber.		102,1 x	n.a.	n.a.	5,2 x	8,7 x	9,1 x	9,6 x
FCF Yield Potential		1,9 %	-7,7 %	3,2 %	93,3 %	25,8 %	34,3 %	47,9 %
Nettoverschuldung		-0,6	-0,7	-2,8	-7,8	-13,5	-18,9	-23,9
ROE		1,2 %	-29,1 %	-18,0 %	9,9 %	15,7 %	13,0 %	10,9 %
ROCE (NOPAT)		1,7 %	-28,8 %	-11,0 %	16,6 %	27,2 %	29,4 %	31,8 %
Guidance:		Steigender Umsatz, deutlicher Anstieg des EBIT						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



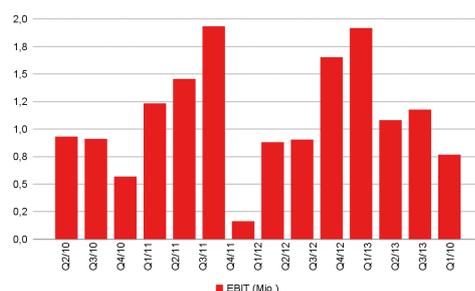
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Arten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

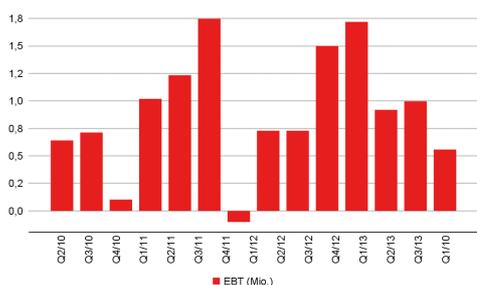
Unternehmenshintergrund

- 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 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 neuer Produkte.

Wettbewerbsqualität

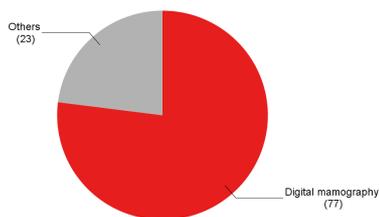
- MeVis verfolgt eine Strategie der frühen Marktbesetzung in neuen Feldern der bildgebenden Medizintechnik. Im Fokus stehen dabei Produkte für Massenmärkte.
- Die Fähigkeit der sehr frühen Marktbesetzung zeichnet MeVis gegenüber Wettbewerbern aus.
- MeVis unterhält langfristig und interdisziplinär angelegte Kooperationen mit über 100 Kliniken und führenden Forschungszentren in Deutschland, Europa, den USA und Asien.
- MeVis pflegt Partnerschaften mit den weltweit führenden Medizintechnik-OEMs. Beispielhaft sind hier Siemens und Hologic zu nennen.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



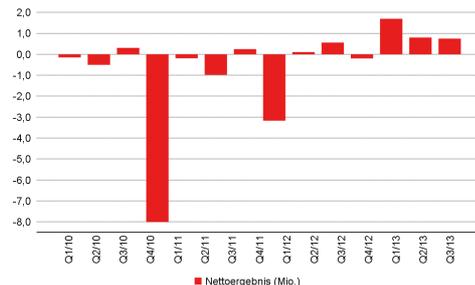
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	14,0	15,0	15,5	15,4	15,3	15,3	15,2	15,1	15,0	15,0	14,9	14,8	14,7	
Umsatzwachstum	4,9 %	7,1 %	3,3 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	0,0 %
EBIT	4,0	3,9	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	
EBIT-Marge	28,8 %	26,2 %	25,1 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	22,7 %	22,4 %	22,1 %	21,8 %	21,5 %	
Steuerquote (EBT)	5,0 %	8,0 %	12,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
NOPAT	3,8	3,6	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	
Abschreibungen	3,3	3,5	3,6	3,4	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1	
Abschreibungsquote	23,5 %	23,5 %	23,5 %	22,0 %	22,0 %	21,0 %	20,0 %	19,0 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	14,0 %	
Veränd. Rückstellungen	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	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investitionen	2,1	2,1	2,1	3,4	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1	
Investitionsquote	14,9 %	14,0 %	13,6 %	22,0 %	22,0 %	21,0 %	20,0 %	19,0 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	14,0 %	
Sonstiges	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)	5,6	5,3	4,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2
Barwert FCF	5,6	4,8	3,8	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	4
Anteil der Barwerte	47,25 %			39,13 %										13,62 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	2,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	2,00
WACC	12,40 %	Beta	1,80

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	26		
Terminal Value	4		
Zinstr. Verbindlichkeiten	-1		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	1,8
Eigenkapitalwert	39	Wert je Aktie (EUR)	21,67

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
Beta	WACC	-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,98	13,4 %	20,78	20,81	20,84	20,87	20,91	20,95	20,98	1,98	13,4 %	20,04	20,32	20,60	20,87	21,15	21,43	21,71
1,89	12,9 %	21,14	21,18	21,22	21,26	21,30	21,34	21,38	1,89	12,9 %	20,40	20,69	20,97	21,26	21,54	21,83	22,11
1,85	12,7 %	21,34	21,38	21,42	21,46	21,50	21,55	21,59	1,85	12,7 %	20,59	20,88	21,17	21,46	21,75	22,04	22,33
1,80	12,4 %	21,54	21,58	21,62	21,67	21,71	21,76	21,81	1,80	12,4 %	20,78	21,08	21,37	21,67	21,96	22,25	22,55
1,75	12,2 %	21,75	21,79	21,83	21,88	21,93	21,98	22,04	1,75	12,2 %	20,98	21,28	21,58	21,88	22,18	22,48	22,78
1,71	11,9 %	21,96	22,01	22,06	22,11	22,16	22,22	22,27	1,71	11,9 %	21,19	21,50	21,80	22,11	22,41	22,72	23,02
1,62	11,4 %	22,42	22,47	22,53	22,58	22,64	22,71	22,77	1,62	11,4 %	21,64	21,95	22,27	22,58	22,90	23,21	23,53

Das DCF-Modell basiert auf der Annahme leicht sinkender Umsätze und Ergebnisse in den kommenden Jahren.

Wertermittlung

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,3 x	1,3 x	0,6 x	0,5 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,17	1,63	1,05	3,44	6,24	9,05	11,79
EV / Umsatz	2,9 x	2,2 x	0,7 x	0,3 x	1,6 x	1,1 x	0,8 x
EV / EBITDA	9,0 x	9,3 x	2,2 x	0,6 x	3,0 x	2,2 x	1,6 x
EV / EBIT	24,7 x	n.a.	n.a.	1,2 x	5,5 x	4,3 x	3,0 x
EV / EBIT adj.*	24,7 x	n.a.	n.a.	1,2 x	5,5 x	4,3 x	3,0 x
Kurs / FCF	n.a.	18,5 x	5,4 x	4,2 x	6,0 x	6,2 x	6,8 x
KGV	102,1 x	n.a.	n.a.	5,2 x	8,7 x	9,1 x	9,6 x
KGV ber.*	102,1 x	n.a.	n.a.	5,2 x	8,7 x	9,1 x	9,6 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	1,9 %	-7,7 %	3,2 %	93,3 %	25,8 %	34,3 %	47,9 %
*Adjustiert um:	-						

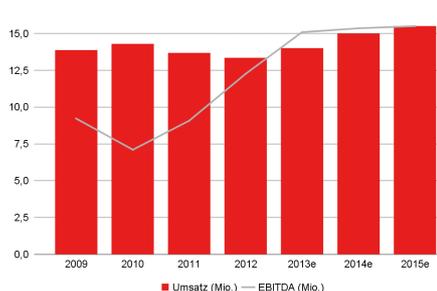
GuV							
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	13,9	14,3	13,7	13,3	14,0	15,0	15,5
Veränd. Umsatz yoy	27,9 %	3,0 %	-4,3 %	-2,4 %	4,9 %	7,1 %	3,3 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	2,3	2,8	2,4	2,4	1,8	1,8	1,8
Gesamterlöse	16,2	17,1	16,1	15,8	15,8	16,8	17,3
Materialaufwand	0,5	0,7	0,7	0,5	0,4	0,5	0,6
Rohertrag	15,7	16,4	15,4	15,2	15,4	16,3	16,7
Rohertragsmarge	113,3 %	114,7 %	112,3 %	114,1 %	109,9 %	108,7 %	108,0 %
Personalaufwendungen	9,8	10,4	9,2	8,1	7,5	8,2	8,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,3	3,7	2,9	2,3	1,7	1,8	2,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,5	3,5	4,4	6,0	7,3	7,5	7,5
Marge	32,3 %	24,2 %	32,3 %	44,6 %	52,3 %	49,7 %	48,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	5,8	3,0	0,5	0,6	0,6	0,6
EBITA	3,9	-2,3	1,5	5,5	6,8	6,9	6,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	3,1	3,1	2,5	2,7	2,9	3,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,6	-5,4	-1,6	3,0	4,0	3,9	3,9
Marge	11,8 %	-38,0 %	-12,0 %	22,3 %	28,8 %	26,2 %	25,1 %
EBIT adj.	1,6	-5,4	-1,6	3,0	4,0	3,9	3,9
Zinserträge	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,0	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	-0,1	0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
EBT	1,2	-5,6	-2,9	2,4	4,1	4,0	4,0
Marge	8,4 %	-39,2 %	-21,3 %	17,7 %	29,2 %	26,9 %	25,7 %
Steuern gesamt	0,8	2,7	1,2	0,2	0,2	0,3	0,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	-8,3	-4,1	2,2	3,9	3,7	3,5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,4	-8,3	-4,1	2,2	3,9	3,7	3,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	0,4	-8,3	-4,1	2,2	3,9	3,7	3,5
Marge	2,9 %	-58,4 %	-29,9 %	16,2 %	27,8 %	24,7 %	22,6 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
EPS	0,23	-4,89	-2,38	1,26	2,26	2,16	2,04
EPS adj.	0,23	-4,89	-2,38	1,26	2,26	2,16	2,04

*Adjustiert um:

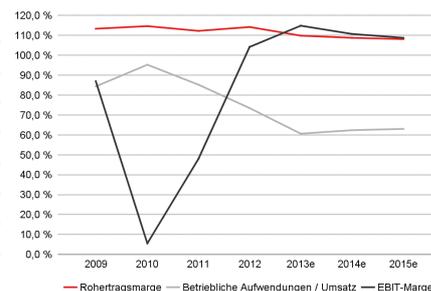
Guidance: Steigender Umsatz, deutlicher Anstieg des EBIT

Kennzahlen							
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	84,4 %	95,3 %	85,2 %	73,5 %	60,6 %	62,3 %	63,0 %
Operating Leverage	5,2 x	n.a.	16,3 x	n.a.	7,2 x	-0,3 x	-0,4 x
EBITDA / Interest expenses	4,5 x	4,8 x	12,8 x	17,2 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	65,9 %	-48,9 %	-40,4 %	8,3 %	5,0 %	8,0 %	12,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	58.029	63.799	102.075	119.170	127.273	133.929	138.393

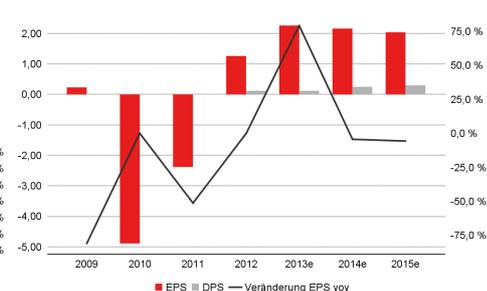
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

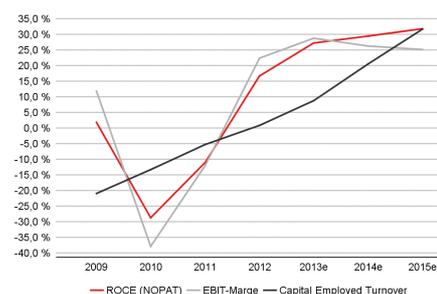
Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,1	22,0	18,9	16,8	15,9	14,8	13,6
davon übrige imm. VG	10,5	9,4	6,3	6,2	5,3	4,2	2,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	16,6	12,6	12,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Sachanlagen	1,2	0,9	0,7	0,3	0,0	-0,3	-0,6
Finanzanlagen	0,0	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	28,3	24,2	19,9	17,5	16,3	14,9	13,3
Vorräte	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,2	5,1	4,4	3,9	3,5	3,3	3,4
Liquide Mittel	15,1	8,2	7,5	8,7	14,3	19,7	24,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,2	1,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	22,7	14,6	12,7	13,4	18,6	23,8	28,9
Bilanzsumme (Aktiva)	51,0	38,8	32,5	30,9	34,9	38,7	42,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	28,5	28,5	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	7,6	11,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,3	-5,5	-9,2	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1
Buchwert	32,6	24,8	20,7	22,8	26,7	30,4	33,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	32,6	24,8	20,7	22,8	26,7	30,4	33,9
Rückstellungen gesamt	0,2	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	14,5	7,5	4,7	0,8	0,8	0,8	0,8
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,1	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	2,6	4,2	4,8	5,4	5,4	5,4	5,4
Verbindlichkeiten	18,3	14,0	11,8	8,1	8,2	8,3	8,3
Bilanzsumme (Passiva)	51,0	38,8	32,5	30,9	34,9	38,7	42,2

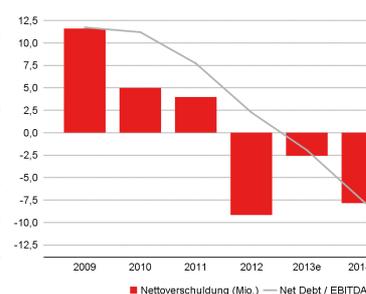
Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,1 x	3,0 x	3,3 x	4,1 x	5,7 x	8,2 x	9,5 x
Capital Employed Turnover	0,4 x	0,6 x	0,8 x	0,9 x	1,1 x	1,3 x	1,5 x
ROA	1,4 %	-34,5 %	-20,6 %	12,4 %	23,9 %	25,0 %	26,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	1,7 %	-28,8 %	-11,0 %	16,6 %	27,2 %	29,4 %	31,8 %
ROE	1,2 %	-29,1 %	-18,0 %	9,9 %	15,7 %	13,0 %	10,9 %
Adj. ROE	1,2 %	-29,1 %	-18,0 %	9,9 %	15,7 %	13,0 %	10,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-0,6	-0,7	-2,8	-7,8	-13,5	-18,9	-23,9
Nettofinanzverschuldung	-0,6	-0,7	-2,8	-7,8	-13,5	-18,9	-23,9
Net Gearing	-1,9 %	-2,8 %	-13,5 %	-34,4 %	-50,5 %	-62,3 %	-70,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-13,8 %	-20,4 %	-63,3 %	-131,6 %	-184,0 %	-253,5 %	-316,8 %
Buchwert je Aktie	18,7	14,5	12,0	13,2	15,5	17,6	19,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,2	1,6	1,1	3,4	6,2	9,0	11,8

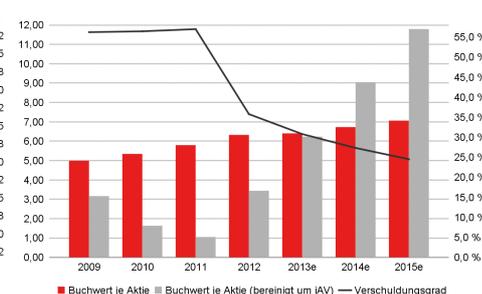
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

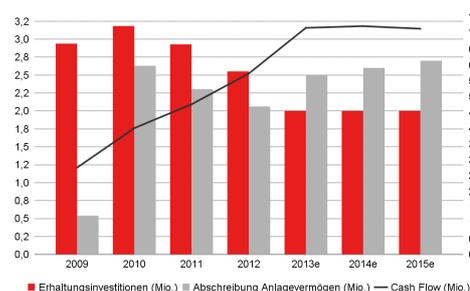
Cash flow

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,2	-5,3	-1,3	3,1	3,9	3,7	3,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	5,8	3,0	0,5	0,6	0,6	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	3,1	3,1	2,5	2,7	2,9	3,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	0,9	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,8	4,0	4,8	5,7	7,2	7,2	7,2
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	1,9	-0,5	1,0	0,1	0,4	0,2	-0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,6	1,4	-0,5	-0,6	0,1	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,3	0,9	0,4	-0,4	0,5	0,3	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,1	5,0	5,1	5,3	7,7	7,5	7,1
Investitionen in iAV	-2,7	-3,0	-2,7	-2,5	-1,8	-1,8	-1,8
Investitionen in Sachanlagen	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Zugänge aus Akquisitionen	-4,7	-7,2	-3,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-2,3	3,9	1,1	0,9	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	-10,0	-6,5	-4,7	-3,1	-2,1	-2,1	-2,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-7,4	-2,0	0,4	2,1	5,6	5,4	4,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	7,7	5,6	6,1	8,1	13,8	19,2	24,2

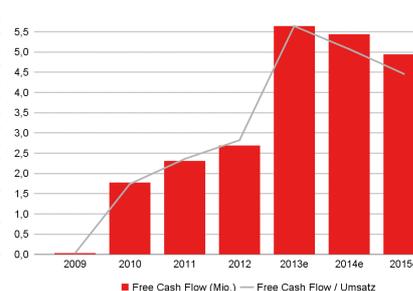
Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	0,0	1,8	2,3	2,7	5,6	5,4	4,9
Free Cash Flow / Umsatz	0,2 %	12,4 %	16,9 %	20,1 %	40,3 %	36,2 %	31,9 %
Free Cash Flow Potential	0,8	-2,5	0,3	3,2	5,7	5,7	5,7
Free Cash Flow / Umsatz	0,2 %	12,4 %	16,9 %	20,1 %	40,3 %	36,2 %	31,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	7,8 %	-21,2 %	-56,4 %	124,3 %	145,0 %	146,5 %	140,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,4 %	3,3 %	1,4 %	0,8 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,9 %	6,5 %	5,7 %	12,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	21,9 %	22,2 %	20,5 %	19,5 %	14,9 %	14,0 %	13,6 %
Maint. Capex / Umsatz	21,2 %	22,3 %	21,4 %	19,1 %	14,3 %	13,3 %	12,9 %
CAPEX / Abschreibungen	107,0 %	35,8 %	46,2 %	87,3 %	63,2 %	59,6 %	57,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	16,9 %	25,0 %	27,1 %	24,2 %	19,1 %	15,0 %	13,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	376,6 %	390,2 %	378,4 %	341,2 %	291,7 %	253,8 %	261,5 %
Vorratumschlag	3,5 x	8,0 x	2,8 x	3,0 x	4,2 x	5,0 x	5,6 x
Receivables collection period (Tage)	111	131	118	107	91	80	80
Payables payment period (Tage)	891	697	599	780	1.043	959	850
Cash conversion cycle (Tage)	-757	-635	-424	-621	-934	-869	-771

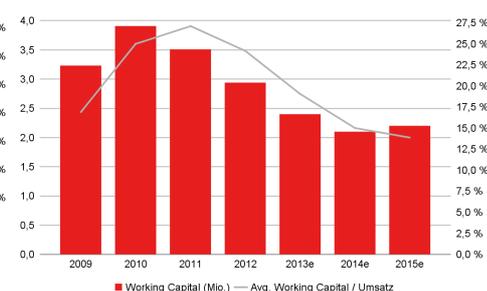
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; 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, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder 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, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wurde angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
MeVis Medical Solutions	3, 5, 6, 7	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0LBFE4.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

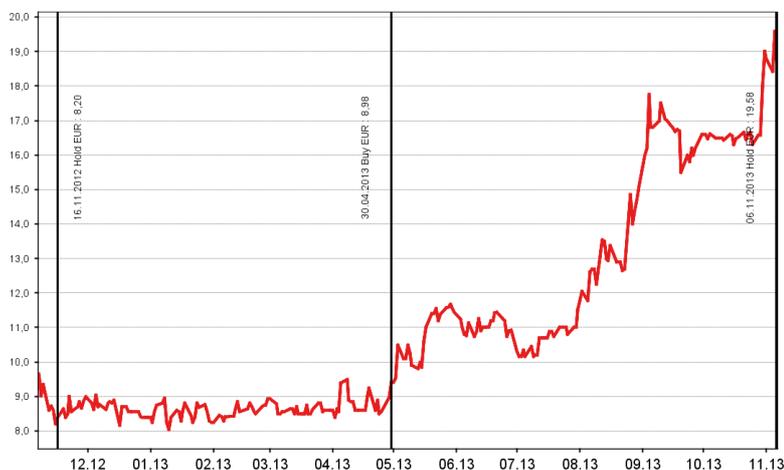
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	99	50
Halten	85	43
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	200	100

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	84	54
Halten	63	40
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	156	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MEVIS MEDICAL SOLUTIONS] AM [06.11.2013]



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.

RESEARCH

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com

Malte Räther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodlar@warburg-research.com
Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Merkel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com
---	--

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---