

## Basisstudien-update

Finanzanalyst

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

Bewertungsergebnis

### KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

### €8,77

(vormals € 5,58)

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

## Roadmap 2014! Indirekte Distribution, massive Neuenwicklungen

### ■ Q4/2013 - Jahresergebnis / Dividende 2013

Das von der ifa systems AG Ende Jan. 2014 berichtete, vorläufige Jahresergebnis lag innerhalb unseres Erwartungskorridors. Erfreulicherweise übertraf die Gesellschaft das prognostizierte EBIT und berichtete ein operatives Ergebnis i.H.v. € 1,57 Mio. für das Gesamtjahr, woraus sich T€ 595 für Q4/2013 ableiten lassen. Wir lagen bis dato noch bei rd. € 1,4 Mio. für das Gesamtjahr.

Die Unternehmensleistung lag im Gj. 2013 bei € 9,7 Mio. Wir gehen davon aus, dass die €10 Mio-Marke in diesem Jahr durchbrochen wird. Eine Dividenderhöhung ist aus unserer Sicht beschlossene Sache. Wegen des starken erwirtschafteten Cash-flows gehen wir davon aus, dass der Vorstand dem Aufsichtsrat vorschlagen wird, wieder auf das Dividendenniveau der Vorjahre zurückzukehren. Eine Verdreifachung (ca. 9-10 Cent) im Vergleich zum Vorjahr könnten wir uns vorstellen.

### ■ Indirekte Distribution greift in 2014

Im vergangenen Jahr leitete die Gesellschaft den Aufbau einer indirekten Distribution ein. Ziel ist es, die globalen Kunden enger zu betreuen, Installationen zu begleiten und zu warten. Das Mitgliedernetz der Distributions- und Installationspartner soll in der Endstufe 15 bis 20 Partner umfassen. Flächendeckend sollen sog. A-Kunden in den Regionen indirekt bedient werden, an welchen die ifa systems keine eigenen Stützpunkte unterhält.

### ■ Neue e-Health Entwicklungen, ICD-10<sup>\*\*</sup> Standard wird Pflicht in den USA

Die ifa systems als Pionier der Health Information Technology hat bereits alle geforderten Industrie- und Klinikstandards in den angebotenen Softwarelösungen umgesetzt. In den USA wird der gesamte Gesundheitssektor ab 1. Oktober 2014 auf den ICD-10 Standard wechseln müssen. Diese Auflage, welche sich lediglich mit dem Einsatz einer adäquaten Softwarelösung erfüllen lässt, stellt für alle Ärzte, Praxen und Kliniken in den USA eine besondere Herausforderung dar. Die ifa systems ist sehr gut darauf vorbereitet. Für deren Praxis- und Klinikgeschäft sollte sich dieser Umstellungsprozess im Geschäftsverlauf 2014/15 deutlich positiv niederschlagen.

### ■ Den fairen Wert der Aktie erhöhen wir auf €8,77. Wir vertreten für den Titel weiterhin das Votum „Kaufen“.

### Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. €) *	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2011	9,8	2,5	1,9	1,8	1,3	0,59	0,15	19,3%	13,2%
2012	10,4	1,5	1,0	0,9	0,6	0,23	0,03	9,2%	5,5%
2013e	9,7	2,1	1,6	1,5	1,2	0,49	0,09	16,2%	12,6%
2014e	10,4	2,5	1,9	1,8	1,4	0,58	0,12	17,8%	13,8%
2015e	11,8	3,0	2,4	2,3	1,8	0,74	0,12	20,0%	15,6%

Quelle: BankM Research, ifa systems AG

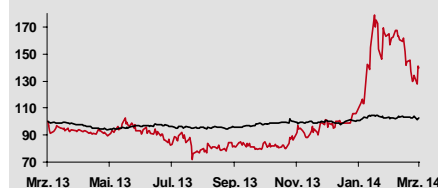
\*) G.-Leist. = Gesamtleistung

\*\*) Glossar s.S. 22

<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 2014</b>	23.4.2014
<b>Marktsegment</b>	Open Market
<b>Transparenzlevel</b>	Entry Standard

Finanzkennzahlen	2013e	2014e	2015e
EV/Umsatz	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA	7,7	6,7	5,4
EV/EBIT	10,4	8,8	6,9
P/E bereinigt	13,0	11,0	8,6
Preis/Buchwert	1,1	1,0	0,9
Preis/FCF	10,4	9,8	9,1
ROE	8,4	9,1	10,6
Dividendenrendite (%)	0,5	1,4	1,9

<b>Anzahl Aktien</b> (Mo. Stück)		2,50 Mio.	
<b>Marktkap. / EV</b> (Mo. €)		15,9 / 16,4	
<b>Free float</b>		49,60%	
<b>Ø tägl. Handelsvol.</b> (3M, in €)		85.000 €	
<b>12 Monate hoch/tief</b> (XETRA-Schluss)		€ 7,75 / 2,99	
<b>Kurs 4.3.2014</b> (XETRA-Schluss)		€ 6,37	
<b>Performance</b>	1M	6M	12M
absolut	-13,4%	70,0%	44,5%
relativ	-7,0%	82,0%	48,1%
<b>Vergleichsindex</b>	Entry All Share		



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

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.

**INHALT**

<b>INHALT</b>	<b>2</b>
<b>INVESTITIONSKRITERIEN</b>	<b>3</b>
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>4</b>
<b>QUARTALSERGEBNISSE</b>	<b>5</b>
<b>AKTUELLE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG</b>	<b>6</b>
Indirekte Distribution	6
Produktentwicklungen	6
CDSS - Clinical Decision Support Systems	7
Wissensbasierende Software-Generation IMS	8
ICD-10	9
<b>RELEVANTE MÄRKTE UND MARKTPOTENTIAL</b>	<b>9</b>
Europa	10
USA	11
China	11
Asien/Pazifik	12
<b>BEWERTUNG / KAPITALMARKTBETRACHTUNG</b>	<b>12</b>
Peer Group	15
Free Cash-Flow Betrachtung	16
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>18</b>
Bilanz und Bilanzprognose	18
GuV-Rechnung und Prognose	19
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGS AUSSCHLUSS</b>	<b>20</b>

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

## INVESTITIONSKRITERIEN

- Das Basis-Geschäftsmodell (Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse) erfuhr in den vergangenen Jahren permanente Zuwächse. Dieser Trend wird auch in Zukunft anhalten. Die Gesellschaft deckt hierüber nun knapp 80% ihrer Fixkosten im Unternehmen ab.
- Nach Abschluss der Investitionsphase im Zusammenhang mit der globalen Markterschließung (2009 bis 2012) gehen wir davon aus, dass der Aufsichtsrat die Dividende wieder anheben wird. Im vergangenen Geschäftsjahr wurden 3 Cent/Aktie ausgeschüttet; wir rechnen in diesem Jahr mit einer Verdreifachung der Dividende verglichen zum Vorjahr. Der robuste Cash-Flow wirkt unterstützend auf die Dividendenpolitik.
- Das Unternehmen arbeitet seit Gründung profitabel und bezahlt seitdem den Anteilseignern eine Dividende. Die Gesellschaft sieht vor, mind. 25% des Reingewinns an die Aktionäre auszuschütten.
- Der US Gesundheitsmarkt wird z.Zt. mit dem Industriestandard ICD-10 konfrontiert, welcher ab 1.10.2014 Pflicht für alle Ärzte und Kliniken sein wird. Gerade im Bereich der Nomenklatur und Standardisierung (auch ICD-10) ist die ifa system ein Pionier am Markt. Sie wird auch von der Umstellung auf ICD-10 profitieren.
- Die ifa systems hat sich im Markt für Health Information Technology (HIT) für die Anwendung bei größeren Augenarztpraxen und Augenkliniken positioniert, in einem Segment, welches im klinischen Umfeld hohe Anforderungen an wissensbasierte Datenbanken stellt. In diesem Subsegment profitiert ifa systems vom Branchenwachstum und der hohen Ertragskraft dieser Facharztgruppe am stärksten.
- 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.
- Die ifa systems unterscheidet sich von anderen Wettbewerbern, vor allem am internationalen Markt, durch ihr e-Health Know-How, den wissensbasierten Datenbanken und den Behandlungspfaden (clinical decision support systems), welche die Gesellschaft über viele Jahre hinweg aufgebaut hat. Ebenso bietet kein Wettbewerber am Markt eine so hohe Anzahl an Geräteschnittstellen an, für die eine Anschlussgarantie besteht.

## SWOT-ANALYSE

### Stärken

- Führende Marktposition in einem Nischenmarkt (Ophthalmologie- oder Eyecare-Software) mit sehr hohen Markteintrittsbarrieren (spezielles Know-How in den Bereichen e-Health, im großvolumigen Projektgeschäft und mit komplexen Schnittstellen zu Geräteanbindungen).
- Klinische Ausrichtung durch Terminologie Datenbanken und CDSS Systeme ist ein hohes Differenzierungsmerkmal.
- Hohe Sicherheit mit überdurchschnittlicher Rendite durch regelmäßige Vertragsumsätze. Obligatorische Runtime-Lizenzen decken mittlerweile knapp 80% der Fixkosten des Unternehmens ab.
- Runtime-Lizenzen tragen nachhaltig zum Umsatz und Ergebnis bei.
- Komfortable Finanzsituation, d.h. keine nennenswerten Bankverbindlichkeiten in einem stabilen Aktionärskreis. Regelmäßiger positiver monatlicher Cash-flow.
- Die Gesellschaft mit ihren Tochterunternehmen verfügen über integrierte Lösungen der EPA, über Telemedizin, bis hin zu webbasierten klinischen Studien. Weitere Expansionsmöglichkeiten im Bereich „Life-Science“ der Augenheilkunde.

### Schwächen

- Nischenmarkt, der im Inland (Deutschland) ein lediglich begrenztes Potenzial von derzeit ca. 25 Mio. Euro bietet.
- Abhängigkeit von qualifizierten Mitarbeitern, um das derzeitige Produktivitäts- und Qualitätsniveau zu erhalten.

### Chancen

- Der internationale Markt mit einem vielfachen Potenzial im Vergleich zum nationalen Markt bietet auch langfristig große Expansionsmöglichkeiten.
- Vorgaben im Gesundheitswesen zum Einsatz von Clinical Decision Support Systems werden neue Wachstumsfelder im Bereich Wissenstransfer und Terminologie-Datenbanken schaffen.
- Zusätzliche Möglichkeiten für Telemedizin durch die neue IT- und Kommunikationsinfrastruktur. Besonders im Eyecare-Bereich gibt es hier jetzt schon attraktive Projektansätze.
- Die Übertragung der Leistungen und Produkte des Unternehmens auf andere medizinische Fachgebiete ist wegen der inhaltsbasierten Ausrichtung möglich (Beispiel: HSQM-Software (Hygiene-, Sicherheits- und Qualitäts-Management), EPA).

### Risiken

- Abhängigkeit vom Gesundheitswesen und dessen Finanzierbarkeit in der Zukunft.
- Internationales Projektgeschäft birgt hohe Risiken in sich; Asiatische Märkte haben komplexe Wettbewerbsstrukturen. Hinzu kommen hohe Sprachbarrieren (bspw. China).
- Hohe Produktivität kann ggf. bei weiterer Expansion nicht durchgehalten werden. Deshalb muss es zeitweilig zu „Normalisierungen“ der Margen kommen.
- Konkurrenten mit hohen finanziellen Ressourcen könnten branchenübergreifendes Modul einer „elektronischen Gesundheitskarte“ oder einer elektronischen Patientenakte kurzfristig zu weitaus geringeren Kosten am Markt anbieten und einen Preis-/Margen Kampf auslösen.

## Quartalsergebnisse

Vor dem Hintergrund der Ende Januar gemeldeten Ergebnisentwicklung für Q4/2013 haben wir die Quartalsergebnisse leicht angehoben. Wir rechnen jetzt mit einem EBIT auf Jahresbasis von € 1,575 Mio. und einem Jahresüberschuss i.H.v. € 1,2 Mio. Dies entspricht einem GpA von 49 Cent im Geschäftsjahr 2013.

Die positive Entwicklung ist das Resultat reduzierter Markterschließungskosten, die das Ergebnis des Vorjahres stark schmälerten. Insgesamt ist jedoch der Trend einer höheren Profitabilität an den Quartalsentwicklungen zu erkennen.

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr sind bislang noch unverändert, obwohl sich, bedingt durch regulatorische Änderungen am Markt (Umstellung auf Standard ICD-10 in den USA) für die ifa systems hervorragende Chancen ergeben. Wir werden diese Marktentwicklung in Q3/2014 erneut bewerten.

**Höhere Ertragsstärke  
reduzierte Markt-  
erschließungskosten  
und verbesserte operative  
Margen**

### Quartalsvergleich 2011

in €('000) bis auf GpA	12M 2010	%-ual z. Vj.	Q1/11 zum Vorjahr	%-ual	Q2/11 z. Vj.	%-ual	Q3/11 z. Vj.	%-ual	Q4/11 z. Vj.	%-ual	2011	%-ual v. Umsatz
Gesamtleistung	7.440	10,1%	1.740	28,9%	1.850	19,4%	2.230	35,2%	3.985	37,9%	9.805	100,0%
EBIT	1.699	49,7%	270	35,0%	290	20,8%	390	34,5%	943	-2,7%	1.893	19,3%
Periodenergebnis GpA (in ct.)	1.247	61,5%	185		199		267		646		1.298	13,2%
	0,68		0,08		0,09		0,12		0,29		0,59	

### Quartalsvergleich 2012

in €('000) bis auf GpA	12M 2011	%-ual z. Vj.	Q1/12 zum Vorjahr	%-ual	Q2/12 z. Vj.	%-ual	Q3/12 z. Vj.	%-ual	Q4/12 z. Vj.	%-ual	2012	%-ual v. Umsatz
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 GpA (in ct.)	1.298	4,1%	79		151		187		155		573	5,5%
	0,59		0,03		0,06		0,07		0,06		0,23	

### Quartalsvergleich 2013

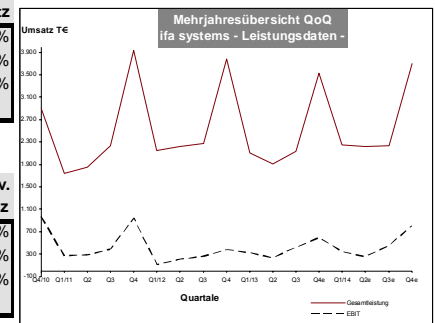
in €('000) bis auf GpA	12M 2012	%-ual z. Vj.	Q1/13 zum Vorjahr	%-ual	Q2/13 z. Vj.	%-ual	Q3/13 z. Vj.	%-ual	Q4/13 z. Vj.	%-ual	2013	%-ual v. Umsatz
Gesamtleistung	10.434	6,4%	2.110	-1,9%	1.910	-14,0%	2.140	-6,1%	3.550	-6,2%	9.710	100,0%
EBIT	958	-49,4%	325	195,5%	235	11,9%	420	61,5%	595	57,4%	1.575	16,2%
Periodenergebnis GpA (in ct.)	573	-55,9%	234		169		338		479		1.220	12,6%
	0,23		0,09		0,07		0,14		0,19		0,49	

### Quartalsprognose 2014\*)

in €('000) bis auf GpA	12M 2013	%-ual z. Vj.	Q1/14e zum Vorjahr	%-ual	Q2/14e z. Vj.	%-ual	Q3/14e z. Vj.	%-ual	Q4/14e z. Vj.	%-ual	2014e	%-ual v. Umsatz
Gesamtleistung	9.710	-6,9%	2.250	6,6%	2.220	16,2%	2.240	4,7%	3.700	4,2%	10.410	100,0%
EBIT	1.575	64,4%	340	4,6%	255	8,5%	445	6,0%	810	36,1%	1.850	17,8%
Periodenergebnis GpA (in ct.)	1.220	113,1%	245		184		358		651		1.438	13,8%
	0,49		0,10		0,07		0,14		0,26		0,58	

Quelle: Quartalsmeldungen ifa systems AG; Prognosen: BankM

\*) Quartalsergebnisse beinhalten Konsolidierungseffekte



Quelle: Quartalsberichte ifa systems, BankM Research

In den USA (ifa united i-tech + Inoveon) ist das Geschäftsvolumen i.H.v. rd. € 2,6 Mio. bislang etwas zurück geblieben. Grund dafür ist die in 2013 verschobene Einführung des neuen digitalen Diagnoseschlüssels ICD-10 auf Q4/2014. Die erwartete gesteigerte Nachfrage wird sich deshalb auf Mitte 2014 einstellen. Ähnliches gilt für die zweite Einführungsphase des EHR Incentivierungs-Programms, welches auf Ende 2014 verschoben wurde.

Insgesamt konnte die ifa systems die Umsätze und Deckungsbeiträge mit anderen internationalen Projekten kompensieren.

**Geschäft in den USA  
ist zurückgeblieben  
wird jedoch in diesem  
Jahr wegen verpflichtender  
Einführung von  
ICD-10 wieder aufholen**

## Aktuelle Unternehmensentwicklung

**Unternehmensentwicklung sieht viele weitere Produktentwicklungen im Bereich Life Science vor so wie Ausbau der indirekten Distribution**

**Indirekte Distribution mit 15 bis 20 Partnern. Betreut werden A-Kunden in den Regionen in welchen keine ifa-Stützpunkte sind**

**Qualität der EPA profitiert von der Konvergenz der Digitalisierung und Kommunikation**

Nach durchgeführter internationaler Markterschließung hat die Gesellschaft im Zuge der weiteren Unternehmensentwicklung zwei maßgebliche Themen für die kommenden 2 bis 3 Jahren vor Augen: Ausbau der indirekten Distribution und weitere Produktentwicklungen.

### Indirekte Distribution

Bereits im vergangenen Geschäftsjahr selektierte das Management indirekte Distributionspartner in Regionen, an welchen sie einerseits nicht vertreten ist und andererseits Referenzprojekte (A-Kunden) zu betreuen sind. Noch in diesem Jahr wird die Gesellschaft mit insgesamt 15 bis 20 Partnern global arbeiten. Die Distributionspartner werden für die ifa systems Wartungsarbeiten übernehmen, Lösungserweiterungen begleiten und z.T. Neukunden akquirieren.

Der Schwerpunkt wird auf große Augenkliniken mit mehr als 10 Ärzten bzw. einem Projektvolumen ab T€ 150 gelegt. Der Einstieg erfolgt i.d.R. mit dem Eye Care Picture Archive and Communication System (ECPACS), welches sich sehr einfach in ein Krankenhaus-Informationssystem einbinden lässt. Ein weiterer Produktansatz über die indirekte Distribution ist die EPA light. Mit einem geringen Adaptionaufwand lässt sich diese Lösung auf die ifa systemintegrierte EPA ausbauen.

Der Übergang zur teilweisen indirekten Distribution ist nach der internationalen Markterschließung ein konsequenter Schritt und aus unserer Sicht schon längst überfällig. Nur so können die hochentwickelten Arzt- und Kliniklösungen der ifa systems stärker skaliert werden. Es bleibt nun abzuwarten, in wie weit geeignete Partner unter Vertrag genommen werden können und wie das praktizierte Incentivierungssystem das weitere Wachstum und die Margen beeinflusst.

Erste positive Erfahrungen hat die Gesellschaft mit dem Pilotprojekt an der Universitätsaugenklinik Peking (PKUPH) gemacht, welches sie mit einem Partner durchführt. Mit diesem Projekt wird ein Standard für Augenkliniken des Staates und der Provinzen in China entwickelt. In Folge Hieraus ergab sich dann auch eine weitere Testinstallation im führenden Militärkrankenhaus in Beijing.

### Produktentwicklungen

Als spezialisierter Anbieter ist die gesamte Angebotspalette so wie das Produkt- und Lösungsprofil der ifa systems auf die Facharztgruppe der Augenärzte zugeschnitten.

Auf diesem Gebiet ist die Gesellschaft international führend im Markt und setzt hierbei Industriestandards. Schon vor diesem Hintergrund ergibt sich aus der am Markt führenden Rolle die Notwendigkeit der ständigen Produktinnovation und Weiterentwicklung. Stillstand würde einen Rückschritt für die ifa systems mit sich bringen.

Die Digitalisierung von Daten und die weiterentwickelten Kommunikationswege führen zu einer zunehmenden Konvergenz der Digitalisierung und Kommunikation. Dieses Phänomen ist zurzeit der wichtigste Ansatz für die Steigerung der klinischen Qualität und der Verbesserung der Rentabilität der medizinischen Leistungen. Der Begriff „e-Health“ als Sammelbegriff steht für verschiedene Konzepte und Systeme, die Ärzten und Patienten Vorteile und Nutzen durch Digitalisierung der Daten und Nutzung des Internets bringen können.

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



Der zentrale Baustein klinischer Anwendungen der Health-IT ist die elektronische Patientenakte (EHR) - Electronic Health Record, die alle Patientendaten mit Befunden, Diagnosen, Therapien und Behandlungsplänen enthält. Das finale Ziel der EPA ist die papierlose Praxis bzw. Klinik. Die Komplexität klinischer Daten und deren effiziente Erfassung stellt eine besondere Herausforderung dar.

Die ifa systems konzentriert derzeit ihre Entwicklungspläne auf die stetige Optimierung der elektronischen Patientenakte und deren Integrationsfähigkeit als zentrales Instrument der Datensammlung, der medizinischen Diagnose, der Therapiepfade, der Behandlungspläne und der Weiterverarbeitung.

Voraussetzung hierfür ist es, eine möglichst vollständige und kompatible Infrastruktur der Subsysteme zu schaffen, wie:

- Medizinische Bilddatensysteme (PACS = Picture Archive and Communications Systems)
- Schnittstellenkomponenten (Middleware / Interfaces)
- Computerbasierte Systeme zur klinischen Entscheidungsunterstützung (CDSS)
- Telemedizinische Anwendungen
- Webbasierte Krankheitsregister und Qualitätssicherungssysteme (Disease Registries)
- Computerunterstützte wissenschaftliche Forschung (mit EDC = Electronic Data Capturing)
- Qualitätsmanagement-Systeme in der Medizin

Die ifa systems entwickelt auf allen Gebieten, um eine möglichst komplette elektronische Gesundheitsakte (EHR/EPA) der Ärzteschaft in der Ophthalmologie vorhalten zu können. Die ifa-EPA ist modular aufgebaut und kann je nach Bedarf auf das gewünschte Anwendungsspektrum durch Zubuchungen der verschiedenen Module skaliert werden.

Nachfolgend stellen wir einige Entwicklungsprojekte von besonderer Relevanz heraus:

## **CDSS - Clinical Decision Support Systems**

Die ifa systems hat das bislang einzigartige System für das Zusammenwirken der elektronischen Patientenakte und eines professionellen Systems zur Entscheidungsunterstützung in der Ophthalmologie entwickelt. Dabei werden sowohl offizielle medizinische Leitlinien wie auch eigene Analysen aus der Zusammenarbeit mit Augenärzten weltweit implementiert. Die ifa Gruppe baut ihr Know-how im Bereich der Life Science in Augenheilkunde, d.h. CDSS bzw. DDSS (Diagnosis Decision Support Systems) ständig aus. Es ist vorgesehen die 15 Referenzkliniken, welche ifa Lösungen verwenden auch untereinander mit CDSS zu vernetzen.

Der Entwicklungstrend der ifa Gruppe ist deswegen richtungweisend, da per Definition der höchste Entwicklungsgrad der elektronischen Patientenakte (EHR) = CDSS ist.

Durch digitale Wissensdatenbanken können diese medizinischen Fortschritte direkt im Behandlungsablauf zur Verfügung gestellt werden. Dazu werden die elektronische Patientenakte (EPA) und ein sogenanntes CDSS eingesetzt. Die Daten eines Patienten (Anamnese, Befunde, klinische Testergebnisse etc.) wer-

**Optimierung der EPA und Integration von e-Health Systemen ist primäres Entwicklungsziel**

**ifa-EPA ist hoch skalierbar**

**Ständiger Ausbau im Bereich Life Science der Augenheilkunde**

**Höchster Entwicklungsgrad der EPA/EHR = CDSS**

den dazu direkt in die digitale Akte eingegeben und hinsichtlich möglicher Diagnosen und Therapien analysiert. Diese werden dann dem Arzt zusammen mit weiterführenden Informationen am Bildschirm angeboten. Die medizinische Entscheidung bleibt jedoch weiterhin beim Arzt. Dieser kann die Behandlungsplanung auf der Grundlage gesicherter und aktueller Informationen treffen.

### Wissensbasierende Software-Generation IMS

Wegen der einschneidenden Änderungen im US Gesundheitswesen fasst die ifa systems nun drei Anforderungskataloge für amerikanische Ärzte zusammen und führt dort die wissensbasierte Software-Generation IMS ein.

IMS steht für die Kombination von **ICD-10, Meaningful Use und SNOMED**. Diese drei Anforderungskataloge für Ärzte in den USA leiten einen Paradigmenwechsel im US Gesundheitswesen ein. Ab dem 1. Oktober 2014 müssen alle Patientendaten nach standardisierten Terminologien dokumentiert werden. Damit soll die Transparenz und Qualität medizinischer Leistungen verbessert werden.

Health-IT kann nur so effizient wie die genutzte klinische Datenstruktur sein. Deshalb kommen Terminologiestandards hohe Bedeutung zu. Sie erlauben sprachübergreifende Übertragung von Wissen und ermöglichen eine Kommunikation zwischen den Fachleuten (beispielsweise Ophthalmologen unterschiedlicher Institutionen und in unterschiedlichen Ländern).

Die wichtigste standardisierte Terminologie in der Medizin ist SNOMED (Systematisierte Nomenklatur in der Medizin). Ziel von SNOMED ist es, medizinische Beobachtungen und Aussagen so zu indizieren, dass die inhaltlichen Elemente der Dokumentation vollständig erfasst sind. Dadurch können klinische Suchanfragen (beispielsweise zur Qualitätssicherung und zur Diagnoseunterstützung) mit hoher Präzision und Relevanz beantwortet werden. SNOMED Clinical Terms enthält etwa 800.000 strukturierte Begriffe in verschiedenen Beobachtungskategorien.

In der Augenheilkunde mit ihren medizinischen Spezialgebieten werden über 20.000 Bezeichnungen im klinischen Alltag eingesetzt. In einer akademischen Augenklinik werden zwischen 8.000 und 12.000 Codes und in einer einfachen Augenarztpraxis zwischen 2.000 und 2.500 klinische Terminologie-Sätze benötigt und eingesetzt. Werden die Daten strukturiert erfasst (Meaningful Use), so können sie anschließend zur Diagnose und Entscheidungsunterstützung ausgewertet werden (siehe auch CDSS = Clinical Decision Support Systems).

Mit der strukturierten Elektronischen Patientenakte eng verbunden ist die Koordination klinischer Behandlungspfade. Dabei werden bei bestimmten Leitsymptomen oder Besuchsgründen Abläufe für Untersuchungen und Therapien von dem Computer-System vorgeschlagen.

Die ifa systems AG Gruppe hat seit 1994 die Eye-Care-spezifische Terminologiedatenbank mit internationalen Spezialisten entwickelt. Diese Datenbank steht in wesentlichen Teilen in den verschiedenen Landessprachen zur Verfügung und ist eine wesentliche Grundlage des Erfolgs der ifa Health-IT-Projekte.

Die klinischen Objekte sind kompatibel mit der SNOMED-Nomenklatur und können mit einer offiziellen Standarddatenbank verknüpft werden. Diese Funktionalität ist eine Anforderung innerhalb des US Förderprogramms zur Einführung der Elektronischen Patientenakte.

Die jeweils aktuellen ICD-Kataloge (International Classification of Diseases) sind inzwischen Bestandteil der SNOMED Datenbanken und ebenfalls Bestandteil der ifa EPA-Anwendungen.

Die Nutzung der standardisierten Terminologie ersetzt weitgehend die Eingabe beschreibender Texte, die in einfachen und preiswerten EPA-Systemen einge-

**IMS leitet einen Paradigmenwechsel im US Gesundheitswesen ein**

**Erfolg der ifa-EPA liegt in der Kombinierbarkeit proprietärer Terminologiedatenbanken und der SNOMED-Nomenklatur**



setzt werden. Im Vergleich zu Freitexteingaben über eine Tastatur kann mit der Verwendung standardisierter Terminologie Datensätze, die per Maus „angeklickt“ werden, bis zu 80 % bei der Erfassung klinischer Patientendaten optimiert, d.h. eingespart werden. Diese strukturierten Objekte sind auch Grundlage zur Erfüllung der Meaningful Use Kriterien.

## ICD-10

Die im vergangenen Jahr verschobene Einführung eines neuen digitalen Diagnoseschlüssels (ICD 10 - International Classification for Diseases) wird nun per Termin 1.10.2014 in den USA verpflichtend für jeden Arzt umgesetzt. Demnach müssen Arztpraxen per Q4/2014 mit rd. 70.000 Diagnoseschlüsseln arbeiten anstatt mit den bisher gewohnten rd. 13.000 Begriffen nach ICD-9.

Die jeweils aktuellen ICD-Kataloge sind inzwischen Bestandteil der ifa-SNOMED Datenbanken und ebenfalls Bestandteil der ifa EPA-Anwendungen.

Es sind nicht nur die Kosten der Einführung des ICD-10 Standards für die Ärzte, auch erhebliche Einbußen der Erstattungsansprüche drohen den Praxen, die nicht rechtzeitig auf den neuen Standard wechseln.

Die Einführungskosten liegen bei rd. \$ 85.000 bei Praxen mit 3 Ärzten bis ca. € 2,7 Mio. bei Praxen/Kliniken mit 100 Ärzten. Doch die Investition zahlt sich für die Ärzteschaft wegen des hohen Verlustpotentials in der Abrechnung aus. Bis zu 0,5% einer Abrechnung verliert die Praxis in der Kostenerstattung, falls sie zukünftig nicht auf den ICD-10 Standard wechselt. Dies sind \$ 80.000 bei einem Jahres-Honorarumsatz von \$ 15 Mio. Die entsprechende Softwarelösung amortisiert sich in der Arztpraxis somit in gut einem Wirtschaftsjahr.

**ICD-10 Standard mit rd. 70.000 Diagnoseschlüsseln wird per 1.10.2014 Pflicht für jede Praxis in USA**

**Die ifa-EPA verfügt schon seit Jahren über ICD-10 Standards Die ifa ist bestens vorbereitet, US Anwender zu neuen Standard zu begleiten**

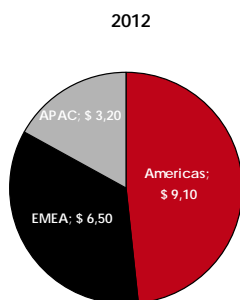
## Relevante Märkte und Marktpotential

Die ifa systems erzielte im Geschäftsjahr ca. 48% der Umsätze in der Gruppe im Ausland. Der Deutsche Markt trägt demnach noch zu 52% am Gesamtumsatz bei.

Das Leistungsangebot ist, abgesehen vom heimischen Markt, auf große Einrichtungen wie Augenkliniken oder ambulante Praxis-Kliniken ausgerichtet. In Deutschland bedient die Gesellschaft Augenarztpraxen ab 3 Kollegen, jedoch auch Spezialkliniken und Krankenhäuser. Die Kundenstruktur ist historisch gewachsen. Entsprechend definiert die Gesellschaft ihre globalen Märkte, aus denen sich das Marktpotential ableiten lässt in Europa, USA, China, Asien/Pazifik und anderen Regionen.

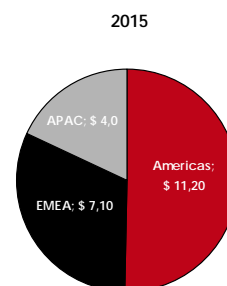
**Die ifa systems erzielt 48% der Umsätze im Ausland; 52% im Inland. Zielkunden sind Augenkliniken und ambulante Einrichtungen**

Globaler Markt EPA/EHR (in US\$ Mrd.)



Geschätztes Wachstum (CAGR)

Global:	5,5%
EMEA:	3,3%
Americas:	7,1%
APAC:	7,7%



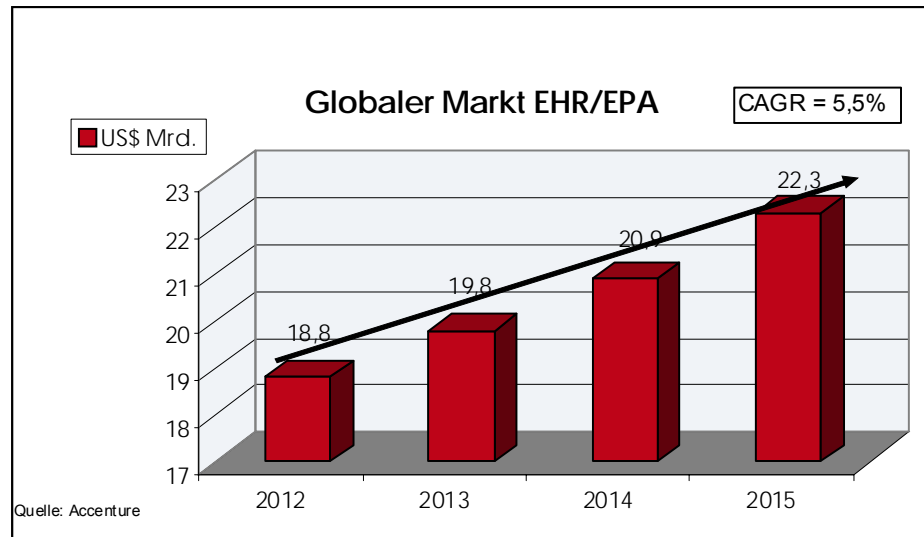
Quelle: Accenture

APAC = Asia/Pacific

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

**Globaler Markt für EPA beträgt €20 Mrd. CAGR = 5,5%; Hohes Wachstum in Americas und Asien**

Der Markt für die elektronische Patientenakte (EPA/EHR) hat zwischenzeitlich ein weltweites Volumen von knapp € 20 Mrd. erreicht. Gemäß einer Erhebung von Accenture wächst der globale Markt jährlich um 5,5% (CAGR). Besonders starkes Wachstum wird in den Regionen „Americas“ = 7,7% und Asien = 7,7% innerhalb der kommenden 3 Jahre erwartet.



**EPA Wachstum und robustes ifa Geschäftsmodell skizzieren weiteres Wachstum der ifa systems im 5-Jahres-horizont**

Allein vor dem Hintergrund der starken Märkte, auf denen die ifa systems auftritt, ist aus unsere Sicht nicht zu erwarten, dass das Wachstum der Gesellschaft in den kommenden 3-5 Jahren rückläufig sein wird. Bedingt durch das robuste Geschäftsmodell, verbunden mit den attraktiven Produkten sehen wir die ifa systems sehr gut positioniert und insgesamt als Wachstumsgesellschaft auf dem richtigen Kurs.

## Europa

Hinsichtlich der Qualitätsansprüche erkennen wir in Europa ein Nord-Süd Gefälle. Die DACH-Länder, BeneLux und Skandinavien haben hohe Ansprüche an das Gesundheitssystem, wogegen der Qualitätsanspruch in den Süd-Regionen abnimmt.

Der Markt für Health-IT wird mit einem Wachstum von rd. 5% prognostiziert, die südeuropäischen Länder werden stagnieren. Als Produkt steht die elektronischen Patientenakten zumindest in den Nordeuropäischen Ländern im Vordergrund. Der öffentliche Sektor wird wegen wachsender Regulierung im Gesundheitsbereich auch für die ifa systems interessanter.

Neben der Elektronischen Patientenakte werden auch Krankheitsregister und konzertierte Disease-Management-Programme (DMP) gefördert werden.

Mit den Applikationen der integration AG wird das EUREQUO-Projekt, das größte IT-Projekt in der internationalen Ophthalmologie, seit 4 Jahren umgesetzt. Im Januar 2014 ist die Studie zu neuen Technologien in der Katarakt-Chirurgie gestartet worden. Die ifa systems AG Gruppe hat die Register-Software entwickelt und ist auch exklusiver Partner der webbasierten IT-Infrastruktur im EUREQUO-Projekt.

**Relevanter Markt der ifa ist Nord-Europa; Gesellschaft ist in Referenzprojekte EUREQUO als exklusiver IT-Partner eingebunden**

## USA

Seit Verabschiedung des Gesetzes mit dem Förderprojekt zur Einführung der Elektronischen Patientenakte und darauf basierenden Systemen ist der amerikanische HIT-Markt deutlich attraktiver geworden. Insgesamt stellt die US Regierung im Rahmen des American Recovery and Reinvestment Acts ca. 24 Milliarden US-Dollar in fünf Jahren zur Verfügung. Davon entfallen auf den ophthalmologischen Markt ca. 2,4 % entsprechend etwa US\$ 580 Mio.

Gemäß einer Erhebung von Accenture wächst der US Markt im 3-Jahreshorizont mit ca. 7,1% CAGR.

Das Projekt ist langsamer angelaufen als von der US-Regierung erwartet. Wegen der schleppenden Annahme seitens der Ärzteschaft reagierte die US-Regierung mit Verschiebungen der Einführfristen. Der Diagnoseschlüssel ICD-10 wurde um 12 Monate, die zweite Einführungsphase des EHR Incentive Programms sogar um 18 Monate verschoben.

Der amerikanische Markt wird unter Qualitätsgesichtspunkten vorbildlich durch qualifizierte Health-IT-Standards reguliert. Systeme, die öffentlich gefördert werden sollen, müssen anfänglich zertifiziert und in den Folgejahren neu zertifiziert werden. Dies setzt zunehmend hohe Marktpräsenzbarrieren, welche den etablierten Anbietern wie der ifa systems AG Gruppe, zugute kommen.

In der Telemedizin werden in den USA Fortschritte gemacht. Mit Einführung der EPA stehen strukturierte Daten für den Austausch im Co-Management von Medizinern zur Verfügung.

**Der US Markt ist der bedeutendste in der Health-IT; Fördermittel stehen i.H.v. \$ 24 Mrd. zur Verfügung, in der Augenheilkunde \$ 580 Mio.**

**US Förderprogramm ist langsamer angelaufen als erwartet; ICD-10 wird ab Q4/2014 Pflicht**

## China

Die neue chinesische Regierung räumt dem Gesundheitswesen in ihrem 5-Jahres-Plan eine hohe Priorität ein. In diesem Zusammenhang wird Health-IT - ähnlich wie in den USA - von der Regierung stark gefördert.

Nach einer Veröffentlichung des Gesundheitsministeriums in Neuseeland zur Health-IT-Entwicklung in Asien, sind die Health-IT-Investitionen in China in 2011 um 34 % auf 3,4 Milliarden US-Dollar gestiegen. Bislang machen die Investitionen für Health-IT etwa 0,6 % des Umsatzes chinesischer Kliniken aus. Innerhalb des 5-Jahres-Plans wird dieser Anteil gem. Angabe des Chinesischen Gesundheitsministeriums auf 1,5 % bis 1,8 % erhöht.

Produktseitig beginnen Kliniken erst jetzt mit der Einführung von elektronischen Patientenakten (EPA) und klinischen Systemen für die Entscheidungsunterstützung der Ärzte. Bislang beschränkten sich Krankenhausinformationssysteme lediglich auf für die Verwaltung einschließlich der Medikamente.

Die Produktivität chinesischer Augenkliniken liegt im Vergleich zu den Standards in Westeuropa weit zurück. Es fehlen Systeme für das klinische Workflow-Management und digitale Leitlinien für die optimale Behandlung der Patienten.

Chinesische Anbieter von Krankenhaus- und Health IT-Systemen verfügen nicht über die notwendige Erfahrung moderner Datentechnik. Solcherlei Leistungen müssen extern bezogen werden.

Das Gesundheitsministerium in Beijing geht jedoch davon aus, dass der Anschluss an das internationale Healthcare Niveau in 10 bis 12 Jahren in Zusammenarbeit mit internationalen Anbietern erreicht werden kann.

**Der Health-IT Markt in China birgt enormes Potential. Wachstumsraten > 30% sind möglich. EPA ist Einstiegsprodukt**

**Gesundheitssektor beabsichtigt, den Rückstand binnen 10 Jahren aufzuholen. ifa systems ist bereits in ein Pilotprojekt an der PKUPH in Peking eingebunden**

Vor diesem Hintergrund wurde die ifa systems vor 2 Jahren eingeladen, ein Referenzprojekt in Begleitung der Gesundheitsbehörden durchzuführen, um die EPA eingebunden in ein Krankenhausinformationssystem an der Universitätsaugenklinik in Peking (PKUPH) durchzuführen. Das Pilotprojekt befindet sich derzeit in der Abschlussphase. Mit Umsetzung des Projekts, an dem im Joint-Venture vier ifa Mitarbeiter beteiligt waren, konnte die Gesellschaft einen Standard für Augenkliniken in China setzen. Der Projektwert beträgt knapp € 1 Mio. Die ifa systems geht davon aus, dass sie weitere Projekte in ähnlicher Dimension dort erhält.

### **Asien/Pazifik**

Der asiatisch-pazifische Markt (ex China) bietet für die ifa systems ein hohes Potential an Health-IT Systemen. Australien, Neuseeland, Singapur, Taiwan und Süd-Korea haben einen hohen Anspruch an die Medizinische Versorgung und an die Health IT. In dieser Region kommen für die ifa systems jedoch nur Projekte mit sog. A-Kunden in Frage.

Ähnlich wie in China besteht in vielen asiatischen Ländern der Anspruch nach einer Benutzeroberfläche in der jeweiligen Landessprache. Bilinguale Systeme, die internationale Standards mit den asiatischen Sprachen verbinden, sind Voraussetzungen für erfolgreiche Markteinführungen.

## **BEWERTUNG / KAPITALMARKTBETRACHTUNG**

Die ifa systems hat zwischenzeitlich ein international geprägtes Geschäft: ifa Health-IT Lösungen sind an vielen prominenten Kliniken in Asien, im mittleren Osten und neben Europa auch in Nord- und Südamerika installiert. Die internationale Markterschließung wurde im vergangenen Jahr abgeschlossen.

Wir möchten dem heute vorhandenen internationalen Profil der Gesellschaft Rechnung tragen. Die Gesellschaft tritt zwischenzeitlich in den Ausschreibungen gegen einen weitaus größeren Wettbewerb an als dies noch vor 3 Jahren der Fall war.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere bislang überwiegend deutsch geprägte peer group auf US amerikanische Anbieter im Health-IT Bereich ausgedehnt. Aufgenommen haben wir die Unternehmen:

- **Allscripts Healthcare, LLC**
- **Quality Systems, Inc.**
- **Merge Healthcare Inc.**

Diese Unternehmen, wengleich wesentlich größer als die ifa systems AG, trifft die Gesellschaft regelmäßig in den Angebotsverfahren als Wettbewerber. Die Größe der Unternehmen sollte insofern relativiert werden können, weil aus den genannten Wettbewerbern lediglich ein Geschäftsbereich bzw. eine Tochtergesellschaft im Sektor Ophthalmologie tätig ist. Betrachtet man dann diese Geschäftsbereiche isoliert, so sind sie schließlich doch hinsichtlich der Größe der ifa systems vergleichbar.

Interessant wäre die Einbeziehung der Epic Systems Corporation als Marktführer in der relevanten peer group der Health IT Anbieter in den USA. Wegen unzureichender, öffentlich verfügbarer Information über die Gesellschaft ist dies jedoch nicht möglich. Die Gesellschaft ist nicht öffentlich notiert; sie befindet sich in Händen der Gründer und Mitarbeiter.

**Internationales Profil der ifa systems rechtfertigt die Ausweitung der peer group auf US Anbieter im Sektor**

Aus der peer-group entfernt haben wir Autodesk, Inc., mit der wir bislang in unserer deutschen Peer den Bezug zum US-Markt herstellten.

Nachfolgend geben wir eine Unternehmenssynopsis der neu in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen:

**Allscripts Healthcare, LLC** ist ein Health-IT Anbieter für Ärzte, Gesundheitsorganisationen, Krankenhäuser, Akutkliniken und Reha-Einrichtungen. Die Gesellschaft bietet ihren Kunden das Management von Patientendaten, medizinischer und Finanzinformation an. Als klassischer Work-Flow IT Anbieter fehlt der Gesellschaft eine klare Branchenspezialisierung. Die Gesellschaft bietet eine Vielzahl integrierter Software-Lösungen für Krankenhäuser, Arztpraxen und Reha-Zentren an, die alle eine EHR und das Praxismanagement beinhalten.

Zum Produktangebot gehören Module zum Dokumenten Management, Abrechnung, Clearing, etc.

Die Software wird als Produktversion mit regelmäßigen updates oder als Software as a Service angeboten. Kunden können sogar die gesamte IT an Allscripts auslagern.

Aus Sicht der Betriebsgröße und Umsatz dominiert Allscripts den Health-IT Markt in den Vereinigten Staaten.

Allscripts unterhält eine Produkt/Vertriebspartnerschaft mit der ausschließlich auf die Ophthalmologie spezialisierten MedFlow Inc. Die MedFlow ist ein unmittelbarer Wettbewerber der ifa systems am US Markt. Die Größenordnung der MedFlow (Umsatz: ca. US\$ 6 Mio.) ist jedoch stark untergeordnet im Vergleich zu Allscripts.

## **Finanzdaten (Gj. 2012):**

**Gesamtleistung:** US\$ 1,45 Mrd.; Gesamte Aktiva: \$2,38 Mrd. MCap: \$ 3,3 Mrd.

**Regionale Umsatzverteilung:** 97% USA; 3 % Canada

### **Segmentumsätze:**

Systems:	\$ 145,3
Professional Services:	\$ 270,5
Wartung:	\$ 460,1
Transaction processing:	\$ 570,4

**Quality Systems, Inc.** tritt am Markt mit 4 operativen Gesellschaften auf, die folgende Umsätze erwirtschaften:

NextGen Ambulatory Solutions	US\$ 337 Mio. - 80.000 Ärzte
NextGen RCM Services	US\$ 67 Mio. - 6.500 Ärzte
QSI Dental Division	US\$ 20 Mio. - 10.000 Ärzte
NextGen Hospital Solutions	US\$ 22 Mio. - 300 (kleine) Krankenhäuser

Im Vordergrund des Firmenverbunds stehen das Management des Workflows im Gesundheitswesen und die dadurch mögliche Produktivitätssteigerung der administrativen Prozesse sowie der klinischen Informationsverarbeitung. Lediglich die QSI Dental ist rein auf Zahnärzte ausgerichtet; die anderen Unternehmen haben keine klare Facharztspezialisierung.

Die stärkste Berührung hat die ifa systems mit der **NextGen Ambulatory Solutions** und teilweise mit der **NextGen Hospital Solutions**, wobei diese Einheit eher auf kleinere Krankenhäuser ausgerichtet ist.

NextGen ist ein integrierter Softwareanbieter, der seine elektronische Patientenakte (EHR) sowohl in der Klinik, als auch in den Praxen anbietet. Die Funktionalität der Software reicht vom Praxismanagement über das Abrechnungsmanagement des Arztes bis zum Informationsaustausch mit anderen Ärzten. NextGen bietet den Nutzern auch die gesamte Auslagerung der IT an.

Die Gesellschaft definiert das Revenue Cycle Management (RCM) als einen der wichtigsten zukünftigen Wachstumszweige. Darunter versteht NextGen das Management des ärztlichen Abrechnungsprozesses hinsichtlich der anrechenbaren Leistungen im gesamten Behandlungsprozess des Patienten.

### Finanzdaten (Gj. 2012):

**Gesamtleistung:** US\$ 460,2 Mio.; Ges. Aktiva: 443,1 Mio.; MCap: \$ 240 Mio.

**Regionale Umsatzverteilung:** 95% US; 3,5 % Europa; 1,5% Japan

#### Segmentumsätze:

Software and Hardware	\$ 88,6 Mio.
Installation & Training	\$ 35,0 Mio.
Wartung	\$ 156,8 Mio.
Revenue Cycle Management	\$ 59,2 Mio.
Elektronischer Datenaustausch:	\$ 59,7 Mio.
Sonst. Umsätze	\$ 61,0 Mio.

**Merge Healthcare Inc.** (Merge) entwickelt und vertreibt Softwarelösungen zum Austausch bildgebender Verfahren im Gesundheitswesen zur Vereinfachung der ärztlichen Diagnose. Angeboten werden bildgebende Softwarelösungen für die Facharztgruppen in der Radiologie, Kardiologie, Orthopädie, und in der Ophthalmologie. Darüber hinaus stellt Merge eine Software zur Vereinfachung klinischer Studien zur Verfügung.

Umsätze werden in erster Linie über ein Lizenzmodell erzielt, welches eine regelmäßige Aktualisierung von Software und Hardware beinhaltet. Schulungen und Integrationsleistungen werden gesondert berechnet.

Merge bietet eine auf den ärztlichen workflow abgestimmte elektronische Patientenakte (EHR) sowohl für klinische Zwecke, als auch für die Verwendung in der Arztpraxis an.

Im August 2011 erwarb Merge die in Sacramento ansässige Ophthalmic Imaging Systems (OIS) für rd. \$ 30 Mio. Der Jahresumsatz von OIS belief sich auf rd. \$ 20 Mio., bei einer Bilanzsumme von rd. \$11 Mio. Das Jahresergebnis der OIS war zum Zeitpunkt der Übernahme ausgeglichen.

### Finanzdaten (Gj. 2012):

**Gesamtleistung:** US\$ 248,9 Mio.; Gesamte Aktiva: 440 Mio.; MCap: \$ 240 Mio.

**Regionale Umsatzverteilung:** 95% US; 3,5 % Europa; 1,5% Japan

#### Segmentumsätze:

Software & hardware	\$ 94,5
Maintenance and EDI	\$ 113,5
Beratung & Training	\$ 41,0

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



# ifa systems AG

10. März 2014

BEWERTUNG / KAPITALMARKTBETRACHTUNG - 15/22 -

## Peer Group

Daten vom 7.3.2014		peer group - Deutschland				MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
Gesellschaft im Vergleich	Ticker	Kurs	Anz. Aktien	MCAP	EV	14e	15e	14e	15e	14e	15e	14e	15e
Nemetschek	NEM	55,86	9,6	537,7	493,7	2,6	2,5	9,9	9,0	11,8	10,6	18,4	16,1
Nexus	NXU	12,41	15,1	187,5	174,8	2,4	2,2	10,1	8,8	18,0	14,3	19,7	15,5
CompuGroup Medical AG	COP	19,19	53,2	1.021,3	1.246,3	2,0	1,9	11,3	10,0	17,2	14,5	25,9	20,0
Geratherm Medical AG	GME	7,47	5,0	37,0	40,7	1,8	1,6	11,6	9,0	15,6	11,3	20,2	15,9
Carl-Zeiss MediTech	AFX	21,14	81,3	1.718,9	1.720,7	1,8	1,7	10,6	9,8	12,4	11,3	18,7	17,2
Mean						2,1	2,0	10,7	9,3	15,0	12,4	20,6	16,9
Median						2,0	1,9	10,6	9,0	15,6	11,3	19,7	16,1
<b>ifa systems</b>	<b>IS8</b>	<b>6,37</b>	<b>2,50</b>	<b>15,91</b>	<b>16,41</b>	<b>1,53</b>	<b>1,35</b>	<b>6,6</b>	<b>5,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,0</b>	<b>11,0</b>	<b>8,6</b>
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						8,90	9,37	10,73	11,23	11,12	11,72	11,94	12,54
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						8,40	9,14	10,65	10,86	11,59	10,68	11,43	11,95
Minderung w./ geringer Liquidität			20%										
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,12	7,50	8,58	8,99	8,90	9,37	9,56	10,03
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						6,72	7,31	8,52	8,69	9,27	8,54	9,14	<b>9,56</b>

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

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Preis	KGV 2014	KGV 2015	EV/EBIT 2013	EV/EBIT 2014
6,00	10,3	8,1	8,4	6,6
6,37	11,0	8,6	8,3	6,5
6,85	11,8	9,3	9,0	7,0
7,35	12,7	9,9	10,2	8,0
7,85	13,5	10,6	10,9	8,5
8,35	14,4	11,3	11,5	9,0
8,85	15,3	12,0	12,2	9,6
9,25	15,9	12,5	12,8	10,0
9,56	16,5	12,9	13,2	10,3
10,10	17,4	13,6	13,9	10,9
10,70	18,4	14,5	14,7	11,5
11,30	19,5	15,3	15,5	12,2
11,90	20,5	16,1	16,3	12,8
12,50	21,6	16,9	17,1	13,4
12,88	22,2	17,4	17,7	13,8

Berchnung: BankM Research

Gemessen an der peer group deutscher Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von **€ 9,56** pro Aktie, berechnet auf das KGV<sub>2015</sub>. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median und reduzieren das Ergebnis um 20% wegen geringer Marktkapitalisierung und entsprechend geringer Liquidität der Gattung am Kapitalmarkt.

Daten vom 7.3.2014		peer group - USA				MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
Gesellschaft im Vergleich	Ticker	Kurs	Anz. Aktien	MCAP	EV	14e	15e	14e	15e	14e	15e	14e	15e
Allscripts Healthcare Sol.	MDRX	18,47	178,5	3.296,2	3.038,2	2,3	2,1	12,8	10,8	22,9	18,5	42,0	30,6
Quality Systems, Inc.	QSII	17,62	60,2	1.060,9	1.166,9	2,4	2,2	15,0	11,2	21,7	15,9	23,4	21,4
Merge Healthcare, Inc.	MRGE	2,72	94,1	255,9	470,9	1,1	1,0	10,6	9,1	13,7	12,4	14,9	11,5
Mean						2,0	1,8	13,1	10,6	19,8	15,9	27,4	21,6
Median						2,3	2,2	12,9	10,9	22,0	16,2	23,8	21,8
<b>ifa systems</b>	<b>IS8</b>	<b>6,37</b>	<b>2,50</b>	<b>15,91</b>	<b>16,41</b>	<b>1,53</b>	<b>1,35</b>	<b>6,6</b>	<b>5,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,0</b>	<b>11,0</b>	<b>8,6</b>
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						8,12	8,65	13,07	12,72	14,66	15,03	15,89	16,01
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						9,58	10,22	12,92	13,14	16,31	15,32	13,81	16,10
Minderung w./ geringer Liquidität			20%										
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						6,50	6,92	10,46	10,18	11,73	12,02	12,71	12,81
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						7,66	8,18	10,33	10,51	13,05	12,25	11,05	<b>12,88</b>

Gemessen an der peer Group US-amerikanischer Wettbewerber erhalten wir eine Marktbewertung von **€ 12,88/Aktie**. US-amerikanische Unternehmen im Health-IT Markt sind um ca. 35% höher bewertet als ihre Pendanten in Europa. Im Vergleich der beiden Märkte (US und GER) sind wir der Ansicht, dass der US Markt bereits

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

stark überkauft erscheinen. Eine Gewinnbewertung von 42X bzw. 30X für die Allscripts Inc. erscheint uns als „sehr teuer“.

Um dem internationalen Profil der ifa system zu entsprechen gewichten wir beide Ergebnisse aus den Marktmodellen entsprechend dem Umsatz-Mix (Europa / international). Die ifa systems erzielt ca. 52% der Umsätze auf dem deutschen Markt und 48% der Umsätze auf internationalen Märkten; auf die peer group abgestimmt ergibt sich eine Verteilung von 1/3 am US Markt; 2/3 übrige Märkte.

Ergebnis aus Peer Group GE	9,56 X 2/3 = € 6,37
Ergebnis aus Peer Group US	12,88 X 1/3 = € 4,29
Gewichtetes Ergebnis aus Peer Group	<b>€10,66</b>

## Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	11	12	13e	14e	15e	16e	17e	18e	19e	20e	ab 2021
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	TV
Umsatzwachstum		-6,5%	5,2%	9,3%	15,6%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	1,0%
Umsatz	7.916,0	7.402,0	7.785,0	8.510,0	9.835,0	11.310,3	13.006,8	14.827,7	16.755,3	18.933,5	19.122,9
EBIT Marge	23,9%	12,9%	20,2%	21,7%	24,0%	24,0%	24,0%	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%
EBIT	1.893,0	958,0	1.575,0	1.850,0	2.360,0	2.714,5	3.121,6	2.520,7	2.680,9	2.840,0	2.868,4
Steuern	532,0	318,0	324,5	382,2	489,3	814,3	936,5	756,2	804,3	852,0	860,5
Ergebnis vor Zinsen	1.361,0	640,0	1.250,6	1.467,8	1.870,7	1.900,1	2.185,1	1.764,5	1.876,6	1.988,0	2.007,9
+ Abschreibungen	634,0	531,0	550,0	610,0	650,0	682,5	716,6	752,5	790,1	829,6	871,1
- Sachanlageinvestitionen	2.860,0	3.587,0	1.000,0	1.000,0	1.500,0	400,0	500,0	500,0	500,0	500,0	871,1
- Veränderung Work. C.	563,6	-2.003,0	-757,4	-573,9	-741,6	-889,9	-907,7	-871,4	-836,5	-803,1	-770,9
= Freier CF (FCFF)	-1.428,6	-413,0	1.558,0	1.651,7	1.762,3	3.072,5	3.309,4	2.888,3	3.003,2	3.120,7	2.778,8
Endwert											<b>24.453,0</b>

WACC Berechnung											
Steuerquote	35,7%	21,0%	21,0%	21,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Verschuldungsgrad	8,9%	6,3%	4,3%	2,6%	2,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Eigenkapitalkosten	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Fremdkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nachsteuernkosten des FK	5,1%	6,3%	6,3%	6,3%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Kapitalkosten WACC	12,0%	12,3%	12,4%	12,6%	12,6%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%

Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		-367,7	1.232,2	1.158,5	1.097,5	1.715,4	1.644,3	1.277,2	1.181,9	1.093,0	
Present Value des Endwertes											<b>8.564,2</b>

Die Bewertung											
PV des FCFF	10.032,2	60,4%									
+ PV des Endwertes	6.564,2	39,6%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	<b>16.596,3</b>										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	1.223,0										
= Wert des Unternehmens	17.819,3										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	622,0										
= Wert des Eigenkapitals	<b>17.197,3</b>										
Preis je Aktie	<b>6,88</b>										

Quelle: BankM Research

		Wachstum - Endwert				
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
Beta	0,70	9,02	9,16	9,32	9,48	9,66
	0,85	7,74	7,84	7,95	8,06	8,19
	1,00	6,72	6,80	<b>6,88</b>	6,96	7,05
	1,15	5,90	5,96	6,02	6,08	6,15
	1,30	5,23	5,27	5,32	5,36	5,41

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge resultieren aus den sechs ifa Geschäftsbereichen. Unsere Prognosen haben wir mit Ausnahme des gestiegenen vorläufigen Ergebnisses für 2013 nahezu unverändert belassen. Vom robusten Geschäftsmodell der ifa systems sind wir überzeugt. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass die Umsätze und Ergebnisse auch im kommenden Jahr 2014 nicht das hohe Wachstumsniveau der zurückliegenden Jahre erreichen werden.

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

In den Geschäftsjahren 2012-2016 legen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 11,2% (CAGR) zugrunde. Das EBIT steigt in diesem Zeitraum um 29,7% (CAGR) deswegen so stark, weil das schwache Ergebnis 2012 in die Berechnung einfließt. Darüber hinaus greift das Kostensenkungsprogramm.

In der späteren Entwicklungsphase des Unternehmens lassen wir das Umsatzwachstum auf bis zu 13% absinken. In dieser Phase reduzieren wir dann auch die operative Marge auf bis zu 15%.

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 € 17,2 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von €6,88**.

## Zusammenfassung

Wir erhöhen unseren fairen Wert der Aktie auf € 8,65. Dies vor dem Hintergrund höherer Marktbewertungen und der Einbeziehung internationaler Vergleichsunternehmen. Ausgehend vom aktuellen Kurs der Aktie bleiben wir weiterhin bei einer Kaufempfehlung.

Ergebnis aus der FCF-Berechnung:	€ 6,88
Ergebnis aus der Peer Group:	€ <u>10,66</u>
	€ 17,54 :2
<b>Fairer Wert</b> - Gewichtung zu je 50%	<b>€ 8,77 je Aktie</b>

Seit Jahreswechsel 2013/14 haben sich die Handelsaktivitäten in der Aktie deutlich belebt. In den letzten 3 Monaten sahen wir ein durchschnittliches Handelsvolumen von ca. 14.000 Stück/Tag. Nach der Hausse in den Standardwerten greifen Investoren jetzt auf unterbewertete Small Caps wie die ifa systems zurück.

Die Aktie ist seit Januar 2014 mit einem Kursgewinn von rd. 45% gut gelaufen und steht momentan bei einem KGV<sub>2014</sub> von 11,0X bzw. 8,6X auf Basis der Gewinnprognosen 2015.

Die Auftragsbücher der Gesellschaft sind gut gefüllt. Wir schließen nicht aus, dass wir noch in diesem Jahr unsere Prognosen anheben müssen, da das regulatorische Umfeld im Healthcare Bereich in den USA geradezu nach Lösungen sucht, für welche die ifa systems adäquate Konzepte bieten kann.

Wir empfehlen Investoren sich mit der Aktie einzudecken und insbesondere in Phasen zu kaufen, in denen die Aktie zur Schwäche neigt.

## TABELLENANHANG

### Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	11	12	13e	14e	15e	12	13e	14e	15e
<b>Aktiva</b>						<b>in % der Bilanzsumme</b>			
Sachanlagen	980,0	651,0	501,0	301,0	261,0	3,7	3,0	1,6	1,2
Sonstiges Anlagevermögen	11.406,0	14.710,0	14.289,3	15.819,4	18.658,9	83,9	84,6	86,6	87,9
dav. akivierte Eigenleistung (Software)	8.816,0	11.848,0	13.773,0	15.673,0	17.623,0	67,6	81,5	85,8	83,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>12.386,0</b>	<b>15.361,0</b>	<b>14.790,3</b>	<b>16.120,4</b>	<b>18.919,9</b>	<b>87,6</b>	<b>87,6</b>	<b>88,3</b>	<b>89,2</b>
Vorräte	113,0	117,0	108,9	116,7	132,1	0,7	0,6	0,6	0,6
Forderungen	2.263,0	875,0	314,3	336,9	381,4	5,0	1,9	1,8	1,8
Barmittel	551,0	693,0	1.223,0	1.196,7	1.232,2	4,0	7,2	6,6	5,8
Sonstiges Umlaufvermögen	437,0	489,0	455,1	487,9	552,3	2,8	2,7	2,7	2,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>3.364,0</b>	<b>2.174,0</b>	<b>2.101,2</b>	<b>2.138,2</b>	<b>2.298,1</b>	<b>12,4</b>	<b>12,4</b>	<b>11,7</b>	<b>10,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>15.750,0</b>	<b>17.535,0</b>	<b>16.891,5</b>	<b>18.258,6</b>	<b>21.218,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Passiva</b>									
Gezeichnetes Kapital	2.208,0	2.500,0	2.500,0	2.500,0	2.500,0	14,3	14,8	13,7	11,8
Kapitalrücklagen	4.607,0	5.828,0	5.828,0	5.828,0	5.828,0	33,2	34,5	31,9	27,5
Gewinnrücklagen	4.666,0	5.090,0	6.235,6	7.448,4	8.989,1	29,0	36,9	40,8	42,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>11.481,0</b>	<b>13.418,0</b>	<b>14.563,6</b>	<b>15.776,4</b>	<b>17.317,1</b>	<b>76,5</b>	<b>86,2</b>	<b>86,4</b>	<b>81,6</b>
<b>Eigenkapital inkl. Anteile Dritter</b>	<b>11.481,0</b>	<b>13.418,0</b>	<b>14.563,6</b>	<b>15.776,4</b>	<b>17.317,1</b>	<b>76,5</b>	<b>86,2</b>	<b>86,4</b>	<b>81,6</b>
Rückstellungen	496,0	204,0	189,8	203,5	230,4	1,2	1,1	1,1	1,1
dav. Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	3.773,0	3.913,0	2.138,1	2.278,7	3.670,6	22,3	12,7	12,5	17,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4.269,0</b>	<b>4.117,0</b>	<b>2.328,0</b>	<b>2.482,3</b>	<b>3.901,1</b>	<b>23,5</b>	<b>13,8</b>	<b>13,6</b>	<b>18,4</b>
dav. zinstragende Verbindl.	1.025,0	850,8	621,7	416,5	371,6	4,9	3,7	2,3	1,8
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	3.322,5	3.535,6	3.290,3	3.527,5	3.993,4	20,2	19,5	19,3	18,8
<b>Bilanzsumme</b>	<b>15.750,0</b>	<b>17.535,0</b>	<b>16.891,5</b>	<b>18.258,6</b>	<b>21.218,1</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	11	12	13e	14e	15e	12	13e	14e	15e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
<b>Umsätze - ifa united i-tech Inc.</b>	<b>1.346,7</b>	<b>2.020,0</b>	<b>2.100,0</b>	<b>2.435,0</b>	<b>3.110,0</b>	<b>50,0</b>	<b>4,0</b>	<b>16,0</b>	<b>27,7</b>	<b>21,7</b>
<b>Umsätze - ifa systems AG</b>	<b>5.804,3</b>	<b>4.882,0</b>	<b>5.100,0</b>	<b>5.355,0</b>	<b>5.915,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>10,5</b>	<b>7,7</b>
<b>Umsätze - IAG/INOVEON</b>	<b>765,0</b>	<b>500,0</b>	<b>585,0</b>	<b>720,0</b>	<b>810,0</b>	<b>-34,6</b>	<b>17,0</b>	<b>23,1</b>	<b>12,5</b>	<b>17,7</b>
<b>Umsatz</b>	<b>7.916,0</b>	<b>7.402,0</b>	<b>7.785,0</b>	<b>8.510,0</b>	<b>9.835,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>5,2</b>	<b>9,3</b>	<b>15,6</b>	<b>5,6</b>
Aktivierete Eigenleistungen	1.889,0	3.032,0	1.925,0	1.900,0	1.950,0	60,5	-36,5	-1,3	2,6	0,8
<b>Gesamtleistung</b>	<b>9.805,0</b>	<b>10.434,0</b>	<b>9.710,0</b>	<b>10.410,0</b>	<b>11.785,0</b>	<b>6,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>13,2</b>	<b>4,7</b>
Materialaufwand	828,0	689,0	825,0	800,0	900,0	-16,8	19,7	-3,0	12,5	2,1
<b>Rohertrag</b>	<b>8.977,0</b>	<b>9.745,0</b>	<b>8.885,0</b>	<b>9.610,0</b>	<b>10.885,0</b>	<b>8,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>13,3</b>	<b>4,9</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1.841,0	604,0	160,0	160,0	160,0	-67,2	-73,5	0,0	0,0	-45,7
Personalaufwand	3.805,0	4.219,0	3.740,0	4.050,0	4.385,0	10,9	-11,4	8,3	8,3	3,6
Sonstige betriebl. Aufwendungen	4.486,0	4.641,0	3.180,0	3.260,0	3.650,0	3,5	-31,5	2,5	12,0	-5,0
<b>Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)</b>	<b>2.527,0</b>	<b>1.489,0</b>	<b>2.125,0</b>	<b>2.460,0</b>	<b>3.010,0</b>	<b>-41,1</b>	<b>42,7</b>	<b>15,8</b>	<b>22,4</b>	<b>4,5</b>
Abschreibungen	634,0	531,0	550,0	610,0	650,0	-16,2	3,6	10,9	6,6	0,6
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>1.893,0</b>	<b>958,0</b>	<b>1.575,0</b>	<b>1.850,0</b>	<b>2.360,0</b>	<b>-49,4</b>	<b>64,4</b>	<b>17,5</b>	<b>27,6</b>	<b>5,7</b>
Zinserträge	33,0	25,0	0,0	0,0	0,0	-24,2	-100,0	0,0	0,0	-100,0
Zinsaufwand	96,0	92,0	30,0	30,0	30,0	-4,2	-67,4	0,0	0,0	-25,2
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-63,0</b>	<b>-67,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>6,3</b>	<b>-55,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-23,5</b>
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>1.830,0</b>	<b>891,0</b>	<b>1.545,0</b>	<b>1.820,0</b>	<b>2.330,0</b>	<b>-51,3</b>	<b>73,4</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>	<b>6,2</b>
Ertragssteuern	532,0	318,0	324,5	382,2	489,3	-40,2	2,0	17,8	28,0	-2,1
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>1.298,0</b>	<b>573,0</b>	<b>1.220,6</b>	<b>1.437,8</b>	<b>1.840,7</b>	<b>-55,9</b>	<b>113,0</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>	<b>9,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	634,0	531,0	550,0	610,0	650,0	-16,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)</b>	<b>1.893,0</b>	<b>958,0</b>	<b>1.575,0</b>	<b>1.850,0</b>	<b>2.360,0</b>	<b>-49,4</b>	<b>113,0</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>	<b>9,1</b>
Adj. Anzahl der Aktien	2.208	2.500	2.500	2.500	2.500	13,2	0,0	0,0	0,0	3,2
<b>Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)</b>	<b>0,59</b>	<b>0,23</b>	<b>0,49</b>	<b>0,58</b>	<b>0,74</b>	<b>-61,0</b>	<b>113,0</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>	<b>5,8</b>
<b>Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill</b>	<b>0,59</b>	<b>0,23</b>	<b>0,49</b>	<b>0,58</b>	<b>0,74</b>	<b>-61,0</b>	<b>113,0</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>	<b>5,8</b>
<b>Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie</b>	<b>1,21</b>	<b>0,47</b>	<b>0,71</b>	<b>0,82</b>	<b>1,00</b>	<b>-60,9</b>	<b>49,9</b>	<b>15,7</b>	<b>21,6</b>	<b>-4,7</b>

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	11	12	13e	14e	15e	12	13e	14e	15e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
<b>Adj. Ergebnis nach Steuern</b>	<b>1.298,0</b>	<b>573,0</b>	<b>1.220,6</b>	<b>1.437,8</b>	<b>1.840,7</b>	<b>-55,9</b>	<b>113,0</b>	<b>17,8</b>	<b>28,0</b>	<b>9,1</b>
+ Abschreibungen	634,0	531,0	550,0	610,0	650,0	-16,2	3,6	10,9	6,6	0,6
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	738,0	77,0	0,0	0,0	0,0	-89,6	-100,0	0,0	0,0	-100,0
<b>= Cash Earnings</b>	<b>2.670,0</b>	<b>1.181,0</b>	<b>1.770,6</b>	<b>2.047,8</b>	<b>2.490,7</b>	<b>-55,8</b>	<b>49,9</b>	<b>15,7</b>	<b>21,6</b>	<b>-1,7</b>
- Veränderungen im Net Working Capital	563,6	-2.003,0	-757,4	-573,9	-741,6	-455,4	-62,2	-24,2	29,2	N/A
<b>= Operating Cash Flow</b>	<b>2.106,4</b>	<b>3.184,0</b>	<b>2.528,0</b>	<b>2.621,7</b>	<b>3.232,3</b>	<b>51,2</b>	<b>-20,6</b>	<b>3,7</b>	<b>23,3</b>	<b>11,3</b>
- Investitionen in Sachanlagen	2.860,0	3.587,0	1.000,0	1.000,0	1.500,0	25,4	-72,1	0,0	50,0	-14,9
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-753,6</b>	<b>-403,0</b>	<b>1.528,0</b>	<b>1.621,7</b>	<b>1.732,3</b>	<b>-46,5</b>	<b>-479,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>-262,6</b>
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	930,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
- Dividende (Vorjahr)	397,4	250,0	75,0	225,0	300,0	-37,1	-70,0	200,0	33,3	-6,8
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	2.832,0	1.515,0	0,0	0,0	0,0	-46,5	-100,0	0,0	0,0	-100,0
+ Bankverbindlichkeiten	-200,0	-169,0	-230,0	-200,0	-200,0	-15,5	36,1	-13,0	0,0	5,8
<b>Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)</b>	<b>551,0</b>	<b>693,0</b>	<b>1.223,0</b>	<b>1.196,7</b>	<b>1.232,3</b>	<b>25,8</b>	<b>76,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>22,3</b>

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

## 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, Willich.**

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

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 die ifa systems AG.

Hinweis gem. § 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	16.11.2012	Kaufen	€ 10,26
Rüdiger Holzammer	15.1.2013	Neutral	€ 4,75
Rüdiger Holzammer	9.8.2013	Kaufen	€ 5,35
Rüdiger Holzammer	31.10.2013	Kaufen	€ 5,35
Rüdiger Holzammer	16.12.2013	Kaufen	€ 5,58

### II. Zusätzliche Angaben:

#### 1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen 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 zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten geringfügige inhaltliche Änderungen.

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

Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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:

**10.3.2014**

#### 4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten, falls nicht anderweitig spezifiziert:

**Schlusskurse vom 7.3.2014**

#### 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

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



### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

**Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG war bei der im April 2012 durchgeführten Kapitalerhöhung der ifa systems AG als Sole Lead Manger und Sole Bookrunner mandatiert und war in diesem Zusammenhang an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.**

**Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), sowie im Zusammenhang der Tätigkeit der BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG gebundene Vermittler der biw Bank für Investments und Wertpapiere 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) 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und 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 Bank für Investments und Wertpapiere 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 der BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Der Analyst hat zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Der auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführte Analyst erklärt, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen seine eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegelt und seine Vergütung weder direkt noch indirekt von seinen 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 eine Empfehlung noch ein Angebot oder 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 in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

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

tanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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.**

© 2014 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.

## Glossar:

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	elektronische Patientenakte = EHR electronic Health Record = E
HIT	Health Information Technology
HSQM	Hygiene, Sicherheit und Qualitätsmanagement
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