

<b>Hold</b>  <b>EUR 16,50</b>  Kurs <b>EUR 14,77</b> <b>Upside 11,7 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 16,35 FCF-Value Potential 15e: 22,46	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: M3V GR Reuters: M3VG ISIN: DE000A0LBFE4	<b>Beschreibung:</b> Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 26,9 Aktienanzahl (Mio.): 1,8 EV: 13,3 Freefloat MC: 6,3 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 6,41 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 23,3 % Sonstige Großaktionäre: 24,5 % Prof. Dr. Heinz-Otto Peitgen: 19,4 % Dr. Hartmut Jürgens: 16,5 % Dr. Carl J. G. Evertsz: 10,7 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,8 KBV: 0,9 x EK-Quote: 79 %

## Vereinbarung über Entwicklungsunterstützung mit Hologic erzielt

Im Januar 2014 gab Hologic, der größte Kunde von MeVis (Umsatzanteil ca. 75% (WRe)) bekannt, die Kooperation mit MeVis mittelfristig zu verändern. Nun wurden weitere Details über die Zusammenarbeit veröffentlicht. Der aktuelle Vertrag sieht vor, dass die Software von MeVis für die Verwendung in medizinischen Diagnostikgeräten bis Ende 2015 an Hologic lizenziert wird. MeVis erwartet jedoch eine weitere Vertragsverlängerung mit vergleichbaren Konditionen bis Ende 2016. Neben Lizenzen verkauft MeVis langfristige Wartungsverträge, die jeweils rund 50% zum Gesamtumsatz beitragen.

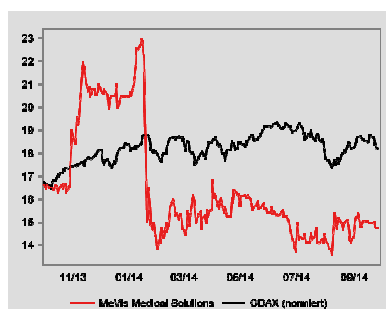
MeVis wird zukünftig zunehmend zu einem spezialisierten Softwareentwickler für Hologic. Dieser Umwandlungsprozess hat jedoch keine Auswirkung auf den Umsatz mit anderen Kunden neben Hologic. Allerdings wird MeVis die Produkte nicht mehr besitzen und diese an Hologic lizenzieren; vielmehr wird MeVis als strategischer Servicepartner am Umsatz von Hologic partizipieren und damit teilweise den erwarteten Umsatzrückgang kompensieren. Dieser Transformationsprozess wird mehrere Jahre anhalten, sodass Hologic in den kommenden Jahren ein wesentlicher Teil von MeVis bleiben wird.

Angesichts dieser Entwicklung ist davon auszugehen, dass der Gesamtumsatz bei MeVis bis Ende 2016 stabil bleibt. Im Verlauf des Jahres 2017 ist ein signifikanter Umsatzrückgang zu erwarten, da Hologics Anteil am Lizenzumsatz (EUR 4-5 Mio. WRe) durch einen um zwei Drittel kleineren (EUR 1,5-2 Mio.) Serviceumsatzbeitrag ersetzt wird. Hologics Umsatzanteil von EUR 4-5 Mio. (WRe) aus langfristigen Wartungsverträgen bleibt jedoch weitaus stabiler und sollte über die nächsten 10 Jahre langsam zurückgehen.

Während der Umsatz im Segment Digitale Mammographie rückläufig sein wird, gab MeVis kürzlich bekannt, dass der erste industrielle Kunde für Lungen Screening-Software gewonnen werden konnte. Lungen Screening ist eine von der FDA zugelassene Technologie, die bereits in der Lungenkrebsdiagnose eingesetzt wird. Es wird erwartet, dass die Software von MeVis den Workflow während der Diagnose sowie die Qualität der Screening-Ergebnisse verbessert. Damit bietet das Produkt den Nutzern klinische und wirtschaftliche Vorteile. Insgesamt ist die Software komplexer als die Mammographielösung und damit sind die Preispunkte für die Lungen Screening-Software deutlich höher als im Segment Mammographie. Erste Lizenzumsätze sind im ersten Quartal 2015 zu erwarten und Wartungsumsätze sollten innerhalb des kommenden Jahres folgen.

Das Rating Halten wird mit einem Kursziel von EUR 16,50 beibehalten.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	12,3	0,0 %	12,5	-1,6 %	12,5	-4,0 %	Umsatz bis Ende 2016 nahezu stabil.
<b>EBITDA</b>	4,8	0,0 %	4,9	-3,8 %	4,9	-9,7 %	Ab 2017: Lizenzumsatz wird durch einen deutlich kleineren Servicebeitrag von Hologic ersetzt.
<b>EBIT</b>	3,0	0,0 %	3,1	-5,1 %	3,1	-13,0 %	Umsatzrückgang im Segment Digitale Mammographie sollte durch neuen Lizenzumsatz der Lungen Screening-Software kompensiert werden.
<b>EBT</b>	3,1	0,0 %	3,2	-4,9 %	3,2	-12,6 %	Überproportionaler Rückgang der EBIT-Marge mit der Veränderung des Geschäftsmodells erwartet (2017ff).
<b>Nettoergebnis</b>	2,8	0,0 %	2,8	-4,9 %	2,8	-12,6 %	

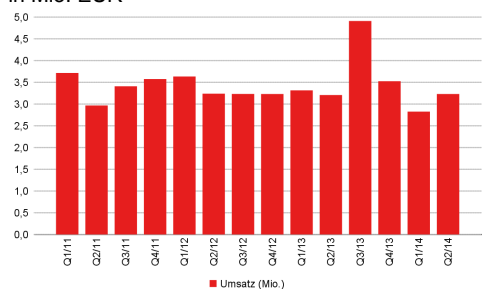


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	3,8 %
6 Monate:	-3,2 %
Jahresverlauf:	-27,0 %
Letzte 12 Monate:	-17,8 %

Unternehmenstermine:	
17.11.14	Q3

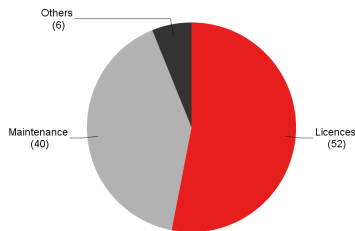
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	-6,3 %	14,3	13,7	13,3	14,6	12,3	12,3	12,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		3,0 %	-4,3 %	-2,4 %	9,4 %	-15,8 %	0,0 %	-2,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		114,7 %	112,3 %	114,1 %	104,9 %	106,6 %	106,4 %	106,7 %
<b>EBITDA</b>	-10,3 %	3,5	4,4	6,0	6,1	4,8	4,7	4,4
<b>Marge</b>		24,2 %	32,3 %	44,6 %	41,8 %	39,0 %	38,1 %	36,7 %
<b>EBIT</b>	-12,4 %	-5,4	-1,6	3,0	4,1	3,0	3,0	2,7
<b>Marge</b>		-38,0 %	-12,0 %	22,3 %	27,8 %	24,0 %	24,1 %	22,7 %
<b>Nettoergebnis</b>	-12,5 %	-8,3	-4,1	2,2	3,7	2,8	2,7	2,5
<b>EPS</b>	-12,5 %	-4,89	-2,38	1,26	2,15	1,63	1,57	1,44
<b>EPS adj.</b>	-12,5 %	-4,89	-2,38	1,26	2,15	1,63	1,57	1,44
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,65	0,63	0,58
<b>Dividendenrendite</b>		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %	4,3 %	3,9 %
<b>FCFPS</b>		1,04	1,34	1,56	3,26	2,12	1,58	1,49
<b>EV / Umsatz</b>		2,2 x	0,7 x	0,3 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
<b>EV / EBITDA</b>		9,3 x	2,2 x	0,6 x	2,1 x	2,8 x	2,5 x	2,3 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	1,2 x	3,1 x	4,5 x	3,9 x	3,8 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	5,2 x	6,0 x	9,1 x	9,4 x	10,3 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	5,2 x	6,0 x	9,1 x	9,4 x	10,3 x
<b>FCF Yield Potential</b>		-7,7 %	3,2 %	93,3 %	34,4 %	26,3 %	27,9 %	29,4 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-0,7	-2,8	-7,8	-9,4	-13,6	-15,2	-16,6
<b>ROE</b>		-29,1 %	-18,0 %	9,9 %	15,1 %	9,8 %	8,6 %	7,5 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-28,8 %	-11,0 %	16,6 %	24,5 %	15,9 %	15,2 %	14,0 %
<b>Guidance:</b>	Durch Entkonsolidierung JV: Umsatz EUR 12-12,5 Mio.; EBIT EUR 3-3,5 Mio.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



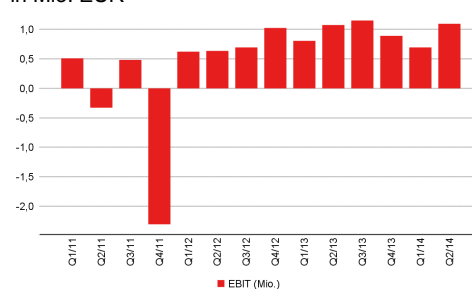
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Arten**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

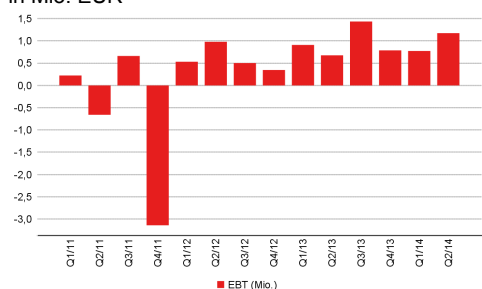
**Unternehmenshintergrund**

- 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**

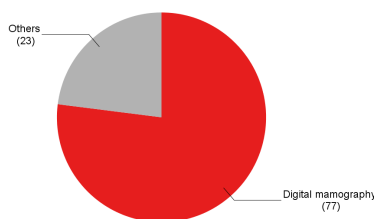
- MeVis verfolgt eine Strategie der frühen Marktbesetzung in neuen Feldern der bildgebenden Medizintechnik. Im Fokus stehen dabei Produkte für Massenmärkte.
- Die Fähigkeit der sehr frühen Marktbesetzung zeichnet MeVis gegenüber Wettbewerbern aus.
- MeVis unterhält langfristig und interdisziplinär angelegte 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



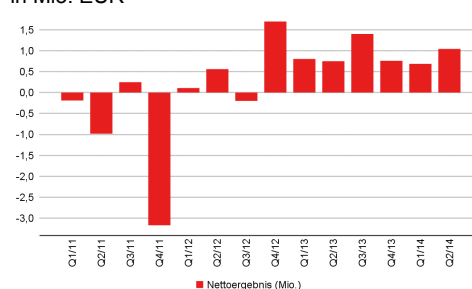
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	12,3	12,3	12,0	9,7	9,4	9,1	9,0	8,9	9,1	9,3	9,6	9,8	10,1	
Umsatzwachstum	-15,9 %	0,0 %	-2,5 %	-19,5 %	-3,2 %	-3,1 %	-1,1 %	-0,7 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	3,0	3,0	2,7	0,8	0,9	0,9	1,2	1,4	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2	
EBIT-Marge	24,0 %	24,1 %	22,7 %	8,5 %	9,4 %	10,4 %	13,0 %	15,8 %	19,1 %	20,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	
Steuerquote (EBT)	8,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
NOPAT	2,7	2,6	2,4	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6	
Abschreibungen	1,9	1,7	1,7	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	
Abschreibungsquote	15,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	13,0 %	13,0 %	12,0 %	12,0 %	11,0 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	
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	0,3	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investitionen	1,7	1,7	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	
Investitionsquote	13,8 %	13,8 %	14,1 %	15,0 %	13,0 %	11,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	
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)	2,6	2,6	2,5	0,9	0,8	1,1	1,0	1,2	1,3	1,4	1,7	1,6	1,6	2
Barwert FCF	2,5	2,3	1,9	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	4
Anteil der Barwerte	43,05 %			32,10 %										24,85 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	2,00
<b>WACC</b>	<b>12,40 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,80</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	12		
Terminal Value	4		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	16	Aktienzahl (Mio.)	1,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>30</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>16,35</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-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 %	15,64	15,67	15,71	15,75	15,79	15,83	15,88	1,98	13,4 %	15,15	15,35	15,55	15,75	15,95	16,15	16,35
1,89	12,9 %	15,91	15,95	15,99	16,03	16,08	16,13	16,18	1,89	12,9 %	15,42	15,62	15,83	16,03	16,24	16,45	16,65
1,85	12,7 %	16,05	16,09	16,14	16,19	16,24	16,29	16,35	1,85	12,7 %	15,56	15,77	15,98	16,19	16,40	16,61	16,82
1,80	12,4 %	16,20	16,25	16,30	16,35	16,40	16,46	16,52	1,80	12,4 %	15,71	15,92	16,14	16,35	16,56	16,78	16,99
1,75	12,2 %	16,36	16,41	16,46	16,52	16,58	16,64	16,71	1,75	12,2 %	15,87	16,08	16,30	16,52	16,74	16,96	17,17
1,71	11,9 %	16,53	16,58	16,64	16,70	16,76	16,83	16,90	1,71	11,9 %	16,03	16,25	16,48	16,70	16,92	17,14	17,37
1,62	11,4 %	16,88	16,95	17,02	17,09	17,16	17,24	17,33	1,62	11,4 %	16,39	16,62	16,86	17,09	17,32	17,55	17,78

- Durch die veränderte Zusammenarbeit mit Hologic ab 2016 werden bereits vorab fallende Umsätze erwartet.
- Dies führt zu einem geringeren operativen Leverage. Fallende EBIT-Margen sind die Folge.
- Hauptaspekt ist das geänderte Geschäftsmodell mit Hologic (ab 2016).
- Umsätze mit Kunden neben Hologic sind nicht von der Umstellung betroffen.

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	1,3 x	0,6 x	0,5 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,63	1,05	3,44	5,85	8,38	9,31	10,11
EV / Umsatz	2,2 x	0,7 x	0,3 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
EV / EBITDA	9,3 x	2,2 x	0,6 x	2,1 x	2,8 x	2,5 x	2,3 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	1,2 x	3,1 x	4,5 x	3,9 x	3,8 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	1,2 x	3,1 x	4,5 x	3,9 x	3,8 x
Kurs / FCF	18,5 x	5,4 x	4,2 x	3,9 x	7,0 x	9,4 x	9,9 x
KGV	n.a.	n.a.	5,2 x	6,0 x	9,1 x	9,4 x	10,3 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	5,2 x	6,0 x	9,1 x	9,4 x	10,3 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %	4,3 %	3,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	-7,7 %	3,2 %	93,3 %	34,4 %	26,3 %	27,9 %	29,4 %
*Adjustiert um:	-						

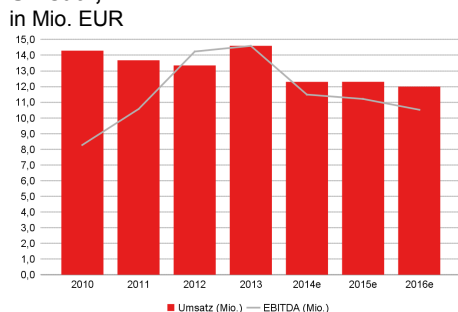
GuV							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>14,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,3</b>	<b>14,6</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	3,0 %	-4,3 %	-2,4 %	9,4 %	-15,8 %	0,0 %	-2,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	2,8	2,4	2,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Gesamterlöse</b>	<b>17,1</b>	<b>16,1</b>	<b>15,8</b>	<b>16,0</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>
Materialaufwand	0,7	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>Roherttrag</b>	<b>16,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,2</b>	<b>15,3</b>	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>	<b>12,8</b>
<i>Roherttragsmarge</i>	<i>114,7 %</i>	<i>112,3 %</i>	<i>114,1 %</i>	<i>104,9 %</i>	<i>106,6 %</i>	<i>106,4 %</i>	<i>106,7 %</i>
Personalaufwendungen	10,4	9,2	8,1	7,9	7,2	7,2	7,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,1	1,1	1,1	0,5	0,5	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,7	2,9	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>
<i>Marge</i>	<i>24,2 %</i>	<i>32,3 %</i>	<i>44,6 %</i>	<i>41,8 %</i>	<i>39,0 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>36,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,8	3,0	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2
<b>EBITA</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,1	3,1	2,5	1,9	1,5	1,5	1,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
<i>Marge</i>	<i>-38,0 %</i>	<i>-12,0 %</i>	<i>22,3 %</i>	<i>27,8 %</i>	<i>24,0 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>22,7 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Zinserträge	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,7	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,1	-1,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>
<i>Marge</i>	<i>-39,2 %</i>	<i>-21,3 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>26,3 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>23,5 %</i>
Steuern gesamt	2,7	1,2	0,2	0,1	0,2	0,4	0,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-8,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-8,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-8,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
<i>Marge</i>	<i>-58,4 %</i>	<i>-29,9 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>22,8 %</i>	<i>21,9 %</i>	<i>20,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>EPS</b>	<b>-4,89</b>	<b>-2,38</b>	<b>1,26</b>	<b>2,15</b>	<b>1,63</b>	<b>1,57</b>	<b>1,44</b>
EPS adj.	-4,89	-2,38	1,26	2,15	1,63	1,57	1,44

\*Adjustiert um:

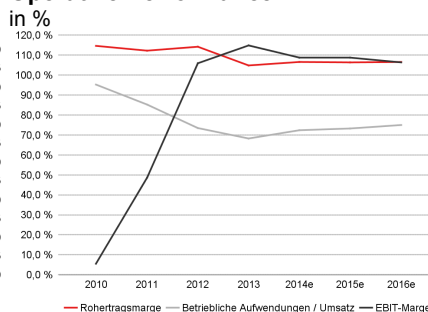
Guidance: Durch Entkonsolidierung JV: Umsatz EUR 12-12,5 Mio.; EBIT EUR 3-3,5 Mio.

Kennzahlen							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,3 %	85,2 %	73,5 %	68,1 %	72,3 %	73,3 %	75,0 %
Operating Leverage	n.a.	16,3 x	n.a.	3,9 x	1,7 x	18,7 x	3,4 x
EBITDA / Interest expenses	4,8 x	12,8 x	17,2 x	57,5 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	-48,9 %	-40,4 %	8,3 %	3,5 %	8,0 %	12,0 %	12,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	39,9 %	40,2 %	40,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	63.799	102.075	113.110	135.185	109.821	109.849	107.143

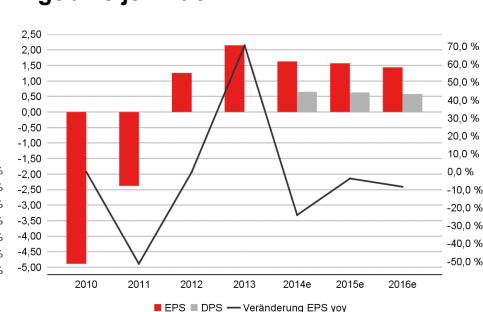
**Umsatz, EBITDA**



**Operative Performance**



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

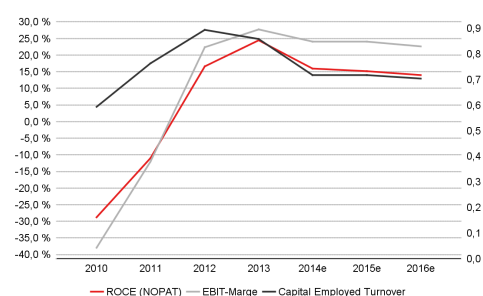
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

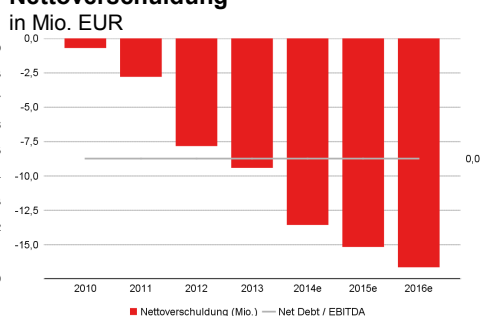
<b>Bilanz</b>							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22,0	18,9	16,8	16,4	16,3	16,3	16,3
davon übrige imm. VG	9,4	6,3	6,2	5,7	5,7	5,7	5,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,6	12,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Sachanlagen	0,9	0,7	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Finanzanlagen	1,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>24,2</b>	<b>19,9</b>	<b>17,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,7</b>	<b>16,7</b>	<b>16,7</b>
Vorräte	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,1	4,4	3,9	2,3	2,7	2,7	2,6
Liquide Mittel	8,2	7,5	8,7	10,4	14,6	16,2	17,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,2	0,5	0,7	4,8	4,8	4,8	4,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,4</b>	<b>17,6</b>	<b>22,2</b>	<b>23,8</b>	<b>25,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>38,8</b>	<b>32,5</b>	<b>30,9</b>	<b>34,5</b>	<b>38,9</b>	<b>40,5</b>	<b>41,9</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	28,5	28,1	28,1	9,8	9,8	9,8	9,8
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	5,5	8,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-5,5	-9,2	-7,1	14,9	16,4	15,2	14,2
Buchwert	24,8	20,7	22,8	26,4	30,8	32,3	33,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>24,8</b>	<b>20,7</b>	<b>22,8</b>	<b>26,4</b>	<b>30,8</b>	<b>32,3</b>	<b>33,7</b>
Rückstellungen gesamt	1,1	1,1	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	7,5	4,7	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,3	1,2	1,1	0,8	1,0	1,0	1,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4,2	4,8	5,4	5,7	5,7	5,7	5,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>14,0</b>	<b>11,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>38,8</b>	<b>32,5</b>	<b>30,9</b>	<b>34,5</b>	<b>38,9</b>	<b>40,5</b>	<b>41,9</b>

<b>Kennzahlen</b>							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,0 x	3,3 x	4,1 x	7,3 x	5,6 x	5,6 x	5,7 x
Capital Employed Turnover	0,6 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x
ROA	-34,5 %	-20,6 %	12,4 %	22,0 %	16,8 %	16,2 %	14,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-28,8 %	-11,0 %	16,6 %	24,5 %	15,9 %	15,2 %	14,0 %
ROE	-29,1 %	-18,0 %	9,9 %	15,1 %	9,8 %	8,6 %	7,5 %
Adj. ROE	-29,1 %	-18,0 %	9,9 %	15,1 %	9,8 %	8,6 %	7,5 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-0,7	-2,8	-7,8	-9,4	-13,6	-15,2	-16,6
Nettofinanzverschuldung	-0,7	-2,8	-7,8	-9,4	-13,6	-15,2	-16,6
Net Gearing	-2,8 %	-13,5 %	-34,4 %	-35,6 %	-44,1 %	-46,9 %	-49,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	14,5	12,0	13,2	15,4	17,9	18,8	19,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,6	1,1	3,4	5,9	8,4	9,3	10,1

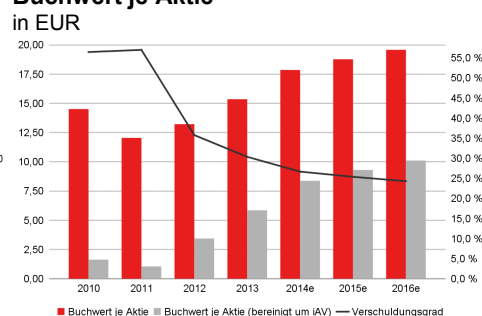
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung



Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

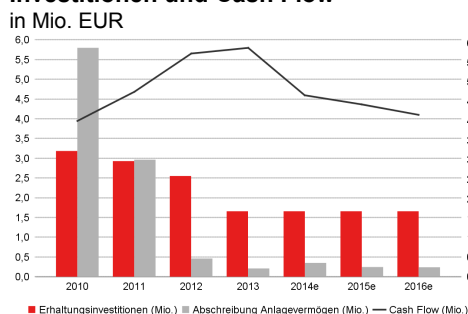
**Cash flow**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-5,3	-1,3	3,1	3,7	2,8	2,7	2,5
Abschreibung Anlagevermögen	5,8	3,0	0,5	0,2	0,4	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,1	3,1	2,5	1,9	1,5	1,5	1,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,9	0,0	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>
Veränderung Vorräte	0,0	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	1,0	0,1	1,0	-0,4	0,0	0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,4	-0,5	-0,6	0,4	0,2	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,9	0,4	-0,4	1,6	0,7	0,0	0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>7,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>
Investitionen in iAV	-3,0	-2,7	-2,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Investitionen in Sachanlagen	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	-7,2	-3,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	3,9	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	-3,7	0,5	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-5,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,1
Erwerb eigener Aktien	0,0	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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>
Veränderung liquide Mittel	-2,0	0,4	2,1	1,9	4,2	1,6	1,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>8,1</b>	<b>9,9</b>	<b>14,1</b>	<b>15,7</b>	<b>17,2</b>

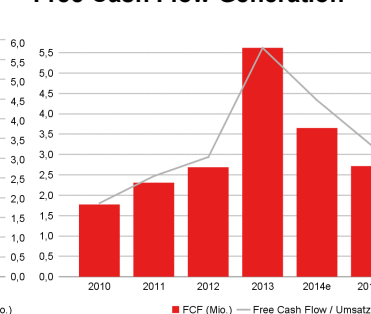
**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	1,8	2,3	2,7	5,6	3,7	2,7	2,6
Free Cash Flow / Umsatz	12,4 %	16,9 %	20,1 %	38,5 %	29,7 %	22,1 %	21,4 %
Free Cash Flow Potential	-2,5	0,3	3,2	4,4	3,5	3,3	3,0
Free Cash Flow / Umsatz	12,4 %	16,9 %	20,1 %	38,5 %	29,7 %	22,1 %	21,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-21,2 %	-56,4 %	124,3 %	151,6 %	130,1 %	100,7 %	103,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,3 %	1,4 %	0,8 %	1,1 %	0,8 %	0,6 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,5 %	5,7 %	12,5 %	11,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	22,2 %	20,5 %	19,5 %	12,7 %	13,8 %	13,8 %	14,1 %
Maint. Capex / Umsatz	22,3 %	21,4 %	19,1 %	11,3 %	13,5 %	13,5 %	13,8 %
CAPEX / Abschreibungen	35,8 %	46,2 %	87,3 %	92,8 %	92,1 %	98,9 %	101,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	25,0 %	27,1 %	24,2 %	15,2 %	13,4 %	14,6 %	14,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	390,2 %	378,4 %	341,2 %	279,2 %	270,0 %	270,0 %	260,0 %
Vorratumschlag	8,0 x	2,8 x	3,0 x	n.a.	5,9 x	6,2 x	6,0 x
Receivables collection period (Tage)	131	118	107	58	80	80	79
Payables payment period (Tage)	697	599	780	447	618	593	608
Cash conversion cycle (Tage)	-635	-424	-621	n.a.	-543	-521	-534

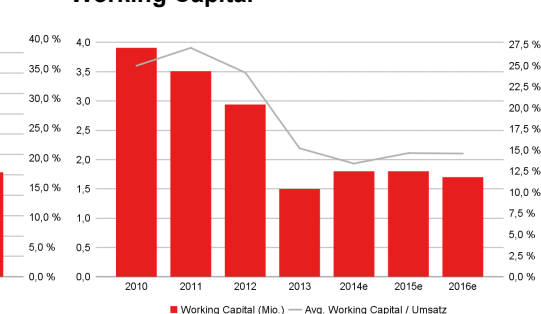
**Investitionen und Cash Flow**



**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 (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene 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 (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & 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 wird 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 (AG & 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 (AG & 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 (AG & 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. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA.
- 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 oder ein Mitarbeiter der Warburg Gruppe **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

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

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	56
Halten	71	38
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>187</b>	<b>100</b>

**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	80	60
Halten	46	35
Verkaufen	5	4
Empf. ausgesetzt	2	2
<b>Gesamt</b>	<b>133</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MEVIS MEDICAL SOLUTIONS] AM [29.09.2014]**



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**

<b>Roland Rapelius</b> Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Harald Hof</b> Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com

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

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Ömer Güven</b> Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Dep. Head of Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Michael Ilgenstein</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Jan Walter</b> Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
<b>Katharina Merckel</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> 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:**

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