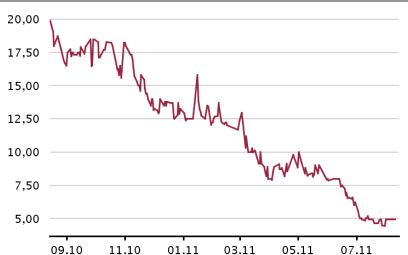


Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 4,70 (alt: 9,00)

Kurs EUR 4,95
Bloomberg M3V GR
Reuters M3VG
Branche Software/IT

Führender Softwareanbieter für Geräte der bildgebenden Medizin



Aktien Daten: 26.08.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 9,0 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 7,9 Mio.
Buchwert: EUR 23,8 Mio.
Aktienanzahl: 1,8 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 3,2 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:
 Zahlen Q3 21.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	14,4	-9,7	14,4	-9,7	15,1	-9,7
EBIT	0,6	n.m.	0,1	n.m.	0,5	n.m.
EPS	-0,24	n.m.	-0,17	n.m.	0,01	n.m.

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 29.08.2011
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Neue Produkte schwach - Ergebniswende nicht absehbar

Am 29.08.11 legte die MeVis Medical Solutions AG die Ergebnisse des ersten Halbjahres respektive des zweiten Quartals 2011 vor. Diese lagen **wiederholt unter den Erwartungen**. Besonders auffällig ist, dass der Bereich „sonstige Befundung“, in dem der wesentliche Teil der neuen Produktentwicklungen der letzten Jahre angesiedelt ist, erneut sehr schwache Umsatzbeiträge lieferte:

MeVis Medical Solutions - Q2 2011								
Angaben in Mio. EUR	Q2/11	Q2/11e	Q2/10	yoy	6M/11	6M/11e	6M/10	yoy
Umsatz	3,0	3,5	3,6	-17,6%	6,7	7,2	7,3	-8,6%
EBITDA	0,6	0,9	0,9	-41,5%	2,0	2,3	1,9	2,1%
<i>Marge</i>	18,6%	26,5%	26,2%		29,4%	32,4%	26,3%	
EBIT	-0,3	0,0	0,0	-	0,2	0,5	0,1	20,7%
<i>Marge</i>	-11,0%	0,5%	0,0%		2,7%	7,3%	2,0%	
EPS in EUR	-0,57	-0,07	-0,29	96,6%	-0,69	-0,19	-0,37	86,5%

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

Die Umsätze im Bereich „sonstige Befundung“ gingen deutlich um 24% auf EUR 1,5 Mio. im Halbjahresvergleich zurück. Es zeigt sich bereits seit mehreren Quartalen, dass es **nicht gelingt, mit den neuen Produktentwicklungen der letzten Jahre das Geschäft der digitalen Mammographie signifikant zu ergänzen**. Dies ist jedoch notwendig, da MeVis unverändert hohe Produktentwicklungskosten aufweist und gleichzeitig die Nachfrage im Bereich digitale Mammographie an ihre Wachstumsgrenzen stößt. Der wesentliche Trigger für den Absatz von digitalen Mammographie-Lösungen war und ist der Geräte-Absatz. Da jedoch die Penetrationsrate digitaler Geräte in Richtung Marktsättigung (vgl. FDA Penetrationsrate: 78%) tendiert, ist in diesem Segment eine deutliche Abschwächung des Wachstums realistisch. Im berichteten Halbjahr gingen die Umsätze im Bereich digitaler Mammographie bereits um 3% zurück. Eine gewisse Absicherung bilden die Wartungsumsätze. Diese trugen im ersten Halbjahr bereits 43% zum Umsatz bei.

Bei anhaltend hohen Produktentwicklungskosten und stagnierendem oder gar rückläufigem Umsatz ist **eine Verbesserung des Ergebnisses im MeVis-Konzern nicht sichtbar**. Vor diesem Hintergrund prüft das Unternehmen derzeit strategische Handlungsoptionen struktureller Art sowie die Einbeziehung eines strategischen Partners, um den Konzern neu aufzustellen.

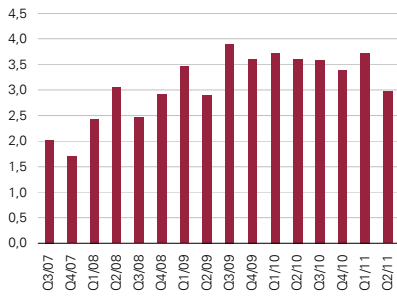
Eine Ergebnisverbesserung erscheint auf Basis des Status Quo nur möglich, wenn die hohen Entwicklungsaufwendungen reduziert und auf diejenigen Produkte fokussiert werden, die ganz konkreten kurzfristigen Verkaufserfolg versprechen.

Auf Basis der vorgelegten Zahlen müssen die Prognosen erneut reduziert werden. Vor dem Hintergrund nochmals reduzierter Wachstumserwartungen erscheint das Erreichen **messbarer Ergebnisbeiträge nun erst sehr langfristig möglich**. Dieses Szenario unterstellt langfristig höhere Umsätze mit neuen Produkten. **Im Rahmen dieser Anpassung des DCF-Modells errechnet sich nun ein Kursziel von EUR 4,70. die Einschätzung der Aktie lautet weiter Halten.**

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	7,9	10,8	13,9	14,3	13,0	13,0	13,7
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-5,4 %	37,4 %	27,9 %	3,0 %	-9,0 %	0,0 %	5,0 %
Rohertrag	7,2	12,4	15,7	16,4	15,5	15,5	16,2
<i>Rohertragsmarge</i>	91,8 %	114,5 %	113,3 %	114,7 %	119,1 %	119,6 %	118,5 %
EBITDA	0,9	1,8	4,5	3,5	3,1	2,2	2,8
<i>EBITDA-Marge</i>	11,9 %	16,2 %	32,3 %	24,2 %	24,0 %	17,0 %	20,2 %
EBIT	0,5	0,7	1,6	-5,4	-0,3	-0,8	-0,4
<i>EBIT-Marge</i>	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-38,0 %	-2,0 %	-6,0 %	-2,8 %
Jahresüberschuss	0,1	2,1	0,4	-8,3	-1,0	-0,9	-0,6
EPS	0,17	1,21	0,23	-4,89	-0,60	-0,52	-0,36
Free Cash Flow je Aktie	-5,00	-0,64	0,02	1,04	0,23	-0,86	-0,91
Dividende	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.
EV/Umsatz	1,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5
EV/EBITDA	8,8	4,7	1,9	2,4	2,5	4,2	2,7
EV/EBIT	16,7	12,5	5,1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
KGV	29,1	4,1	21,5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
ROCE	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-13,7 %	-0,9 %	-3,0 %	-1,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	18,5 %	3,3 %	n.a.	n.a.	n.a.

Entwicklung Umsatz

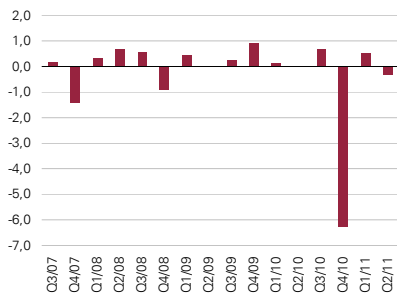
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Entwicklung EBIT

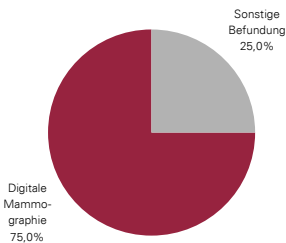
in EUR Mio.



Quelle: MeVis Medical Solutions

Umsatz nach Geschäftsbereichen

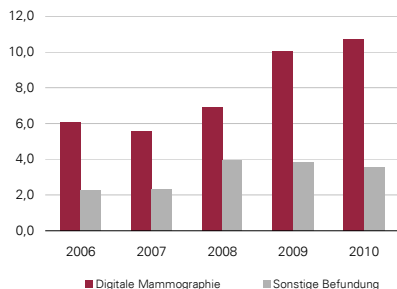
2010



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 Visualization) an der Universität Bremen gegründet worden ist. Die MeVis Medical Solutions AG wurde mit dem Ziel gegründet, auf Basis der wissenschaftlichen Erfolge im Bereich der Forschung kommerziell - erfolgreiche krankheitsorientierte Produkte zu entwickeln und diese zu vermarkten. Seit Gründung ist MeVis im Bereich der Computerunterstützung bildbasierter, medizinischer Diagnostik und Therapie tätig.

MeVis ist es gelungen, zu einem 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. Everts. 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
Umsatz	7,9	10,8	13,9	14,3	13,0	13,0	13,7
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	3,0	3,0	3,0
Gesamtleistung	7,9	12,8	16,2	17,1	16,0	16,0	16,7
Materialaufwand	0,7	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5
Rohertrag	7,2	12,4	15,7	16,4	15,5	15,5	16,2
Personalaufwendungen	4,2	7,7	9,8	10,4	10,8	11,8	11,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	1,1	1,8	1,1	1,2	1,2	1,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,3	4,1	3,3	3,7	2,7	2,7	2,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,9	1,8	4,5	3,5	3,1	2,2	2,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,4	0,5	5,8	0,4	0,4	0,4
EBITA	0,7	1,4	3,9	-2,3	2,7	1,8	2,4
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,7	2,3	3,1	3,0	2,6	2,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,5	0,7	1,6	-5,4	-0,3	-0,8	-0,4
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
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	2,7	1,2	-5,6	-0,8	-1,3	-0,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,5	2,7	1,2	-5,6	-0,8	-1,3	-0,9
Steuern gesamt	0,4	0,6	0,8	2,7	0,3	-0,4	-0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,1	2,1	0,4	-8,3	-1,0	-0,9	-0,6
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,1	2,1	0,4	-8,3	-1,0	-0,9	-0,6
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,1	2,1	0,4	-8,3	-1,0	-0,9	-0,6

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
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	17,9 %	16,6 %	19,5 %	23,1 %	23,1 %	22,0 %
Gesamtleistung	100,0 %	117,9 %	116,6 %	119,5 %	123,1 %	123,1 %	122,0 %
Materialaufwand	8,2 %	3,4 %	3,3 %	4,8 %	4,0 %	3,5 %	3,5 %
Rohertrag	91,8 %	114,5 %	113,3 %	114,7 %	119,1 %	119,6 %	118,5 %
Personalaufwendungen	53,2 %	70,7 %	70,7 %	72,7 %	83,1 %	90,6 %	86,2 %
Sonstige betriebliche Erträge	15,0 %	9,8 %	13,2 %	8,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	41,6 %	37,4 %	23,6 %	25,8 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	11,9 %	16,2 %	32,3 %	24,2 %	24,0 %	17,0 %	20,2 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8 %	3,6 %	3,9 %	40,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
EBITA	9,1 %	12,6 %	28,4 %	-16,4 %	21,0 %	14,0 %	17,2 %
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 %
EBIT	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-38,0 %	-2,0 %	-6,0 %	-2,8 %
Zinserträge	2,5 %	9,7 %	4,3 %	2,7 %	4,6 %	4,6 %	4,4 %
Zinsaufwendungen	1,7 %	3,0 %	7,2 %	5,0 %	8,5 %	8,5 %	8,1 %
Finanzergebnis	-0,1 %	18,8 %	-3,4 %	-1,3 %	-3,9 %	-3,9 %	-3,7 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,2 %	25,0 %	8,4 %	-39,2 %	-5,9 %	-9,8 %	-6,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	6,2 %	25,0 %	8,4 %	-39,2 %	-5,9 %	-9,8 %	-6,4 %
Steuern gesamt	4,5 %	5,5 %	5,6 %	19,2 %	2,1 %	-3,0 %	-1,9 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,7 %	19,5 %	2,9 %	-58,4 %	-7,9 %	-6,9 %	-4,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,7 %	19,5 %	2,9 %	-58,4 %	-7,9 %	-6,9 %	-4,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	1,7 %	19,5 %	2,9 %	-58,4 %	-7,9 %	-6,9 %	-4,5 %

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,4	26,9	27,1	22,0	22,7	23,8	24,8
davon übrige imm. VG	1,2	10,1	10,5	9,4	10,1	11,2	12,1
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
Anlagevermögen	1,8	28,3	28,3	24,2	24,8	25,8	26,6
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	2,5	2,1	2,2
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	5,6	1,1	n.a.
Umlaufvermögen	33,8	31,3	22,7	14,6	9,3	4,5	0,0
Bilanzsumme (Aktiva)	35,6	59,6	51,0	38,8	34,1	30,2	26,6
Passiva							
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	-1,0	-1,9	-2,5
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	23,8	22,9	22,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	30,8	32,6	32,6	24,8	23,8	22,9	22,2
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
Verbindlichkeiten	4,8	27,0	18,3	14,0	10,4	7,4	4,4
Bilanzsumme (Passiva)	35,6	59,6	51,0	38,8	34,1	30,2	26,6

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

Bilanz MeVis Medical Solutions

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,9 %	45,1 %	53,1 %	56,7 %	66,6 %	78,8 %	93,2 %
davon übrige imm. VG	3,5 %	17,0 %	20,6 %	24,1 %	29,6 %	37,0 %	45,7 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,4 %	28,1 %	32,5 %	32,6 %	37,1 %	41,8 %	47,5 %
Sachanlagen	1,1 %	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,2 %	2,0 %
Finanzanlagen	0,1 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %	3,8 %	4,2 %	4,8 %
Anlagevermögen	5,1 %	47,5 %	55,5 %	62,4 %	72,7 %	85,3 %	100,0 %
Vorräte	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,3 %	3,9 %	8,3 %	13,2 %	7,3 %	7,0 %	8,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	7,5 %	14,3 %	6,3 %	3,1 %	3,5 %	3,9 %	4,5 %
Liquide Mittel	80,0 %	34,0 %	29,6 %	21,0 %	16,3 %	3,6 %	n.a.
Umlaufvermögen	94,8 %	52,5 %	44,5 %	37,6 %	27,4 %	14,9 %	0,1 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,1 %	3,1 %	3,6 %	4,7 %	5,3 %	6,0 %	6,8 %
Kapitalrücklage	79,4 %	47,6 %	55,8 %	73,5 %	83,6 %	94,4 %	107,2 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-3,0 %	-6,4 %	-9,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,9 %	4,1 %	4,6 %	-14,3 %	-16,3 %	-18,4 %	-20,8 %
Buchwert	86,4 %	54,7 %	63,9 %	63,9 %	69,7 %	75,7 %	83,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	86,4 %	54,7 %	63,9 %	63,9 %	69,7 %	75,7 %	83,6 %
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 %	3,5 %	4,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	8,1 %	32,6 %	28,4 %	19,2 %	13,1 %	4,8 %	-5,8 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8 %	1,7 %	2,2 %	3,4 %	2,1 %	2,3 %	2,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	3,4 %	10,5 %	5,0 %	10,7 %	12,2 %	13,8 %	15,7 %
Verbindlichkeiten	13,5 %	45,3 %	36,0 %	36,1 %	30,4 %	24,4 %	16,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung	MeVis	Medical					
Solutions							
in EUR Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,7	0,6	-0,2	-5,3	-1,0	-0,9	-0,6
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	3,0	2,6	2,7
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
Cash Flow	-2,3	3,2	2,8	4,0	2,3	2,1	2,5
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	2,6	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	2,0	0,4	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-2,5	2,9	3,1	5,0	4,4	2,5	2,4
CAPEX	-1,4	-4,0	-3,0	-3,2	-4,0	-4,0	-4,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,2	-4,5	-4,7	-7,2	-3,0	-3,0	-3,0
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,6	-13,5	-10,0	-6,5	-7,0	-7,0	-7,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,3	-0,4	-0,1	-0,4	-3,0	-3,0	-3,0
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	3,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	27,1	-2,6	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	23,0	-13,2	-7,4	-2,0	-2,6	-4,5	-4,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	28,5	15,3	7,7	5,6	3,0	-1,4	-6,0

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

Kennzahlen MeVis Medical Solutions

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,1 %	101,7 %	84,4 %	95,3 %	99,1 %	106,1 %	101,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	85.783	59.912	58.029	63.799	52.760	47.963	45.783
EBITDA je Mitarbeiter	10.207	9.707	18.720	15.415	12.662	8.165	9.265
EBIT-Marge	6,3 %	6,1 %	11,8 %	-38,0 %	-2,0 %	-6,0 %	-2,8 %
EBITDA / Operating Assets	40,0 %	61,1 %	101,2 %	71,4 %	115,7 %	102,2 %	129,7 %
ROA	7,3 %	7,5 %	1,4 %	-34,5 %	-4,2 %	-3,5 %	-2,3 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	19,8	7,7	11,6	15,4	16,3	19,5	25,8
Operating Assets Turnover	3,4	3,8	3,1	3,0	4,8	6,0	6,4
Capital Employed Turnover	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7
Kapitalverzinsung							
ROCE	2,6 %	1,6 %	3,3 %	-13,7 %	-0,9 %	-3,0 %	-1,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	4,9 %	4,1 %	9,0 %	8,7 %	10,3 %	8,4 %	12,3 %
ROE	0,4 %	6,5 %	1,2 %	-33,7 %	-4,3 %	-3,9 %	-2,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-29,1 %	-4,3 %	-3,8 %	-2,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	0,8 %	6,7 %	1,2 %	-29,1 %	-4,3 %	-3,8 %	-2,7 %
ROIC	0,4 %	3,9 %	0,8 %	-22,5 %	-3,1 %	-3,1 %	-2,4 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-25,6	-0,8	-0,6	-0,7	-1,1	0,4	1,9
Net Gearing	-83,1 %	-2,5 %	-1,9 %	-2,8 %	-4,6 %	1,6 %	8,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1063,6 %	167,8 %	225,2 %	332,3 %	532,8 %	1567,0 %	n.a.
Current ratio	7,1	1,2	1,2	1,1	1,0	0,7	0,0
Acid Test Ratio	7,0	1,2	1,2	1,0	0,9	0,6	0,0
EBITDA / Zinsaufwand	6,9	5,5	4,5	4,8	2,8	2,0	2,5
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	4,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-3,8	-1,1	0,0	1,8	0,4	-1,5	-1,5
Free Cash Flow / Umsatz	-48,7 %	-10,2 %	0,2 %	12,4 %	3,0 %	-11,3 %	-11,3 %
Adj. Free Cash Flow	-0,3	-1,1	1,5	0,3	-0,8	-1,7	-1,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-10,6 %	-23,2 %	1,7 %	-3,5 %	-12,7 %	-18,5 %	-14,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-2912,9 %	-52,5 %	7,8 %	-21,2 %	-38,4 %	163,8 %	252,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	4,3 %	3,4 %	3,3 %	8,7 %	18,0 %	-50,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,6 %	2,9 %	5,9 %	6,5 %	18,5 %	37,2 %	-2682,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	18,8 %	83,2 %	38,4 %	-4,9 %	30,5 %	30,5 %	29,1 %
Maint. Capex / Umsatz	15,9 %	26,2 %	21,2 %	22,3 %	30,0 %	30,0 %	28,6 %
CAPEX / Abschreibungen	334,3 %	825,8 %	187,3 %	-7,8 %	117,2 %	132,4 %	126,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,9 %	15,7 %	16,9 %	25,0 %	22,3 %	13,1 %	11,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	397,7 %	225,9 %	376,6 %	390,2 %	357,1 %	300,0 %	314,3 %
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
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/sales	1,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5
EV/EBITDA	8,8	4,7	1,9	2,4	2,5	4,2	2,7
EV/EBIT	16,7	12,5	5,1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/FCF	n.m.	n.m.	267,9	4,7	20,0	n.m.	n.m.
P/E	29,1	4,1	21,5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/CF	neg.	2,8	3,3	2,3	3,8	4,3	3,6
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	38,4 %	33,2 %	48,2 %	29,7 %	22,4 %	33,8 %

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	-1,0	-0,9	-0,6
+ Abschreibung + Amortisation	0,4	1,1	2,8	8,9	3,4	3,0	3,1
- 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	0,3	-0,4	-0,3
- Erhaltungsinvestitionen	1,3	2,8	2,9	3,2	3,9	3,9	3,9
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	-0,3	-1,1	1,5	0,3	-0,8	-1,7	-1,1
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-3,8%	-13,0%	18,5%	3,3%	-9,9%	-18,0%	-10,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	8,3	8,3	8,3	8,3	7,9	9,4	10,9
= Fairer Enterprise Value	-	-	15,4	2,7	-	-	-
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	0,4	1,9
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	-	-	16,1	3,4	-	-	-
Aktienanzahl (Mio.)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	8,83	1,87	-	-	-
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	78,3%	-62,2%	-	-	-
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	13,0%	-	-	6,88	1,53	-	-
	12,0%	-	-	7,42	1,62	-	-
Fairer	11,0%	-	-	8,06	1,73	-	-
Free Cash Flow	10,0%	-	-	8,83	1,87	-	-
Yield	9,0%	-	-	9,76	2,03	-	-
	8,0%	-	-	10,94	2,24	-	-
	7,0%	-	-	12,44	2,51	-	-

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	13,0	13,0	13,7	14,9	16,4	17,9	19,6	21,5	23,5	25,8	28,2	29,6	30,5	31,4
Veränderung	-9,0%	0,0%	5,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	5,0%	3,0%	3,0%
EBIT	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	0,8	1,8	2,9	4,3	4,7	5,2	5,6	5,9	6,1	6,3
EBIT-Marge	-2,0%	-6,0%	-2,8%	0,0%	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	-35,8%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	-0,4	-0,5	-0,3	0,0	0,5	1,2	1,9	2,8	3,1	3,3	3,7	3,9	4,0	4,1
Abschreibungen	3,4	3,0	3,1	3,1	3,3	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	2,7	2,5
in % vom Umsatz	26,0%	23,0%	23,0%	21,0%	20,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2,0	0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
- Investitionen	-4,0	-4,0	-4,0	-2,2	-2,5	-2,7	-2,7	-2,8	-3,1	-3,1	-3,1	-3,0	-2,7	-2,5
Investitionsquote	30,5%	30,5%	29,1%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,1	-1,1	-1,2	0,8	1,2	1,2	1,9	2,8	2,8	3,1	3,4	3,7	3,9	4,0

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,68%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	3,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	10,4	Sondereffekte	16,0
Terminal Value	13,5		
Verbindlichkeiten	-7,5		
Liquide Mittel	8,2	Aktienzahl (Mio.)	1,82
Eigenkapitalwert	8,6	Wert je Aktie (EUR)	4,73

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

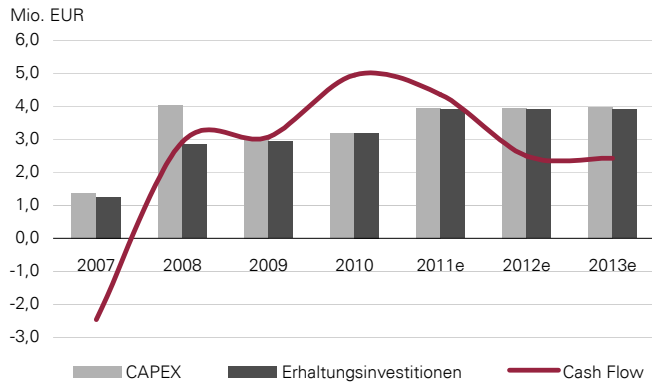
WACC	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%
11,68%	2,22	2,37	2,52	2,69	2,86	3,04	3,24
11,18%	3,09	3,26	3,45	3,64	3,85	4,07	4,30
10,93%	3,57	3,75	3,96	4,17	4,40	4,64	4,90
10,68%	4,07	4,28	4,50	4,73	4,98	5,25	5,53
10,43%	4,61	4,84	5,08	5,33	5,61	5,90	6,22
10,18%	5,18	5,43	5,70	5,98	6,29	6,61	6,96
9,68%	6,46	6,76	7,08	7,43	7,81	8,21	8,65

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,68%	1,42	1,85	2,27	2,69	3,11	3,53	3,95
11,18%	2,30	2,75	3,20	3,64	4,09	4,54	4,98
10,93%	2,79	3,25	3,71	4,17	4,63	5,09	5,55
10,68%	3,30	3,78	4,26	4,73	5,21	5,68	6,16
10,43%	3,86	4,35	4,84	5,33	5,83	6,32	6,81
10,18%	4,45	4,96	5,47	5,98	6,49	7,00	7,51
9,68%	5,79	6,34	6,88	7,43	7,98	8,53	9,08

Quelle: Warburg Research

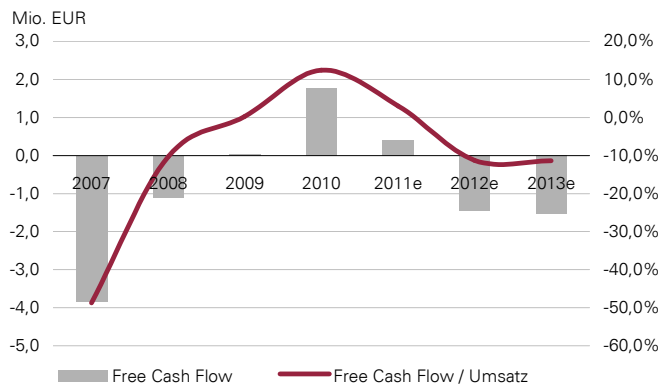
Investitionen und Cash Flow - MeVis Medical Solutions



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

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

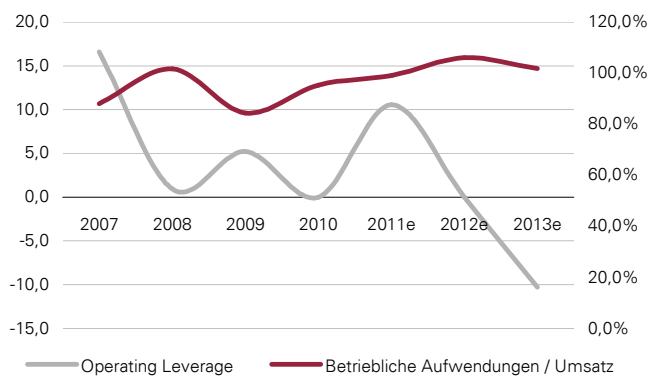
Free Cash Flow Generation - MeVis Medical Solutions



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

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

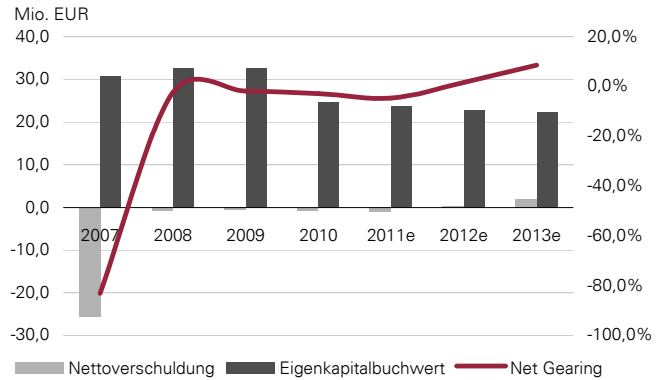
Operating Leverage - MeVis Medical Solutions



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

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

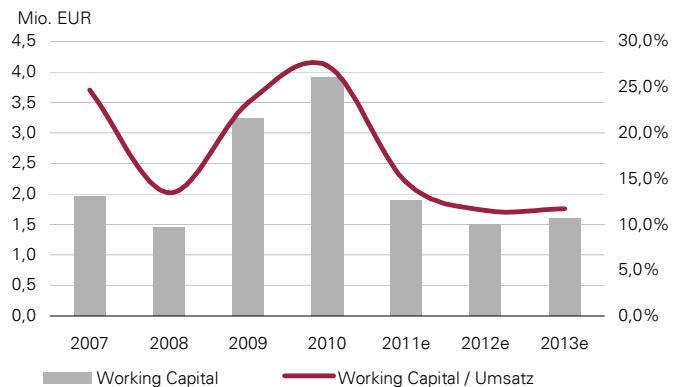
Bilanzqualität - MeVis Medical Solutions



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

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

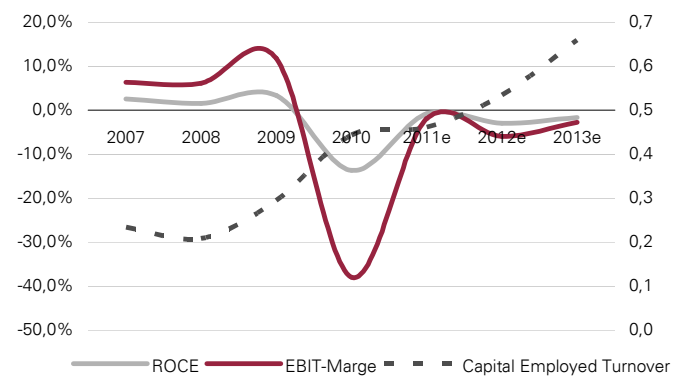
Working Capital - MeVis Medical Solutions



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

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

ROCE Entwicklung - MeVis Medical Solutions



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

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

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

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.

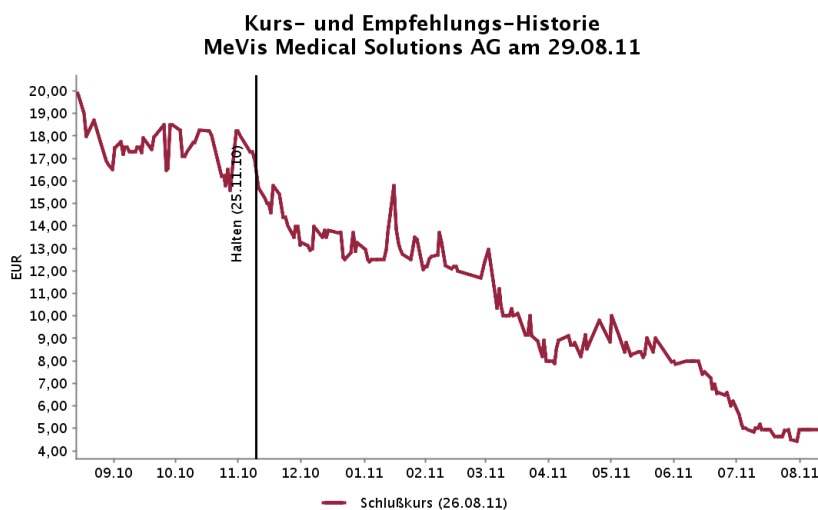
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass 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	129	73%
Halten	44	25%
Verkaufen	4	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	177	

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	114	75%
Halten	35	23%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	151	



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

Warburg Research GmbH

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



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns +49 40 309537-253
 Head of Research cbruns@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
jfrey@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
tkleibauer@warburg-research.com

Torsten Klingner +49 40 309537-260
tklingner@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
ekuls@warburg-research.com

Frank Laser +49 40 309537-235
flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
aplaesier@warburg-research.com

Thomas Rau +49 40 309537-220
trau@warburg-research.com

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
 Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
jreichert@warburg-research.com

Christopher Rodler +49 40 309537-290
crodler@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
mschaumann@warburg-research.com

Susanne Schwartz +49 40 309537-155
sschwartz@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
swulf@warburg-research.com

Björn Blunck +49 40 309537-160
 Business Support bblunck@warburg-research.com

Daniel Bonn +49 40 309537-205
 Business Support dbonn@warburg-research.com

Annika Boysen +49 40 309537-202
 Business Support aboysen@warburg-research.com

Markus Pähler +49 40 309537-221
 Business Support mpaehler@warburg-research.com

Katrin Wauker +49 40 309537-200
 Business Support kwauker@warburg-research.com

Claudia Vedder +49 40 309537-105
 Business Support cvedder@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

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



M. M. WARBURG & CO
 1798

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
 Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Thekla Struve +49 40 3282-2668
 Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
 Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
 Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Patrick Schepelmann +49 40 3282-2700
 Sales Trading pschepelmann@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
 Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Holger Nass +49 40 3282-2669
 Head of Equity Sales hnass@mmwarburg.com

Christian Alisch +49 40 3282-2667
 Equity Sales calisch@mmwarburg.com

Cynthia Chavanon +49 40 3282-2630
 Equity Sales cchavanon@mmwarburg.com

Robert Conredel +49 40 3282-2633
 Equity Sales rconredel@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
 Equity Sales mfritsch@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
 Equity Sales mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
 Equity Sales mniemann@mmwarburg.com

Dirk Rosenfelder +49 40 3282-2692
 Equity Sales drosenfelder@mmwarburg.com

Marco Schumann +49 40 3282-2665
 Equity Sales mschumann@mmwarburg.com

Julian Straube +49 40 3282-2666
 Equity Sales jstraube@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
 Equity Sales pstumpfegger@mmwarburg.com

Andrea Carstensen +49 40 3282-2632
 Sales Assistance acarstensen@mmwarburg.com

Kerstin Tscherner +49 40 3282-2703
 Sales Assistance ktscherner@mmwarburg.com

Katharina Bruns +49 40 3282-2694
 Roadshow / Marketing kbruns@mmwarburg.com