

Basisstudien-Update

Analyst

Rüdiger Holzammer
+49 69 71 91 838-44
ruediger.holzammer@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€6,40

(vormals €7,27)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

Stabilität wieder hergestellt - Wachstum erkennbar

- GJ 2018 mit positivem Ergebnis - Management hat alle Ziele erreicht**
 Die ifa systems AG berichtet das Ergebnis 2018 (Vorjahr in Klammern):
 Umsatz: €6,6 Mio. (€8,6 Mio.)
 EBIT: T€104 (T€-7.789) EBIT-Marge: 1,3% (Vj: neg.)
 Die aktivierten Eigenleistungen gingen erneut deutlich zurück und betragen jetzt nur noch 25% im Vergleich zum Niveau aus dem Jahr 2015.
 Der Jahresabschluss 2018 zeigt eine erhebliche Kostenreduzierung auf breiter Front. Das jetzige Kostenniveau ermöglicht die hohe EBITDA-Marge von 16%.
- Gestärkter Vertrieb mit Fokus auf Märkte in D/A/CH**
 Mit einer erneuerten und erweiterten Vertriebsmannschaft werden Augenärzte bevorzugt in Deutschland, Österreich und der Schweiz (D/A/CH) betreut. Das internationale Geschäft ist für die ifa systems nach wie vor von Relevanz, doch im Neugeschäft ohne übergeordnete Bedeutung, d.h. der Service-Level zu bestehenden Installationen wird gehalten, Neukunden selektiv akquiriert. Die Augenklinik/Ambulanz am Sanatorium Hera in Wien hat sich jüngst für die Installation einer Health-IT-Lösung der ifa systems entschieden.
- Strategie / Produkt Mix**
 In den Zielmärkten D/A/CH strebt die ifa systems die Marktführerschaft an. Seitdem in den Kassenärztlichen Vereinigungen nach 7-jähriger Debatte nun Einigkeit hinsichtlich des Designs einer eGK eingeleitet ist, lohnt es sich, die Ärzteschaft in Deutschland bei der Aufrüstung ihrer „zurückgebliebenen“ IT-Umgebung zu unterstützen und moderne HIT-Lösungen anzubieten. Das zwischenzeitlich vorhandene Marktpotential ist erheblich.
- Telematik-Infrastruktur spielt der ifa in die Karten**
 Der im Jahr 2018 von den Kassenärztlichen Vereinigungen ausgeübte Druck zur Erfüllung des vorgegebenen Zeitplans zur Einführung der Telematik-Infrastruktur war in 2018 ein Grund für den robusten Umsatz. Durch eine erneute Verschiebung des Schlusstermins auf den 30.6.2019 wird die daraus resultierende Auftragslage auch im aktuellen Geschäftsjahr ('19) ein wesentlicher Umsatztreiber sein. Zum Ende Q1/2019 hatten mehr als 90% der ifa-Kunden einen Vertrag abgeschlossen. Der Löwenanteil davon muss bis Jahresmitte 2019 installiert sein.
- Wir reduzieren den Fairen Wert um €0,87 von €7,27 auf €6,40, belassen die Aktie jedoch weiterhin auf „KAUFEN“.**

Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. € *)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2016	10,5	1,0	-2,2	-2,2	-2,2	-1,47	0,15	neg.	neg.
2017	9,4	-2,9	-7,8	-10,3	-9,3	-3,38	0,00	neg.	neg.
2018	7,1	1,3	0,1	0,1	0,7	0,27	0,00	1,5%	10,4%
2019e	7,3	1,3	0,3	0,3	0,5	0,19	0,10	3,4%	7,3%
2020e	7,6	1,7	0,6	0,5	0,5	0,20	0,10	7,5%	7,1%

Quelle: ifa systems AG, BankM Research (Prognosen)

*) G.-Leist. = Gesamtleistung

Branche	Enterprise Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzberichte	Juni 2019
Hauptversammlung 2019	
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen

	2018	2019e	2020e
EV/Sales	1,7	1,7	1,7
EV/EBITDA	9,0	8,9	6,9
EV/EBIT	N/A	46,4	20,3
P/E adj.	12,6	17,8	16,9
Price/Bookvalue	1,2	1,2	1,1
Price/FCF	2,5	2,6	2,3
ROE (%)	9,7	6,7	6,6
Dividenden Rendite (%)	0,0	2,5	2,5

Anzahl Aktien

(Mill. Aktien) 2,75 Mio.

Marktkap. / EV

(Mill. €) 9,3 / 11,6

Free float

43,80%

Ø tägl. Handelsvol

(3M, in €) 4.000

12 Monate hoch/tief

(XETRA-Close) € 7,25 / 2,74

Kurs 17.4.2019

(XETRA-Close) €3,38

Performance

absolut 1M 6M 12M

relativ 4,2% -16,4% -51,6%

2,6% -16,2% -57,6%

Vergleichsindex

DAX All Software - Perform.



ifa systems AG, XETRA (rot/hell) vs. DAX All Software Perf. (schwarz/dunkel)
Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

MFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG. Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die flatex Bank AG, Frankfurt/M.

Investitionskriterien

- Die Health-IT Lösung der ifa systems ist global eingeführt. Mehr als 60 Mio. Patienten und deren Fälle sind in den Datenbanken der ifa systems global angelegt. Insgesamt sind weltweit rd. 15.000 Arbeitsplatzlizenzen in unterschiedlichen Sprachversionen installiert.
- Selbst nach Durchführung einer einschneidenden Restrukturierung sind in der Gesellschaft mit dem bestehenden Lizenzmodell Kernelemente vorhanden, die das Grund-Geschäftsmodell auch unter sonst veränderter Struktur validieren. Nach der stattgefundenen „Erneuerung“ der ifa systems und dem Übergang auf eine Cashflow-orientierte Unternehmensführung ist das Unternehmen jetzt von Altlasten bereinigt. Die Ertragsqualität hat sich durch die maßvolle Aktivierungspraxis von Eigenleistungen deutlich verbessert. Die Gesellschaft hat die Konsolidierungsphase gestärkt verlassen.
- Die ifa systems ist im globalen Markt für Health-IT positioniert. Für die Gesellschaft bedeutet dies ein relevantes Umsatzpotential von rd. € 40 Mio. Das Wachstum der kommenden fünf Jahre ist mit durchschnittlich 8-10% (CAGR) bemessen.
- Das Angebotsspektrum der ifa systems ist für Anwender in größeren Augenarztpraxen und Augenkliniken ausgerichtet. Wegen des erforderlichen hohen klinischen Know-hows ist der relevante Anbieterkreis begrenzt; die Margen in diesem speziellen Marktsegment sind dort noch auskömmlich. Die ständige, auch technologische Weiterentwicklung der ifa systems und die etablierte Marke verschaffen der Gesellschaft Wettbewerbsvorteile.
- Die Einnahmen aus Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse bilden eine stabile Erlösquelle im Unternehmen. Insbesondere die Installationen in Kliniken generieren eine hohe Anzahl von Run-time-Lizenzen mit wiederkehrenden Umsätzen.
- Aktuell profitiert die ifa systems AG von der Umsetzung des eHealth-Gesetzes, d.h. von der Einführung der Telematik-Infrastruktur in Deutschland mit dem Schlusstermin 30.6.2019. Auch nach deren abgeschlossenen Umsetzung werden die ansonsten IT-technologisch „zurückgebliebenen“ Arztpraxen weiterhin offen sein, in moderne HIT-Lösungen zu investieren.

Finanzsituation / Jahresabschluss 2018

Der jüngst veröffentlichte Jahresabschluss 2018 signalisiert den abgeschlossenen Restrukturierungsprozess und den Blick des Managements in die Zukunft.

Mit rd. T€520 betragen die aktivierten Eigenleistungen im Geschäftsjahr 2018 nur noch ¼ der Summe die im Gj. 2015 dafür zugrunde gelegt wurde. Zwar reduziert sich die Gesamtleistung um € 2,2 Mio. zum Vorjahr, doch erkennen wir eine verbesserte Umsatzqualität.

Mit dem ausgewiesenen EBITDA i.H.v. € 1,3 Mio. beweist das Management, dass die Gesellschaft auch ohne hohe Aktivierungen profitabel arbeiten kann. Durch die Verbesserung der Gesamtkosten um € 5,6 Mio. kann das Management eine EBITDA-Marge von 16% berichten. Mit diesen Ergebnissen und den dahinter liegenden Maßnahmen verlässt die ifa systems den Pfad der bitteren Konsolidierung mit großen Schritten.

Die in 2018 verbuchte Steuergutschrift trägt dazu bei, dass das Unternehmen einen Jahresüberschuss i.H.v. € 740 Mio., d.h. ein Gewinn pro Aktie von 26 Cent ausweisen kann. Im Grunde genommen hätte diese Steuergutschrift bereits im letzten Geschäftsabschluss (2017) verbucht sein sollen. Somit stellt dieser Posten einen außerordentlichen Ertrag dar.

Insgesamt musste die ifa systems im Rahmen der Restrukturierung einen Aufwand von rd. € 14 Mio. „verdauen“. Diese Größenordnung, im Vergleich zum Umsatz von knapp € 7 Mio. gibt uns einen Anhaltspunkt dafür, wie robust das Geschäftsmodell ist.

Der operative Cashflow (OP CF) fällt mit T€ -70 nahezu neutral aus. Aus der im aktuellen Jahresabschluss neu gegliederten Cash-Flow Rechnung ist leider keine aussagekräftige Analyse für den leicht negativen OP CF möglich.

Die Liquidität der Gesellschaft ist nach wie vor durch das Gesellschafterdarlehen und durch die ausgereichten Mittel der Mizuho Bank gesichert. Insgesamt betragen die Finanzverbindlichkeiten € 6,0 Mio.; die Nettoverschuldung beträgt per Jahres-Ultimo 2018 € 2,3 Mio., ein um T€ 100 verbesserter Wert gegenüber dem 1. Hj. 2018. Das Management arbeitet intensiv an der weiteren Ergebnisverbesserung, um die Innenfinanzierungskraft zu erhöhen. Laut Pressemitteilung konnte im ersten Quartal 2019 bereits ein Teil des Darlehens von der Mizuho Bank zurückgeführt werden.

Konzern GuV
für den Zeitraum 1.1. bis 31.12.2019

TEUR	1. Januar bis 31. Dezember		
	2018	2017	Differenz
Umsatzerlöse	6.611	8.553	-1.942
aktivierte Eigenleistungen	522	824	-302
Gesamtleistung	7.133	9.377	-2.244
Aufwendungen f. bez. Waren	-604	-869	265
sonst. Erträge	797	215	582
Personalaufwand	-3.515	-4.949	1.434
sonst. Aufwendungen	-2.545	-6.716	4.171
EBITDA	1.266	-2.942	4.208
AfA	-1.160	-4.855	3.695
EBIT	106	-7.797	7.903
Finanzerträge	116	7	109
Finanzaufwendungen	-113	-2.492	2.379
EBT	109	-10.282	10.391
Ertragsteuern	631	991	-360
Jahresüberschuss / Fehlbetrag	740	-9.291	10.031

Quelle: ifa systems Jahresabschluss 2018, BankM Research

Restrukturierung ist auch bilanziell abgeschlossen

Deutlich verbesserte Umsatzqualität durch reduzierte Aktivierungen

Das Geschäftsmodell hat rd. €14 Mio. an Restrukturierungskosten „verdaut“.

Cash-Position i.H.v. €3,7 Mio. garantiert ausreichend Liquidität zur Finanzierung des Projektgeschäfts.

Mit rd. € 3,7 Mio. an Barmitteln ist die ifa systems mit Investivmitteln zur Vorfinanzierung von Projekten oder für Expansionszwecken adäquat versorgt.

Aktuelle Entwicklungen im Unternehmen

I. Veränderte Strategie / Produkt-/Markt Mix

II. Renaissance des Deutschen HIT-Marktes (Telematik-Infrastruktur)

III. Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

I. Veränderte Strategie / Produkt-/Markt Mix

Nach erfolgreich abgeschlossener Konsolidierungsphase lautet die jetzige Strategie „Konzentration auf das Kerngeschäft“. Damit soll der hohe Anteil der Risiken im internationalen (Projekt-) Geschäft reduziert werden.

Mit einer im Geschäftsjahr 2018 neu aufgebauten und erweiterten Vertriebsmannschaft werden so Augenärzte und Kliniken in Deutschland, Österreich und der Schweiz (D/A/CH) bedient. Erste Erfolge kann der neu organisierte Vertrieb bereits verkünden:

Die Augenklinik/Ambulanz am **Sanatorium Hera** in Wien hat sich jüngst für eine Health-IT-Lösung der ifa systems entschieden. Hera ist eine Privatklinik u.a. für die Bediensteten der Stadt Wien, die jedoch auch Kassenpatienten ihre Vorsorge- und Heilbehandlungen anbietet. Die Klinik/Ambulanz zählt mehr als 10.000 Patienten.

Das internationale Geschäft ist für die ifa systems nach wie vor von Relevanz, zumal damit auch ein hohes Produkt-Image verbunden ist. Vor diesem Hintergrund spielen die Europäischen Märkte, die USA und der mittlere Osten weiterhin eine Rolle. Installierte Referenzprojekte werden dort weiterhin betreut, jedoch kann die ifa systems keine erhöhten Ressourcen dafür bereitstellen. Die höhere Priorität setzt das Management auf die Erlangung der Marktführerschaft in der D/A/CH Region.

An Produkten und Serviceleistungen bietet die ifa systems momentan folgende modular aufgebaute Lösungen an:

- **ifa Lion:** international in verschiedenen Sprachen verfügbare elektronische Patientenakte
- **ifa Bee:** international etablierte Software, spezialisiert und individuell anpassbar auf Geräteschnittstellen (numerische und bildgebende Diagnostikgeräte)
- **ifa Engine:** Datenbroker zur standardisierten Bereitstellung von Mess-Ergebnissen numerischer Diagnostikgeräte
- **ifa Science:** Ophthalmologische Register zur klinischen Forschung und Qualitätssicherung

Das vorgehaltene Produkt-Mix ist wegen des modularen Aufbaus für unterschiedliche Größenordnungen in Praxen, Ambulanzen und Kliniken einsetzbar.

Konzentration auf das Kerngeschäft. Internationales Geschäft ist nach wie vor wichtig, doch nicht von höchster Priorität.

Seit Mitte 2018 ist ein neuer Vertrieb an Bord. Erste Erfolge sind sichtbar: Private Augenklinik Hera, Wien hat sich für ifa systems entschieden

Marktführerschaft wird in der Region D/A/CH angestrebt

II. Renaissance am Deutschen HIT-Markt (Telematik-Infrastruktur et al.)

Der im Jahr 2018 von den Kassenärztlichen Vereinigungen ausgeübte Druck zur Erfüllung des vorgegebenen Zeitplans zur Einführung der Telematik Infrastruktur war u.E. ein wesentlicher Faktor, der für die robusten Umsatzerlöse der ifa systems - trotz laufender Restrukturierung - sorgte. Zwischenzeitlich ist die IT-Aufrüstung innerhalb der Ärzteschaft in vollem Gang, obwohl die KBV den Schlusstag der Umsetzung erneut bis 30.6.2019 verschoben hat. Mehr als 90% der ifa-Kunden haben bereits einen Vertrag abgeschlossen. In den kommenden drei Monaten wird die Mehrzahl davon in die Installationsphase gehen.

So langsam wie das im Jahr 2015 erlassene eHealth-Gesetz mit einer ablehnenden Haltung von der Ärzteschaft umgesetzt wurde, so positiv ist heute die Haltung innerhalb der Ärzteschaft. Selbst die geforderten Funktionalitäten der elektronischen Gesundheitskarte werden seitens der Kassenärztlichen Bundesvereinigung KBV zunehmend erweitert.

Hier hat es sich für die ifa systems aus unserer Sicht ausgezahlt, dass das Unternehmen seine technologischen Leistungen bereits frühzeitig international erprobt hat - dies in Zeiten als das Thema elektronische Gesundheitsakte in Deutschland jahrelang zerredet und ad absurdum diskutiert wurde.

Vor dem Hintergrund des anstehenden Schlusstermins 30.6.2019 hält die überwiegende Zahl der Arztpraxen ein Budget zur Vorfinanzierung der Investition in die Telematik-Infrastruktur vor. Entsprechend „freizügig“ werden in diesem Jahr der Umsetzung und wahrscheinlich auch noch im Folgejahr IT-Leistungen von der Ärzteschaft bei den anbietenden Soft- und Hardwareunternehmen in Auftrag gegeben.

Die ifa systems ist traditionell marktführend in der Facharztgruppe der Augenärzte am Deutschen Markt. Vor dem Hintergrund der wieder einsetzenden Dynamik am deutschen HIT-Markt verstärkt die Gesellschaft derzeit den Fokus auf diese Markt- und Absatzregion. Gemäß der jährlich statistischen Erhebung der Kassenärztlichen Bundesvereinigung (KBV) ergibt sich in Deutschland folgendes Bild:

Die 20 führenden IT-Systeme in der Fachgruppe Augenheilkunde

Rang	Praxis-Software	Hersteller	Marktanteil
1	MEDISTAR	CompuGroup Medical Deutschland AG	21,00%
2	IFA-AUGENARZT	ifa systems AG	16,90%
3	FIDUS	FIDUS Software Entwicklungs-GmbH	13,90%
4	TURBOMED	CompuGroup Medical Deutschland AG	12,00%
5	DURIA	Duria eG	9,20%
6	x.isynet	medatixx GmbH & Co. KG	3,70%
7	Praxis-Programm	MediSoftware Computersysteme für Ärzte	2,60%
8	tomedo	Zollsoft GmbH	2,30%
9	ORBIS®	Agfa HealthCare GmbH	2,00%
10	Medical Office	Indamed EDV Entwicklung	1,70%
11	ALBIS	CompuGroup Medical Deutschland AG	1,30%
12	CGM M1 PRO	CompuGroup Medical Deutschland AG	1,20%
13	SAP Ambulatory Care	SAP SE	1,20%
14	SED-DOC	MEDEDV Michael Henke	1,20%
15	MEDICO WIPS	Cerner Health Services Deutschland GmbH	0,90%
16	S3-Win	S3 Praxiscomputer GmbH / Armin Flender	0,80%
17	IMedOne	Deutsche Telekom Clinical	0,80%
18	easymed	promedico - Computer für Medizin GmbH	0,70%
19	Med7	Bitron GmbH	0,70%
20	x.comfort	medatixx GmbH & Co. KG	0,60%

Quelle: KBV - Installationsstatistik

Stand 06/2018

**Telematik-Infrastruktur
Spielt der dem Wachstum der ifa systems in die Karten**

D/A/CH Markt gewinnt für HIT-Lösungen an Bedeutung

**ifa Installationen
zeigen eine Durch-
dringung von 16,9%
am deut Markt in der
Facharztgruppe der
Augenärzte**

Die KBV-Erhebung basiert auf der Anzahl von Software-Lösungen die in Praxen oder Kliniken installiert sind. Das abgebildete Ergebnis kann deshalb unterschiedlich beurteilt werden.

Mit einem Marktanteil von 16,9% an ifa-Installationen in Praxen und Kliniken rangiert das Unternehmen hinter der CompuGroup mit MediStar, die mit einem Marktanteil von 21% genannt sind. Als Anbieter von High-End Lösungen dürfte die ifa systems mit ihrer HIT-Lösung absolut höhere Umsätze erzielen als die CompuGroup mit MediStar. Gleichwohl wartet die CompuGroup mit einer stärkeren Produktdifferenzierung auf, die sich von Angeboten mit Mindestfunktionalitäten bis hin zu vollständigen klinikfähigen Versionen erstreckt. Der Hauptkonkurrent CompuGroup arbeitet mit insgesamt 4 Produktversionen am Markt (MediStar, TurboMed, Albis und CGM Pro).

HIT-Lösungen der ifa systems sind hingegen modular aufgebaut und können in verschiedenen Ausbaustufen, Sprachversionen und mit verschiedenen Funktionalitäten, je nach den Erfordernissen der Praxis/Klinik, angeboten werden.

III. Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

Daten vom 17.4.2019 Gesellschaft im Vergleich	Peer-Group - Deutschland					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV		
	Ticker	Kurs	Anzahl		MCAP	EV (Mio.)	19e	20e	19e	20e	19e	20e	19e	20e
			Aktien											
Nemetschek	NEM	149,70	38,5	5.763,5	5.350,5	10,6	9,3	35,6	30,7	43,7	37,0	61,5	52,4	
Nexus	NXU	23,50	15,7	369,8	387,2	2,5	2,3	11,9	10,9	17,7	15,7	24,8	22,0	
CompuGroup Medical AG	COP	55,60	53,2	2.959,0	3.036,0	4,1	4,1	15,6	15,1	21,3	20,3	30,7	28,6	
Geratherm Medical AG	GME	8,85	5,0	43,8	41,8	1,8	1,7	7,0	6,6	7,6	7,2	18,4	17,7	
Carl Zeiss MediTech	AFX	80,50	89,4	7.200,7	7.655,0	5,1	4,7	29,5	26,4	33,2	29,3	43,8	38,3	
Mittelwert						4,8	4,4	19,9	17,9	24,7	21,9	35,8	31,8	
Median						4,1	4,1	15,6	15,1	21,3	20,3	30,7	28,6	
ifa systems	IS8	3,38	2,75	9,30	11,60	1,3	1,2	8,9	6,9	46,4	20,3	17,8	16,9	
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						12,8	12,2	9,4	10,9	2,2	4,5	6,8	6,4	
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						10,9	11,3	7,4	9,2	1,9	4,2	5,8	5,7	
Minderung w./ geringer Liquidität		30%												
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						8,96	8,53	6,58	7,63	1,57	3,18	4,77	4,45	
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						7,65	7,91	5,16	6,41	1,35	2,94	4,08	4,02	

Quelle: Bloomberg, I/B/E/S, Thomson, Prognosen: BankM Research

Im Vergleich zum letzten Bericht (09/2018) haben sich die einzelnen Unternehmen aus unserer Peer-Group um ca. 10% im Kurs verändert (+/-). Die ifa systems hingegen musste eine Kurseinbuße von rd. € 2,- d.h. von ca. 40% hinnehmen.

Der Mittelwert in der KGV-Bewertung unserer Peer-Group liegt zwischen 31X und 35X. Wegen der schwachen Ergebnisse der ifa systems während der Restrukturierung sehen wir bei einem Kurs von € 3,38- aktuell nur noch eine KGV-Bewertung von 17X.

Gemessen an der Peer-Group unserer Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von € 4,02 pro Aktie, berechnet auf das KGV₂₀₂₀. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median an und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung um 30% reduziert.

Nach der erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung und vor dem Hintergrund des zwischenzeitlich positiven Geschäftsergebnisses erachten wir die über Ertragsfaktoren abgeleitete Bewertung von € 4,02 pro Aktie als ungeeignet niedrig. Die nachfolgend durchgeführte DCF-Bewertung liefert unserer Einschätzung nach ein realistischeres Ergebnis eines Fairen Wertes der Aktie ab. Weiterhin haben wir über die nachhaltig erzielbaren Lizenzeinnahmen eine gesonderte Bewertung auf Basis „Sum-of-the-Parts“ angestellt.

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Price	KGV 2019	KGV 2020	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020
2,00	10,5	10,0	6,0	4,7
2,20	11,6	11,0	6,4	5,0
2,40	12,6	12,0	6,9	5,3
2,60	13,7	13,0	7,3	5,7
2,80	14,7	14,0	7,7	6,0
3,00	15,8	15,0	8,1	6,3
3,20	16,8	16,0	8,5	6,6
3,38	17,8	16,9	8,9	6,9
3,60	18,9	18,0	9,4	7,3
3,80	20,0	19,0	9,8	7,6
4,00	21,1	20,0	10,2	8,0
4,20	22,1	21,0	10,7	8,3
4,40	23,2	22,0	11,1	8,6
4,60	24,2	23,0	11,5	9,0
4,80	25,3	24,0	11,9	9,3

Berechnung: BankM Research

Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	18	19e	20e	21e	22e	23e	24e	25e	26e	27e	ab 2028
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Terminal
Umsatzwachstum		-0,9%	4,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	1,0%
Umsatz	6.611	6.550	6.870	7.420	8.013	8.654	9.347	10.281	11.309	12.440	12.565
EBIT Marge	1,6%	3,8%	8,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	106	250	570	742	801	865	935	1.028	1.131	1.244	1.256
Steuern	-631	-300	0	260	280	303	327	360	396	435	440
Ergebnis vor Zinsen	737	550	570	482	521	563	608	668	735	809	817
+ Abschreibungen	1.160	1.050	1.100	1.155	1.213	1.273	1.337	1.404	1.474	1.548	1.625
- Sachanlageinvestitionen	536	1.200	1.200	1.400	1.300	1.300	1.200	1.200	1.200	1.200	1.625
- Veränderung Work. C.	-2.359	-3.183	-3.669	-4.403	-5.284	-5.389	-5.174	-4.967	-4.768	-4.577	0
= Freier CF (FCFF)	3.720	3.583	4.139	4.640	5.717	5.925	5.918	5.839	5.777	5.734	817
Endwert											4.959
WACC Berechnung											
Steuerquote	-578,9%	-130,4%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Verschuldungsgrad	60,7%	72,8%	61,2%	50,0%	45,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
Eigenkapitalkosten	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
Fremdkapitalkosten	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nachsteuerkosten des FK	33,9%	11,5%	5,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Kapitalkosten WACC	28,1%	13,6%	10,4%	11,2%	11,9%	14,3%	15,9%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		3.155	3.393	3.379	3.641	3.036	2.443	1.892	1.593	1.346	
Present Value des Endwertes										1.164	
Die Bewertung											
PV des FCFF	23.879	88,0%									
+ PV des Endwertes	1.164	12,0%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	25.043										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	3.693										
= Wert des Unternehmens	28.736										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	4.620										
= Wert des Eigenkapitals	24.116										
Preis je Aktie	8,78										

Quelle: BankM Research

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
1,65	9,49	9,50	9,51	9,52	9,54
1,80	9,04	9,05	9,06	9,07	9,08
1,90	8,76	8,77	8,78	8,79	8,79
2,00	8,51	8,51	8,52	8,53	8,53
2,15	8,15	8,15	8,16	8,16	8,17

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge in der Free Cash-Flow Bewertung resultieren aus den sechs von der ifa systems definierten Umsatzträgern (s. GuV im Tabellenanhang).

Das Geschäftsmodell der ifa systems wurde jüngst neu definiert. Impairments und Abschreibungen haben das Ergebnis der Jahre 2016 und 2017 stark belastet. Mit dem jetzt berichteten Jahresabschluss betrachten wir die durchgeführte Restrukturierung und Neuausrichtung des Unternehmens als beendet.

Das Unternehmen hat im Geschäftsjahr 2018 die Gewinnschwelle deutlich überschritten, ja sogar einen unerwartet hohen Jahresüberschuss erzielt.

Im Gj. 2020 gehen wir von einer Umsatzsteigerung von rd. 5% aus, in den Jahren 2020 bis 2024 von 8%. Danach planen wir mit Umsatzsteigerungen von rd. 10% p.a.. Im Endwert rechnen wir noch mit einem Wachstum von 1% p.a.

Die EBIT-Marge sehen wir im Gj. 2019 bei ca. 3,8%. Im Folgejahr prognostizieren wir eine EBIT-Marge von 8,3%, die ab dem Jahr 2021 auf 10% ansteigt und auf diesem Wert konstant bis zum Endwert bleibt. Dabei berücksichtigen wir die zwischenzeitlich höhere Ertragsqualität der ifa systems. Seit Durchführung der Restrukturierungsmaßnahmen geht das Management verantwortungsvoller mit der Aktivierung von Eigenleistungen (selbsterstellter Software) um.

Mit diesen Wachstumsannahmen erhalten wir über unser FCF-Modell einen Wert des Eigenkapitals von €24,1 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von €8,78**.

Zusammenfassung

Nach den oben errechneten FCF und Peer-Group Bewertungen gewichten wir die Ergebnisse beider Verfahren mit je 50%

		<u>Gewichtung</u>	<u>Ergebnis</u>
Ergebnis aus der FCF-Berechnung:	€ 8,78	50%	€ 4,39
Ergebnis aus der Peer-Group:	€ 4,02	50%	<u>€ 2,01</u>
			€ 6,40

Der daraus resultierende **Faire Wert** mit einer gleichmäßigen Gewichtung von FCF und Peer-Group beträgt **€6,40 je Aktie**.

Zwar erkennen wir das relativ niedrig ausfallende Ergebnis aus unserer Peer-Group Bewertung. Die niedrige Bewertung ist dem erst kürzlich erreichten Break-even geschuldet. Durch die noch zurückgebliebenen Erfolgs-Margen ist das KGV der ifa systems daher noch verzerrt.

Gleichwohl erachten wir das erhaltene Ergebnis aus unserer DCF-Rechnung als „äußerst vorsichtig“ und daher für eine gleichmäßige Gewichtung als vertretbar.

Zur Verprobung haben wir eine Bewertung der Software-Lizenzen durchgeführt. Schon der Bestand an Lizenzen, für welche Nutzer der ifa Software regelmäßige Gebühren entrichten stellt für uns einen erheblichen Wert innerhalb des gesamten Unternehmenswerts dar.

Die ifa systems weist in den Geschäftsberichten die vereinnahmten Lizenz-Einnahmen aus. Demgemäß sind die jährlich vereinnahmten Lizenz-Umsätze seit dem Jahr 2009 von € 2.308,- auf € 4.600,- in 2018 angestiegen. Dies entspricht einem CAGR von 8%.

Legen wir für diese nachhaltigen Lizenz-Einnahmen lediglich einen Faktor von 4X oder 5X zugrunde, so ergibt sich daraus ein Wertbeitrag zwischen € 18,4 Mio. und € 23 Mio., der im Unternehmenswert enthalten sein sollte. Verteilt auf die Anzahl der Aktien ergibt sich ein Beitrag zum Kurswert zwischen € 6.69 und € 8,36.

Geschäfts-jahr	Lizenz-Umsatz p.a.
2009	2.308,0
2010	2.521,0
2011	2.768,6
2012	3.121,0
2013	3.525,0
2014	3.780,0
2015	4.080,0
2016	5.020,0
2017	4.282,0
2018	4.600,0

Quelle: ifa systems Geschäftsberichte

Faktorbewertung - Lizenzen

Bewert. Faktor	Wertbeitrag aus Faktor	Anz. Aktien	Kurs-Wert
3	13.800,0	2,75	5,02
4	18.400,0	2,75	6,69
5	23.000,0	2,75	8,36
6	27.600,0	2,75	10,04

Quelle: BankM Research

Wir möchten diese Sichtweise der Bewertung als reine Gegenprobe der vorliegenden Ermittlung eines Fairen Wertes der Aktie verstanden wissen und überlassen es dem Investor, eigene Entschlüsse hieraus zu ziehen.

Kapitalmarktbeobachtung

Seit unserer letzten Veröffentlichung im September 2018 ist die Aktie in einem Korridor von € 4,50 bis € 3,00 bei sehr geringen Umsätzen der Lethargie verfallen. Investoren und Aktionäre bevorzugten eine abwartende Haltung bis zum sichtbaren Abschluss der Restrukturierungsphase.



Die Aktie der ifa systems wird derzeit mit einem EV/EBITDA₂₀₁₉ Faktor von 8,9X bzw. EV/EBITDA₂₀₂₀ Faktor von 6,9X nicht mehr lange erhältlich sein. Das Management hat mit Vorlage des Jahresabschlusses 2018 belegt, dass es das Unternehmen, welches sich in einem attraktiven Marktumfeld befindet, wieder auf Kurs bringen kann.

Tabellenanhang

Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	16	17	18	19e	20e	17	18	19e	20e
Aktiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	191	119	54	174	274	0,6	0,3	0,9	1,4
Sonstiges Anlagevermögen	18.652	13.577	12.663	13.079	13.373	65,5	68,1	69,1	66,1
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	18.652	13.577	12.663	12.500	12.400	65,5	68,1	66,0	61,3
Anlagevermögen	18.843	13.696	12.717	13.253	13.647	66,0	68,4	70,0	67,4
Vorräte	562	46	31	47	49	0,2	0,2	0,2	0,2
Forderungen	2.087	1.242	601	1.015	1.060	6,0	3,2	5,4	5,2
Barmittel	218	4.328	3.693	3.038	3.834	20,9	19,9	16,0	18,9
Sonstiges Umlaufvermögen	1.255	1.428	1.546	1.582	1.652	6,9	8,3	8,4	8,2
Umlaufvermögen	4.122	7.044	5.871	5.682	6.594	34,0	31,6	30,0	32,6
Bilanzsumme	22.965	20.740	18.588	18.935	20.241	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	2.750	2.750	2.750	2.750	2.750	13,3	14,8	14,5	13,6
Kapitalrücklagen	7.305	7.305	7.305	7.305	7.305	35,2	39,3	38,6	36,1
Gewinnrücklagen	5.751	-1.788	-2.443	-2.188	-1.923	-8,6	-13,1	-11,6	-9,5
Eigenkapital	15.806	8.267	7.612	7.867	8.132	39,9	41,0	41,5	40,2
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	15.806	8.267	7.612	7.867	8.132	39,9	41,0	41,5	40,2
Rückstellungen	1.419	2.377	1.107	1.133	1.183	11,5	6,0	6,0	5,8
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5.740	10.096	9.869	9.935	10.926	48,7	53,1	52,5	54,0
Verbindlichkeiten	7.159	12.473	10.976	11.068	12.109	60,1	59,0	58,5	59,8
dav. zinstragende Verbindl.	624	6.000	4.620	5.728	4.979	28,9	24,9	30,3	24,6
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	6.535	6.473	6.356	6.505	6.790	31,2	34,2	34,4	33,5
Bilanzsumme	22.965	20.740	18.588	18.935	20.241	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: BankM Research / Ist-Daten, ifa systems AG

GuV-Rechnung und Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	16	17	18	19e	20e	17	18	19e	20	5Y ø
in '000 €						Veränderungen YoY (%)				
Umsatz - Basislizenzen	853	744	952	990	1.050	-12,8	28,0	4,0	6,1	5,0
Umsatz - Runtime Lizenzen	4.170	3.538	3.526	3.900	4.000	-15,2	-0,3	10,6	2,6	6,5
Umsatz - Hardware, Fremd SW	746	676	703	640	640	-9,4	4,0	-9,0	0,0	-4,6
Umsatz - Services & sonstige	1.465	863	900	1.020	1.180	-41,1	4,3	13,3	15,7	14,5
Umsatz - Topcon Basisgeschäft	268	392	370	0	0	46,3	-5,6	-100,0	0,0	-100,0
Umsatz - Topcon Projektgeschäft	1.362	2.340	160	0	0	71,8	-93,2	-100,0	0,0	-100,0
Umsatz - gesamt	8.864	8.553	6.611	6.550	6.870	-3,5	-22,7	-0,9	4,9	-6,2
Aktivierte Eigenleistungen	1.596	824	522	750	750	-48,4	-36,7	43,7	0,0	-17,2
Gesamtleistung	10.460	9.377	7.133	7.300	7.620	-10,4	-23,9	2,3	4,4	-7,6
Materialaufwand	858	869	604	550	550	1,3	-30,5	-8,9	0,0	-10,5
Rohrertrag	9.602	8.508	6.529	6.750	7.070	-11,4	-23,3	3,4	4,7	-7,4
Sonstige betriebliche Erträge	1.433	215	797	450	500	-85,0	270,7	-43,5	11,1	-23,1
Personalaufwand	4.581	4.949	3.515	3.600	3.700	8,0	-29,0	2,4	2,8	-5,2
Sonstige betriebl. Aufwendungen	5.424	6.716	2.545	2.300	2.200	23,8	-62,1	-9,6	-4,3	-20,2
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	1.030	-2.942	1.266	1.300	1.670	-385,6	-143,0	2,7	28,5	12,8
Abschreibungen	3.246	4.855	1.160	1.050	1.100	49,6	-76,1	-9,5	4,8	-23,7
Betriebsergebnis (EBIT)	-2.216	-7.797	106	250	570	251,9	-101,4	135,8	128,0	-141,8
Zinserträge	5	7	116	130	120	40,0	---	12,1	-7,7	121,3
Zinsaufwand	31	2.492	113	150	150	---	-95,5	32,7	0,0	48,3
Finanzergebnis	-26	-2.485	3	-20	-30	---	-100,1	-766,7	50,0	-77,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-2.242	-10.282	109	230	540	358,6	-101,1	111,0	134,8	-137,4
Ertragssteuern	-18	-991	-631	-300	0	---	-36,3	-52,5	-100,0	-100,0
Ergebnis nach Steuern	-2.224	-9.291	740	530	540	317,8	-108,0	-28,4	1,9	-138,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	3.246	4.855	1.160	1.050	1.100	49,6	-76,1	-9,5	4,8	-23,7
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	-2.216	-7.797	106	250	570	251,9	-101,4	135,8	128,0	-141,8
Adj. Anzahl der Aktien	2.750	2.750	2.750	2.750	2.750	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	-1,47	-3,38	0,27	0,19	0,20	129,3	-108,0	-28,4	1,9	-138,7
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	-1,47	-3,38	0,27	0,19	0,20	129,3	-108,0	-28,4	1,9	-138,7
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,37	-1,61	0,69	0,57	0,60	-534,1	-142,8	-16,8	3,8	12,6

Cash-Flow & Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	16	17	18	19e	20e	17	18	19e	20	5Y ø
in '000 €						Veränderungen YoY (%)				
Adj. Ergebnis nach Steuern	-2.224	-9.291	740	530	540	317,8	-108,0	-28,4	1,9	-138,7
+ Abschreibungen	3.246	4.855	1.160	1.050	1.100	49,6	-76,1	-9,5	4,8	-23,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Cash Earnings	1.022	-4.436	1.900	1.580	1.640	-534,1	-142,8	-16,8	3,8	12,6
- Veränderungen im Net Working Capital	-200	-4.076	-2.359	-3.183	-3.669	---	-42,1	34,9	15,3	-3,4
= Operating Cash Flow	1.222	-360	4.259	4.763	5.309	-129,5	---	11,8	11,5	44,4
- Investitionen in Sachanlagen	1.696	840	536	1.200	1.200	-50,5	-36,2	123,9	0,0	-8,3
= Freier Cash Flow	-474	-1.200	3.723	3.563	4.109	153,2	-410,3	-4,3	15,3	-250,7
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	413	0	0	275	275	-100,0	0,0	0,0	0,0	-9,6
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Bankverbindlichkeiten	1.105	5.528	-30	-250	0	400,5	-100,5	733,3	-100,0	-100,0
Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	218	4.328	3.693	3.038	3.834	---	-14,7	-17,7	26,2	104,8

Quelle: BankM Research / Ist-Daten, ifa systems AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: flatex Bank AG (flatex), Frankfurt.

Verfasser der vorliegenden Kurzanalyse: Rüdiger Holzammer

Die flatex Bank unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist ifa systems AG

Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Rüdiger Holzammer	28.7.2017	Halten	€ 14,26
Luca Celati	15.8.2017	Kaufen	€ 13,00
Rüdiger Holzammer	11.5.2018	Halten	€ 6,45
Rüdiger Holzammer	14.9.2018	Kaufen	€ 7,27

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

18.04.2019

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 17.04.2019

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, keine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der flatex Bank, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der flatex Bank und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der flatex Bank durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß Deligierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter

http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen. Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2019 BankM - Repräsentanz der flatex Bank AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

flatex Bank AG, Rotfeder-Ring 7, D-60327 Frankfurt/M. Alle Rechte vorbehalten.