

## Basisstudien-Update

### Analyst

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

### Bewertungsergebnis

# KAUFEN

(vormals KAUFEN)

### Fairer Wert

# €11,15

(vormals € 9,60)

**BankM Research on Bloomberg, Thomson/Reuters, Factset, CapitalIQ and www.BankM.de**

## Hohe Aufmerksamkeit am Kapitalmarkt

### Jahresergebnis 2014 - Q1/2015

Die ifa systems erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2014 ein operatives Ergebnis (EBIT) i.H.v. € 2,2 Mio. im Konzern (ungeprüft), was einer Verbesserung von knapp 40% zum Vorjahr entspricht. Die Gesamtleistung beträgt € 10,4 Mio. bei Verkaufserlösen i.H.v. € 8,2 Mio., einer Erhöhung von jeweils knapp 5%.

Die margenstarken Runtime-Lizenzen machen jetzt 46,3% des Umsatzes aus (Vj. 45,4%). In Q1/2015 wird vom Unternehmen eine Gesamtleistung i.H.v. € 2,3 Mio. bei einem EBIT von T€ 395 gemeldet. Die entspricht einer Ergebnissteigerung von rd.10%.

### Kapitalerhöhung 2014

Mit der im November 2014 durchgeführten Kapitalerhöhung von 250.000 Aktien rückte die Gesellschaft ins Rampenlicht der Investoren. Die Transaktion wurde zu einem Angebotspreis von € 7,10 an einen strategischen Partner marktschonend abgegeben.

Die ausgezeichneten Geschäftsergebnisse, verbunden mit der zugeflossenen Liquidität von rd. € 1,7 Mio. verschaffen dem Unternehmen die notwendige Flexibilität um die weiteren internationalen Expansionsziele umzusetzen und die Marktposition in den USA zu festigen.

Die Folge: ifa systems AG ist seit 6 Monaten der Kursgewinner am Entry Standard mit einem Kurssprung von 95% im Zeitraum 11/2014 - 04/2015.

### Referenzprojekte und Produktentwicklungen

Das Portfolio an laufenden Großprojekten (14 Kliniken in 10 Ländern) ist eine hohe Herausforderung an das Management Gesellschaft. Mit Projektpartnern und dem weiteren Aufbau der indirekten Distribution werden die Projektrisiken zwischenzeitlich begrenzt.

Den Wettbewerbsvorsprung in den Bereichen CDA<sup>\*\*\*</sup> und CDSS<sup>\*\*\*</sup>) baut die ifa systems beharrlich aus. Mit einer neuartigen Technik, des Multi Screen Display wird die Programmoberfläche jetzt für den behandelnden Arzt noch übersichtlicher. Während des ASCRS•ASOA<sup>\*\*\*</sup>) Symposiums im April in San Diego stellte die Gesellschaft ihr weiterentwickeltes System erstmalig vor. Die Resonanz war beachtlich. Die Messe ist Treffpunkt der führenden Ophthalmochirurgen der American Society of Cataract and Refractive Surgery (ASCRS).

### Den fairen Wert der Aktie erhöhen wir um €1,55 auf €11,15. Gründe dafür sind das zwischenzeitlich reduzierte Risiko im Projektgeschäft sowie die gestiegenen Multiples an den Kapitalmärkten.

### Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. €) *)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2013	10,1	2,6	1,6	1,5	1,0	0,42	0,03	15,8%	10,3%
2014e	10,4	2,8	2,2	2,2	1,5	0,54	0,12	21,4%	14,3%
2015e	11,0	3,1	2,5	2,5	1,8	0,67	0,12	22,6%	16,8%
2016e	11,7	3,6	3,0	3,0	2,2	0,81	0,12	25,3%	19,0%
2017e	12,9	4,1	3,5	3,5	2,6	0,95	0,12	26,9%	20,2%

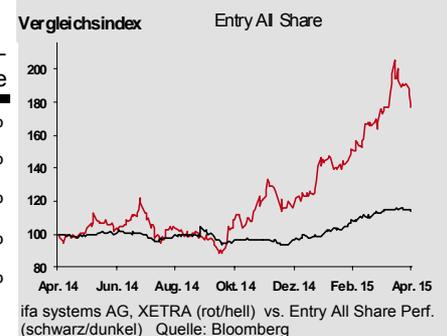
Quelle: BankM Research , ifa systems AG

\*) G.-Leist. = Gesamtleistung \*\*) Glossar s.S. 15

<b>Branche</b>	Enterpr. Software
<b>WKN</b>	783078
<b>ISIN</b>	DE0007830788
<b>Bloomberg/Reuters</b>	IS8 GR Equity
<b>Rechnungslegung</b>	IFRS
<b>Geschäftsjahr</b>	31.12.
<b>Finanzbericht 2015</b>	Mai 2015
<b>Marktsegment</b>	Open Market
<b>Transparenzlevel</b>	Entry Standard

Finanzkennzahlen	2015e	2016e	2017e
EV/Umsatz	3,4	3,1	2,8
EV/EBITDA	9,3	8,0	7,0
EV/EBIT	11,7	9,8	8,4
P/E bereinigt	15,7	13,7	11,2
Preis/Buchwert	1,7	1,5	1,4
Preis/FCF	13,0	11,4	9,7
ROE	10,6	11,6	12,1
Dividendenrendite(%)	1,1	1,1	1,1

<b>Anzahl Aktien</b> (Mo. Stück)	2,75 Mo.		
<b>Marktkap. / EV</b> (Mo. € )	29,0 / 26,1		
<b>Free float</b>	45,00%		
<b>Ø tägl. Handelsvol.</b> (3M, in € )	45.000 €		
<b>12 Monate hoch/tief</b> (XETRA-Schluss)	€ 12,45 / 5,10		
<b>Kurs 30.4.2015</b> (XETRA-Schluss)	€ 10,55		
<b>Performance</b>	1M	6M	12M
absolut	0,7%	59,6%	76,0%
relativ	-10,9%	34,0%	55,5%



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

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM - Repräsentanz der biw 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 biw - Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

## INVESTITIONSKRITERIEN

- Die Einnahmen aus Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse stiegen in den vergangenen 4 Jahren um mehr als 50%. Dieser Trend wird auch in Zukunft anhalten. Klinik-Installationen generieren eine hohe Anzahl solcher Runtime-Lizenzen. Die Gesellschaft deckt hierüber aktuell 80% ihrer Fixkosten im Unternehmen ab.
- Die ifa systems hat sich im Markt für Health Information Technology (HIT) für die Anwendung in größeren Augenarztpraxen und Augenkliniken positioniert. Hohes klinisches Know-How und ausgereifte Lösungen sind erforderlich, um sich in diesem Marktsegment erfolgreich behaupten zu können. Andererseits stellt das vorhandene Know-How in der Nische mit hohen Ertragsmargen eine ebenso hohe Eintrittsbarriere für den Wettbewerb dar.
- Mit der vorhandenen EPA (elektronischen Patientenakte) und der Software Version 2020, welche die ifa systems zwischenzeitlich global und in mehr als 10 Sprachversionen (auch bilingual) anbietet, wurde ein Reservoir geschaffen, von dem die Gesellschaft noch über viele Jahre hinweg Erlöse mit hohen Ertragsmargen erzielen wird.
- Mit dem indirekten Vertrieb werden zwischenzeitlich 25 Länder in den Zielregionen der ifa-Gruppe erreicht. Mit ecPACS, spricht ifa alle Augenärzte an, die nicht auf Ophthalmologie spezialisierte Software einsetzen, aber trotzdem ihre ophthalmologische Medizintechnik digital vernetzen möchten.
- Die ifa systems unterscheidet sich vom Wettbewerb, vor allem am internationalen Markt, durch das integrierte eHealth Know-How, mit wissensbasierten Datenbanken, den Bilddatensystemen (ecPACS) und den rechnerbasierten Systemen zur klinischen Entscheidungsunterstützung (CDSS). Ebenso bietet kein Wettbewerber am Markt eine so hohe Anzahl an Geräteschnittstellen an, die mit einer Anschlussgarantie versehen sind.
- Mit einer soliden Bilanz (ohne FK) hat die Gesellschaft ausreichend Flexibilität und Freiheitsgrade, um auch am US-Markt die Unternehmensziele autonom zu verfolgen. Dort bietet die ifa systems, wie auch in anderen Ländern, seit Ende letzten Jahres ihre Lösungen auf Basis von Leasingmodellen an.

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

## Finanzsituation / Quartalsergebnisse

Die letzten Quartalsergebnisse seit Q1/2014 zeichnen ein Bild der gesunden finanziellen Lage der ifa systems ab. Der freie Cash-flow aus dem Gj. 2014 i.H.v. rd. € 1,6 Mio. wird überwiegend in die Weiterentwicklung der Software und in den Ausbau der Wissensdatenbanken investiert.

Hinsichtlich der Profitabilität übertraf das gemeldete Jahresergebnis 2014 unsere Erwartungen um T€ 500; die Gesamtleistung entsprach unserer Prognose. Die margenstarken Runtime-Lizenzen betragen gemäß Angaben der Gesellschaft aktuell 46,3% des Umsatzes (Vj. 45,4%).

Zukünftig, d.h. bereits ab 2015 werden wir höhere Forderungsbestände aus L+L in der Bilanz sehen. Grund dafür ist das Software Leasing-Modell, welches die ifa systems an verschiedenen ausländischen Märkten anbietet. Die Liquidität wird dadurch belastet.

Per Juni 2015 wird die ifa systems wieder frei von Fremdkapital sein. Das vor 5 Jahren aufgenommene Bankdarlehen i.H.v. € 1,375 Mio. ist dann komplett zurückgeführt. In Anbetracht der derzeitigen Zinssituation und im Hinblick auf die angebotenen Absatzfinanzierungsmodelle könnte das Management in Erwägung ziehen, sich erneut auf dem Fremdkapitalmarkt zu refinanzieren.

**Höhere Ertragsstärke sowie reduzierte Markterschließungskosten verbessern die operativen Margen**

**Ab Juli 2015 frei von Fremdkapital. Hoher finanzieller Spielraum**

### Quartalsvergleich 2012

in €('000) bis auf GpA	12M		Q1/12		Q2/12		Q3/12		Q4/12		2012	%ual v. Umsatz
	%ual	z. Vj.	%ual	zum Vorjahr	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.		
Gesamtleistung	9.805	31,8%	2.150	23,6%	2.220	20,0%	2.280	2,2%	3.784	-5,0%	10.434	100,0%
EBIT	1.893	11,4%	110	-59,3%	210	-27,6%	260	-33,3%	378	-59,9%	958	9,2%
Periodenergebnis	1.298	4,1%	79		151		187		155		573	5,5%
GpA (in ct.)	0,59		0,03		0,06		0,07		0,06		0,23	

### Quartalsvergleich 2013

in €('000) bis auf GpA	12M		Q1/13		Q2/13		Q3/13		Q4/13		2013	%ual v. Umsatz
	%ual	z. Vj.	%ual	zum Vorjahr	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.		
Gesamtleistung	10.434	6,4%	2.209	2,7%	2.009	-9,5%	2.239	-1,8%	3.649	-3,6%	10.106	100,0%
EBIT	958	-49,4%	325	195,5%	235	11,9%	420	61,5%	621	64,3%	1.601	15,8%
Periodenergebnis	573	-55,9%	234		169		258		382		1.043	10,3%
GpA (in ct.)	0,23		0,09		0,07		0,10		0,15		0,42	

### Quartalsvergleich 2014

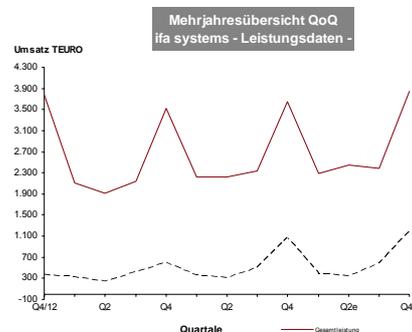
in €('000) bis auf GpA	12M		Q1/14		Q2/14		Q3/14		Q4/14		2014e	%ual v. Umsatz
	%ual	z. Vj.	%ual	zum Vorjahr	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.		
Gesamtleistung	10.106	-3,1%	2.220	0,5%	2.220	10,5%	2.340	4,5%	3.650	0,0%	10.430	100,0%
EBIT	1.601	67,1%	360	10,8%	303	28,9%	500	19,0%	1.067	71,8%	2.230	21,4%
Periodenergebnis	1.043	82,2%	241		203		335		714		1.493	14,3%
GpA (in ct.)	0,42		0,09		0,07		0,12		0,26		0,54	

### Quartalsprognose 2015\*)

in €('000) bis auf GpA	12M		Q1/15		Q2/15e		Q3/15e		Q4/15e		2015e	%ual v. Umsatz
	%ual	z. Vj.	%ual	zum Vorjahr	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.	%ual	z. Vj.		
Gesamtleistung	10.430	3,2%	2.280	2,7%	2.445	10,1%	2.380	1,7%	3.845	5,3%	10.950	100,0%
EBIT	2.230	39,3%	395	9,7%	335	10,6%	575	15,0%	1.175	10,1%	2.480	22,6%
Periodenergebnis	1.493	43,1%	293		248		426		871		1.838	16,8%
GpA (in ct.)	0,54		0,11		0,09		0,15		0,32		0,67	

Quelle: Quartalsmeldungen ifa systems AG; Prognosen: BankM

\*) Quartalsergebnisse beinhalten Konsolidierungseffekte



## Aktuelle Unternehmensentwicklung

**Risiko des gestiegenen Projektvolumens wird durch Einbindung von Distributionspartnern reduziert**

**Erfolgreiche Live-Schaltung prominenter Referenzprojekte erhöht das Image der ifa-Marke und erzeugt weitere Nachfrage nach qual. hochwertigen Installationen**

**Zwei distinktive Produktbereiche mit passenden Angeboten sowohl für das Mengen- als auch für das Projektgeschäft**

### Installationsprojekte/Vertrieb

Das Portfolio an laufenden Großprojekten ist neuerdings konstant höher als 10, verteilt über alle Kontinente. Die wachsende Zahl der Projektpartner und der sich etablierende indirekte Vertrieb erlaubt die stetige Ausdehnung des Installationsportfolios. So wurde unter anderem die Mandarin Opto-Medic Gruppe als Distributions- und Installationspartner für die Region Südostasien gewonnen.

In Hyderabad, Indien, wurde ein Servicebüro eingerichtet. Es dient der 24h Betreuung der ifa-Installationen in Asien und dem Mittleren Osten. Auch werden die Vertriebsinitiativen in Indien von dort aus koordiniert.

Die indirekten Vertriebspartner der ifa Gruppe decken zwischenzeitlich insgesamt 28 Länder ab, die in die definierten Zielregionen der Gesellschaft fallen.

Abgeschlossen, d.h. erfolgreich übergeben wurden die Augenklinik Oogziekenhuis Rotterdam, die Augenklinik Conde in Mexico, drei Augenkliniken in Saudi-Arabien, und eine Augenklinik in Norwegen.

Das Oogziekenhuis Rotterdam (OOG) ist eine der größten und fortschrittlichsten Augenkliniken in Westeuropa. Als „Center of Excellence“ beherbergt die Klinik mehr als 15 Fachbereiche der Augenheilkunde. Die Klinik hat mehr als 35 Fachärzte und ca. 320 Mitarbeiter in der Patientenversorgung. Das OOG-Klinikum hat eine eigene Forschungsabteilung für die Durchführung klinischer Studien in der Ophthalmologie und ist somit ein idealer Partner der ifa systems AG.

Mexico und Südamerika sind wichtige Zielmärkte der ifa systems. Deshalb war die jetzige Live-Stellung der Augenklinik Conde in Mexico City ein weiterer Meilenstein der Markterschließung in dieser Region. Die akademische Ausstrahlung dieser Referenzklinik auf ganz Lateinamerika ist für die erfolgreiche Entwicklung der speziellen mexikanischen EPA-Landesversion von hoher Bedeutung für die ifa Gruppe. Mit mehr als 120 Mio. Einwohnern und ca. 4.500 Ophthalmologen ist der Markt für Health-IT in der Augenheilkunde vergleichbar mit Deutschland.

In Saudi-Arabien wurde die ifa systems von der Magrabi-Gruppe unter Vertrag genommen, um dort insgesamt 11 Kliniken auszustatten. Weitere Kliniken der Gruppe in den Vereinigten Arabischen Emiraten, Katar und Oman sind bereits ins Auge gefasst. Zeithorizont: 18 Monate.

Von den 11 HELIOS Kliniken sind bereits 3 mit ifa-Systemen ausgestattet. Weitere Standorte stehen derzeit zur Debatte.

Die Auftragsbücher der ifa systems sind mit einem Backlog von gut 3 Monaten prall gefüllt. Der indirekte Vertrieb entfaltet sich allmählich; mit ecPACS hat die Gesellschaft ein Produkt, welches sowohl eigenständig Praxen mittlerer Größe anspricht, als auch zur Systemerweiterung geeignet ist.

### Produktentwicklungen

Parallel zur kontinuierlichen Weiterentwicklung in den Bereichen CDA<sup>™</sup>) und CDSS<sup>™</sup>) tritt die ifa systems jetzt mit zwei Produktlinien am Markt auf.

Einerseits wird die **EMR/EPA** in der vollen Wertschöpfungstiefe für Installationen großer Projekte in Augenkliniken (A-Kunden) angeboten.

Neu entwickelt, bzw. weiterentwickelt wurde ecPACS zu einer Art Middleware. Allgemein werden Produkte dieser Art als Vendor Neutral Archive (**VNA**) be-

zeichnet. Mit der ecPACS (**VNA** Funktionalität) spricht die ifa systems Augenärzte an, die keine auf Ophthalmologie spezialisierte Software einsetzen, und damit nicht die Möglichkeit haben, ihre modernen Untersuchungs- und Therapiegeräte mit der eingesetzten Software zu vernetzen.

Der neuere, zusätzliche Produktbereich eignet sich in besonderem Maße für den indirekten Vertrieb, ausgerichtet auf die Zielgruppe „B+C-Kunden“. Die Gesellschaft stellte ecPACS (**VNA**) auf der internationalen Messe für Ophthalmochirurgen in San Diego jüngst vor. Zusammen mit einer neuartigen Technik, des Multi Screen Display wird die Programmoberfläche jetzt für den behandelnden Arzt noch übersichtlicher, da alle klinischen Daten sowie auch die Ergebnisse der Therapiegeräte grafisch aufbereitet in mehreren Fenstern gleichzeitig angezeigt werden.

Die Unterscheidung zwischen Mengengeschäft (ecPACS) und Projektprodukt (EMR) mit hohem Implementierungsaufwand passt ausgezeichnet in die Wachstums- und Vertriebsstrategie der ifa systems.

ecPACS als **Vendor Neutral Archive** trifft gemäß einer jüngst erschienenen Marktstudie von ReportsnReports.com auf ein beachtliches globales Marktpotential.

#### Marktpotentiale bis zum Jahr 2018

USA: \$ 204 Mio. → CAGR: 13,9%

Europa: \$ 93 Mio. → CAGR: 15,7%

Asien: \$ 18 Mio. → CAGR: 13,4%

Die ifa systems bietet ecPACS bereits länger als 2 Jahre an. Als Hersteller-unabhängige Archivlösung (VNA) bedurfte es lediglich eines geringen Adaptionaufwands. Die veränderte Produktpositionierung ist jedoch erheblich. Sie fügt sich nahtlos in die am US-Markt verfolgte Distributionsstrategie „Rent a Software“ ein.

**Hohes Marktpotential  
jetzt auch im Mengen-  
geschäft mit B+C  
Kunden**

## BEWERTUNG / KAPITALMARKTBETRACHTUNG

### Peer Group

Daten vom 30.4.2015		peer group - Deutschland				MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
Gesellschaft im Vergleich	Ticker	Kurs	Anz. Aktien	MCAP	EV	15e	16e	15e	16e	15e	16e	15e	16e
Nemetschek	NEM	116,15	9,6	1.117,9	1.108,4	4,2	3,9	17,3	15,6	20,4	18,0	29,8	26,4
Nexus	NXU	17,60	15,7	276,9	239,4	3,2	2,9	12,8	11,9	19,8	17,7	22,6	20,5
CompuGroup Medical AG	COP	25,51	53,2	1.357,6	1.674,8	2,5	2,4	13,6	12,5	19,6	17,2	16,2	15,1
Geratherm Medical AG	GME	10,00	5,0	49,5	53,2	2,2	2,0	14,8	12,1	20,5	15,6	8,7	7,9
Carl-Zeiss MediTech	AFX	22,69	81,3	1.844,5	1.693,4	1,9	1,8	10,3	9,3	11,8	10,8	63,0	50,4
Mean						2,8	2,6	13,8	12,3	18,4	15,9	28,1	24,1
Median						2,5	2,4	13,6	12,1	19,8	17,2	22,6	20,5
<b>ifa systems</b>	<b>IS8</b>	<b>10,55</b>	<b>2,75</b>	<b>29,01</b>	<b>26,11</b>	<b>2,64</b>	<b>2,48</b>	<b>10,5</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>15,7</b>	<b>13,7</b>
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						11,19	11,08	12,40	12,49	16,74	16,16	18,80	18,53
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						10,03	10,19	12,29	12,31	17,99	17,54	15,12	15,76
Minderung w./ geringer Liquidität			20%										
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						8,95	8,86	9,92	9,99	13,39	12,93	15,04	14,82
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						8,03	8,15	9,83	9,85	14,39	14,04	12,09	<b>12,61</b>

Quelle: Bloomberg, IB/E/S, Thomson, Schätzungen BankM Research

Skala (Kurs / Bewertung)

Preis	KGV 2015	KGV 2016	EV/EBIT 2015	EV/EBIT 2016
8,00	11,9	10,4	7,6	6,8
8,40	12,5	10,9	8,1	7,2
8,70	13,0	11,3	8,4	7,5
9,20	13,7	11,9	9,0	8,0
9,50	14,2	12,3	9,3	8,3
10,00	14,9	13,0	9,8	8,8
10,30	15,4	13,4	10,2	9,1
10,55	15,7	13,7	10,4	9,3
11,05	16,5	14,4	11,0	9,8
11,55	17,2	15,0	11,5	10,3
12,15	18,1	15,8	12,2	10,9
12,65	18,9	16,4	12,8	11,4
13,25	19,8	17,2	13,4	12,0
13,75	20,5	17,9	14,0	12,5
14,15	21,1	18,4	14,4	12,9

Berechnung: BankM Research

Die Peer Group ist in nationale und internationale (überwiegend angelsächsische) Vergleichsunternehmen eingeteilt. Hinsichtlich der Bewertungsrelevanz werten wir die nationale Peer Group mit  $\frac{2}{3}$  und die internationale mit  $\frac{1}{3}$ .

Gemessen an der Peer Group der deutschen Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von €12,61 pro Aktie, berechnet auf das KGV<sub>2016</sub>. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung und entsprechend geringer Liquidität der Gattung am Kapitalmarkt um 20% reduziert.

Daten vom 30.4.2015		peer group - USA				MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
Gesellschaft im Vergleich	Ticker	Kurs	Anz. Aktien	MCAP	EV	15e	16e	15e	16e	15e	16e	15e	16e
Allscripts Healthcare Sol.	MDRX	13,30	180,1	2.395,3	2.920,4	1,6	1,5	12,2	10,1	21,0	17,1	28,3	21,8
Quality Systems, Inc.	QSI	15,95	60,2	960,3	901,5	2,0	1,9	12,0	10,0	20,0	15,4	23,5	21,0
Merge Healthcare, Inc.	MRGE	4,90	96,7	473,8	668,9	2,1	2,0	13,7	11,6	16,7	14,2	24,5	20,4
Mean						1,9	1,8	12,6	10,6	19,2	15,6	25,4	21,1
Median						2,0	1,9	12,2	10,1	20,0	15,4	24,5	21,0
<b>ifa systems</b>	<b>IS8</b>	<b>10,55</b>	<b>2,75</b>	<b>29,01</b>	<b>26,11</b>	<b>2,64</b>	<b>2,48</b>	<b>10,5</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>15,7</b>	<b>13,7</b>
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,63	7,55	11,39	10,75	17,48	15,86	17,03	16,22
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						7,95	7,90	10,96	10,26	18,17	15,69	16,42	16,16
Minderung w./ geringer Liquidität			20%										
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						6,11	6,04	9,11	8,60	13,98	12,69	13,62	12,98
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						6,36	6,32	8,77	8,21	14,54	12,55	13,13	<b>12,93</b>

Quelle: Bloomberg, IB/E/S, Thomson, Schätzungen BankM Research

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

Gemessen an der Peer Group US-amerikanischer Wettbewerber erhalten wir eine Marktbewertung von **€12,93/Aktie**.

Dem internationalen Profil der ifa system Rechnung zu tragen gewichten wir beide Ergebnisse aus den Marktmodellen entsprechend dem Umsatz-Mix (Europa / International). Die ifa systems erzielt mehr als die Hälfte der Umsätze auf dem deutschen, bzw. europäischen Märkten und ca. 1/3 der Umsätze auf internationalen Märkten; auf die Peer Group übertragen ergibt sich eine Verteilung von 1/3 am US Markt; 2/3 übrige Märkte.

Ergebnis aus Peer Group GE	12,61 X 2/3 = € 8,40
Ergebnis aus Peer Group US	12,93 X 1/3 = € 4,30
Gewichtetes Ergebnis aus Peer Group	<b>€12,70</b>

## Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	14e	15e	16e	17e	18e	19e	20e	21e	22e	23e	ab 2024
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Terminal
Umsatzwachstum		6,0%	8,1%	12,6%	12,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	1,0%
Umsatz	8.160	8.650	9.354	10.530	11.794	13.327	15.060	17.017	19.230	21.729	21.947
EBIT Marge	27,3%	28,7%	31,7%	32,9%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	15,0%
EBIT	2.230	2.480	2.967	3.467	2.831	3.199	3.614	4.084	4.615	5.215	3.292
Steuern	687	613	742	867	849	960	1.084	1.225	1.385	1.565	988
Ergebnis vor Zinsen	1.543	1.868	2.225	2.600	1.981	2.239	2.530	2.859	3.231	3.651	2.304
+ Abschreibungen	610	650	680	680	714	750	787	827	868	911	957
- Sachanlageinvestitionen	1.750	1.550	1.400	1.400	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	957
- Veränderung Work. C.	-1.303	-1.295	-1.038	-1.115	-1.338	-1.365	-1.310	-1.258	-1.207	-1.159	-1.113
= Freier CF (FCFF)	1.706	2.262	2.543	2.995	2.833	3.153	3.427	3.743	4.106	4.521	3.417
Endwert											<b>29.681</b>
<b>WACC Berechnung</b>											
Steuerquote	31,5%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Verschuldungsgrad	3,5%	1,7%	0,9%	0,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Eigenkapitalkosten	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Nachsteuerkosten des FK	4,1%	4,5%	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Kapitalkosten WACC	12,6%	12,8%	12,9%	12,9%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
<b>Present Value Calculation</b>											
Present Value des FCFF		2.006	1.996	2.082	1.768	1.749	1.689	1.640	1.599	1.565	
Present Value des Endwertes											10.272
<b>Die Bewertung</b>											
PV des FCFF	16.093	66,0%									
+ PV des Endwertes	8.272	34,0%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	<b>24.366</b>										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	2.902										
= Wert des Unternehmens	26.867										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	450										
= Wert des Eigenkapitals	26.417										
Preis je Aktie	<b>9,60</b>										

Quelle: BankM Research

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
1,00	11,47	11,61	11,76	11,91	12,08
1,15	10,16	10,26	10,36	10,47	10,59
1,25	9,43	9,51	<b>9,60</b>	9,69	9,78
1,35	8,79	8,86	8,93	9,00	9,08
1,50	7,98	8,03	8,08	8,14	8,19

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge resultieren aus den sechs ifa Geschäftsbereichen. Unsere per Jahreswechsel angehobenen Ertragsprognosen haben sich bestätigt, da die starke Investitionsphase der Marktpenetration abgeschlossen ist und zwischenzeitlich das „Kostensenkungsprogramm“ greift. Vom robusten Geschäftsmodell der ifa systems sind wir weiterhin überzeugt.

In den Geschäftsjahren 2015-2019 legen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 11,4% (CAGR) zugrunde. Das EBIT steigt in diesem Zeitraum um 6,6% (CAGR).

In der späteren Entwicklungsphase des Unternehmens (ab 2020) lassen wir das Umsatzwachstum auf 13% einpendeln. Die operative Marge halten wir in dieser Phase bei 24% konstant.

Im Endwert rechnen wir mit 1% Wachstum und einer EBIT Marge von 15%.

Mit diesen Wachstumsannahmen erhalten wir über unser FCF-Modell einen Wert des Eigenkapitals von € 26,4 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von € 9,60**.

## Zusammenfassung

Im Zuge der Aktienhausse profitiert auch die Aktie der ifa systems von den gestiegenen Multiples an den Kapitalmärkten. Die Peer Group Bewertung mit € 12,70 erhöhte sich um € 3,60 gegenüber unserer letzten Bewertung (€ 9,10)

Auf dem derzeitigen Kursniveau reiht sich das Unternehmen nahtlos in die Gruppe der Vergleichsunternehmen (national und international) ein.

Wir gewichten unsere Ergebnisse aus Peer Group und FCF-Rechnung zu gleichen Teilen (je 50%).

Ergebnis aus der FCF-Berechnung:	€ 9,60
Ergebnis aus der Peer Group:	€ <u>12,70</u>
	€ 22,30 : 2

**Fairer Wert** - Gewichtung zu je 50% **€ 11,15 je Aktie**

**ifa systems zählt seit sechs Monaten zu den Werten mit den höchsten Kursgewinnen am Entry Standard**

Seit unserem letzten Bericht im Januar 2015 rückt die Aktie stark ins Rampenlicht der Investoren. In den vergangenen 6 Monaten, speziell im Zeitraum 11/2014 - 04/2015 entpuppte sich das Unternehmen als der Kursgewinner am Entry Standard mit einem Kurssprung von 95%.

Gründe dafür sind die zunehmende Profitabilität, eine grundsolide Bilanz (ab Q2/2015 ohne Fremdkapital) und die vom Management konsequent verfolgte Unternehmensentwicklung. Die per Jahresende 2014 durchgeführte Kapitalerhöhung in marktschonender Façon trug dazu bei, das Aktienangebot nicht zu inflatieren.

Mit Überschreitung der MCap-Marke von € 25 Mio. hat die Aktie jetzt auch institutionellen „appeal“. Mit der Handelbarkeit sowohl an der NASDAQ als auch am Platz Frankfurt erscheint der Wert jetzt auch auf dem Radarschirm institutioneller Investoren (national und international).

Gemessen am KGV  $15,7X_{(2015)}$  und  $13,7X_{(2016)}$  hat die ifa systems zum Vergleichsunternehmen CompuGroup Medical sichtbar aufgeschlossen. Im Vergleich der Strategie beider Unternehmen wird deutlich, dass schieres Wachstum durch Zukäufe  $\neq$  kontrolliertem, profitabilem Wachstum ist. „Big is not necessarily beautiful“, auch Spezialisierung hat seinen Charme!

Die derzeitige Marktbewertung der ifa systems, ausgedrückt im Kurskorridor von € 10,50 bis € 12,50 betrachten wir als berechtigt.

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

Nach der starken Kurs-Rallye von Blue-Chips ist jetzt auch die Epoche der Small-Caps wieder angebrochen. Schon vor diesem Hintergrund sollten weitere Impulse in der Aktie zu erwarten sein.

In Anbetracht der satten Auslastung mit qualitativ hochwertigen Projekten und der robusten Cash-Flow Situation empfehlen wir die Aktie der ifa systems AG weiterhin zum Kauf.

## TABELLENANHANG

## Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	13	14e	15e	16e	17e	14e	15e	16e	17e
<b>Aktiva</b>						<b>in % der Bilanzsumme</b>			
Sachanlagen	279	379	359	249	139	1,7	1,6	1,0	0,5
Sonstiges Anlagevermögen	16.201	17.740	19.399	21.435	24.290	79,1	84,5	84,1	83,4
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	11.151	13.421	15.721	18.071	20.421	59,8	68,5	70,9	70,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>16.480</b>	<b>18.119</b>	<b>19.758</b>	<b>21.684</b>	<b>24.429</b>	<b>80,8</b>	<b>86,1</b>	<b>85,1</b>	<b>83,9</b>
Vorräte	75	75	79	84	93	0,3	0,3	0,3	0,3
Forderungen	1.091	1.091	1.145	1.224	1.347	4,9	5,0	4,8	4,6
Barmittel	878	2.902	1.702	2.213	2.952	12,9	7,4	8,7	10,1
Sonstiges Umlaufvermögen	250	250	262	281	309	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2.294</b>	<b>4.318</b>	<b>3.189</b>	<b>3.802</b>	<b>4.700</b>	<b>19,2</b>	<b>13,9</b>	<b>14,9</b>	<b>16,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>18.774</b>	<b>22.437</b>	<b>22.947</b>	<b>25.486</b>	<b>29.129</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Passiva</b>									
Gezeichnetes Kapital	2.500	2.750	2.750	2.750	2.750	12,3	12,0	10,8	9,4
Kapitalrücklagen	5.828	7.228	7.228	7.228	7.228	32,2	31,5	28,4	24,8
Gewinnrücklagen	5.810	5.810	7.318	9.212	11.483	25,9	31,9	36,1	39,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>14.138</b>	<b>15.788</b>	<b>17.296</b>	<b>19.190</b>	<b>21.461</b>	<b>70,4</b>	<b>75,4</b>	<b>75,3</b>	<b>73,7</b>
<b>Eigenkapital inkl. Anteile Dritter</b>	<b>14.138</b>	<b>15.788</b>	<b>17.296</b>	<b>19.190</b>	<b>21.461</b>	<b>70,4</b>	<b>75,4</b>	<b>75,3</b>	<b>73,7</b>
Rückstellungen	606	606	636	680	748	2,7	2,8	2,7	2,6
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4.030	6.043	5.015	5.615	6.920	26,9	21,9	22,0	23,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4.636</b>	<b>6.649</b>	<b>5.652</b>	<b>6.295</b>	<b>7.668</b>	<b>29,6</b>	<b>24,6</b>	<b>24,7</b>	<b>26,3</b>
dav. zinstragende Verbindl.	489	265	150	20	22	1,2	0,7	0,0	0,0
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1 J.	3.218	3.321	3.487	3.727	4.101	14,8	15,2	14,6	14,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>18.774</b>	<b>22.437</b>	<b>22.947</b>	<b>25.486</b>	<b>29.129</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

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

## GuV-Rechnung und Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	13	14e	15e	16e	17e	14e	15e	16e	17e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
<b>Umsätze - CIS</b>	2.121	2.225	2.340	2.510	3.080	4,9	5,2	7,3	22,7	14,7
<b>Umsätze - Interfaces &amp; Register</b>	960	1.020	1.070	1.130	1.100	6,3	4,9	5,6	-2,7	1,4
<b>Umsätze - Telemedizin</b>	345	350	365	390	500	1,4	4,3	6,8	28,2	17,0
<b>Umsätze - Handelsware</b>	820	790	825	889	750	-3,7	4,4	7,8	-15,6	-4,7
<b>Umsätze - Lizenzen</b>	3.525	3.775	4.050	4.435	5.100	7,1	7,3	9,5	15,0	12,2
<b>Umsatz</b>	<b>7.771</b>	<b>8.160</b>	<b>8.650</b>	<b>9.354</b>	<b>10.530</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>12,6</b>	<b>7,9</b>
Aktivierte Eigenleistungen	2.335	2.270	2.300	2.350	2.350	-2,8	1,3	2,2	0,0	0,2
<b>Gesamtleistung</b>	<b>10.106</b>	<b>10.430</b>	<b>10.950</b>	<b>11.704</b>	<b>12.880</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>6,3</b>
Materialaufwand	750	743	720	720	720	-0,9	-3,1	0,0	0,0	-1,0
<b>Rohertrag</b>	<b>9.356</b>	<b>9.687</b>	<b>10.230</b>	<b>10.984</b>	<b>12.160</b>	<b>3,5</b>	<b>5,6</b>	<b>7,4</b>	<b>10,7</b>	<b>6,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	367	200	150	180	180	-45,5	-25,0	20,0	0,0	-16,3
Personalaufwand	3.448	3.787	3.900	4.000	4.500	9,8	3,0	2,6	12,5	6,9
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.627	3.260	3.350	3.518	3.693	-10,1	2,8	5,0	5,0	0,5
<b>Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)</b>	<b>2.648</b>	<b>2.840</b>	<b>3.130</b>	<b>3.647</b>	<b>4.147</b>	<b>7,3</b>	<b>10,2</b>	<b>16,5</b>	<b>13,7</b>	<b>11,9</b>
Abschreibungen	1.047	610	650	680	680	-41,7	6,6	4,6	0,0	-10,2
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>1.601</b>	<b>2.230</b>	<b>2.480</b>	<b>2.967</b>	<b>3.467</b>	<b>39,3</b>	<b>11,2</b>	<b>19,6</b>	<b>16,9</b>	<b>21,3</b>
Zinserträge	10	0	0	0	0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
Zinsaufwand	70	50	30	0	0	-28,6	-40,0	-100,0	0,0	-100,0
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-60</b>	<b>-50</b>	<b>-30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-16,7</b>	<b>-40,0</b>	<b>-100,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-100,0</b>
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>1.541</b>	<b>2.180</b>	<b>2.450</b>	<b>2.967</b>	<b>3.467</b>	<b>41,5</b>	<b>12,4</b>	<b>21,1</b>	<b>16,9</b>	<b>22,5</b>
Ertragssteuern	498	687	613	742	867	37,9	-10,8	21,1	16,9	14,9
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>1.043</b>	<b>1.493</b>	<b>1.838</b>	<b>2.225</b>	<b>2.600</b>	<b>43,2</b>	<b>23,0</b>	<b>21,1</b>	<b>16,9</b>	<b>25,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1.047	610	650	680	680	-41,7	6,6	4,6	0,0	-10,2
<b>Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)</b>	<b>1.601</b>	<b>2.230</b>	<b>2.480</b>	<b>2.967</b>	<b>3.467</b>	<b>39,3</b>	<b>11,2</b>	<b>19,6</b>	<b>16,9</b>	<b>21,3</b>
Adj. Anzahl der Aktien	2.500	2.750	2.750	2.750	2.750	10,0	0,0	0,0	0,0	2,4
<b>Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)</b>	<b>0,42</b>	<b>0,54</b>	<b>0,67</b>	<b>0,81</b>	<b>0,95</b>	<b>30,2</b>	<b>23,0</b>	<b>21,1</b>	<b>16,9</b>	<b>22,7</b>
<b>Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill</b>	<b>0,42</b>	<b>0,54</b>	<b>0,67</b>	<b>0,81</b>	<b>0,95</b>	<b>30,2</b>	<b>23,0</b>	<b>21,1</b>	<b>16,9</b>	<b>22,7</b>
<b>Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie</b>	<b>0,84</b>	<b>0,76</b>	<b>0,90</b>	<b>1,06</b>	<b>1,19</b>	<b>-8,5</b>	<b>18,3</b>	<b>16,8</b>	<b>12,9</b>	<b>9,3</b>

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	13	14e	15e	16e	17e	14	15e	16e	17e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
<b>Adj. Ergebnis nach Steuern</b>	<b>1.043</b>	<b>1.493</b>	<b>1.838</b>	<b>2.225</b>	<b>2.600</b>	<b>43,2</b>	<b>23,0</b>	<b>21,1</b>	<b>16,9</b>	<b>25,7</b>
+ Abschreibungen	1.047	610	650	680	680	-41,7	6,6	4,6	0,0	-10,2
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Cash Earnings</b>	<b>2.090</b>	<b>2.103</b>	<b>2.488</b>	<b>2.905</b>	<b>3.280</b>	<b>0,6</b>	<b>18,3</b>	<b>16,8</b>	<b>12,9</b>	<b>11,9</b>
- Veränderungen im Net Working Capital	-1.593	-1.303	-1.295	-1.038	-1.115	-18,2	-0,6	-19,9	7,4	-5,1
<b>= Operating Cash Flow</b>	<b>3.683</b>	<b>3.406</b>	<b>3.782</b>	<b>3.943</b>	<b>4.395</b>	<b>-7,5</b>	<b>11,0</b>	<b>4,2</b>	<b>11,5</b>	<b>4,5</b>
- Investitionen in Sachanlagen	2.500	1.750	1.550	1.400	1.400	-30,0	-11,4	-9,7	0,0	-13,5
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>1.183</b>	<b>1.656</b>	<b>2.232</b>	<b>2.543</b>	<b>2.995</b>	<b>40,0</b>	<b>34,8</b>	<b>13,9</b>	<b>17,8</b>	<b>26,1</b>
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	75	330	330	330	330	340,0	0,0	0,0	0,0	44,8
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	1.775	0	0	0	0,0	-100,0	0,0	0,0	-100,0
+ Bankverbindlichkeiten	-230	-200	-200	0	0	-13,0	0,0	-100,0	0,0	-100,0
<b>Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)</b>	<b>878</b>	<b>2.901</b>	<b>1.702</b>	<b>2.213</b>	<b>2.665</b>	<b>230,5</b>	<b>-41,3</b>	<b>30,0</b>	<b>20,4</b>	<b>32,0</b>

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

## Notizen

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

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### 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 § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw AG), Willich.**

**Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Rüdiger Holzammer, Finanzanalyst**

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

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die ifa systems AG.

Hinweisgem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Rüdiger Holzammer	16.12.2013	Kaufen	€ 5,58
Rüdiger Holzammer	10.3.2014	Kaufen	€ 8,77
Rüdiger Holzammer	7.1.2015	Kaufen	€ 9,60

### 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 textliche Änderungen.

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

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere 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.

**NEUTRAL:** 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:

4.5.2015

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

Schlusskurse vom 30.4.2015

#### 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, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der biw AG, 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 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben 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 § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG 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 biw AG 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 § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](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.**

© 2015 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

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

## \*\*) Glossar

ASCRS	American Society of Cataract and Refractive Surgery
ASOA	American Society of Ophthalmic Administrators
CAGR	Compound annual growth rate
CDSS	clinical decision support systems
DDSS	Diagnosis Decision Support Systems
DMP	Disease Management Program
ecPACS	Eye Care Picture Archive and Communication System
EDC	electronic data capture
e-Health	elektronische Informationstechnologie im Medizinbereich
EPA Medical Record	elektronische Patientenakte = EHR electronic Health Record = EMR el.
HIT	Health Information Technology
ICD	International Classification for Diseases Beispielsweise ICD-9 oder ICD-10 Standard
IMS	International Medical Standard, Steht für die Kombination von ICD-10, Meaningful Use und SNOMED
PACS	Picture Archive and Communication Systems
SNOMED	Systematized Nomenclature in Medicine
VNA	Vendor Neutral Archive