

Basisstudie

Finanzanalyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals NEURAL)

Fairer Wert

€5,35

(vormals €4,75)

Ertragseinbruch mit Sofortmaßnahmen begegnet

- Schwaches Jahresergebnis 2012 / H1/2013 bereits wieder „in Line“ -

- Schwaches Q4/2012 zieht gesamtes Jahresergebnis in Mitleidenschaft**
 Die fehlende Fertigstellung internationaler Großprojekte löste einen Umsatz- und Gewinnrückgang in Q4/2012 aus. Für das 4. Quartal berichtete die Gesellschaft eine ungeprüfte Gesamtleistung i.H.v. rd. €2,9 Mio., dies entspricht einem EBIT von T€475.
- Jahresergebnis 2012 bleibt hinter unseren Erwartungen**
 Mit einem berichteten Umsatz i.H.v. €7,4 Mio. und einem Jahresüberschuss i.H.v. T€573 blieben die Geschäftsergebnisse 2012 hinter unseren Erwartungen. Auch das Management selbst spricht von einem unbefriedigendem Jahresergebnis. Der zurückgebliebene Cashflow ist die Folge verschiedener Verzögerungen internationaler Großprojekte, aus welchen die Gesellschaft noch per Jahresresultimo zumindest mit Teilvergütungen rechnete.
- Schnelle Reaktion auf Ergebniseinbruch - positives Q1+Q2/2013**
 Die bereits Ende letzten Jahres eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen griffen bereits in Q1/2013. Für das erste Halbjahr 2013 meldet die Gesellschaft Umsätze i.H.v. €4.02 Mio. bei einem EBIT von T€555, d.h. Umsatz auf Vorjahresniveau mit verdreifachtem Ergebnisbeitrag zum Vorjahr. Dies jedoch als Kompensation des zurückgebliebenen Ergebnisses in Q4/2012.
- Repräsentative, internationale Klinikprojekte im ersten Halbjahr 2013**
 Ein bedeutendes Referenzprojekt mit bis zu 400 Arbeitsplätzen in der führenden Augenklinik in Rotterdam/NL ging im Februar an den Start. Ebenso fand eine Erstinstitution der elektronischen Patientenakte (EPA) im Rahmen einer Evaluierungsphase am Universitätsklinikum in Peking statt.
- Weiterer Ausblick 2013/14**
 Binnen der kommenden 12 Monate stellen wir uns, entsprechend der Guidance des Managements, auf ein nur moderates Wachstum und ein zeitweiliges Abflachen der Umsatzkurve ein. Im Jahr 2014 gehen wir davon aus, dass sich sowohl das US-Geschäft (Wiederaufnahme des Stimulus) als auch das restliche internationale Geschäft wieder beleben werden. Bedingt durch die in den letzten 3 Jahren gestiegenen Runtime-Lizenzen wird die ifa systems trotz des höheren Wellengangs am Markt profitabel bleiben.
- Wir erhöhen den fairen Wert der Aktie auf €5,35 und stellen den Titel wieder auf „Kauf“.**

Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. €)*	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2011	9,8	2,6	1,9	1,8	1,3	0,60	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	1,9	1,4	1,4	1,1	0,43	0,09	14,4%	11,1%
2014e	10,4	2,3	1,7	1,6	1,3	0,51	0,10	15,9%	12,3%
2015e	11,6	2,7	1,9	1,9	1,5	0,59	0,12	16,4%	12,8%

Quelle: BankM Research

*) G.-Leist. = Gesamtleistung

Branche	Enterpr. Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzbericht 2013	29.10. 2013
Quartalsergebnis Q3/2013	
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Entry Standard

Finanzkennzahlen

	2012	2013e	2014e
EV/Umsatz	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,9	4,5	3,9
EV/EBIT	9,1	6,3	5,3
P/E bereinigt	14,4	7,7	6,5
Preis/Buchwert	0,6	0,6	0,6
Preis/FCF	N/A	8,4	7,8
ROE	4,3	7,6	8,4
Dividendenrendite (%)	0,7	2,9	5,2

Anzahl Aktien

(Mio. Stück) 2,50 Mio.

Marktkap. / EV

(Mio. €) 8,30 / 8,80

Free float

49,60%

Ø tägl. Handelsvol.

8.800 €

(3M, in €)

€ 5,80 / 2,99

12 Monate hoch/tief

(XETRA-Schluss)

Kurs 8.8.2013

(XETRA-Schluss) € 3,30

Performance

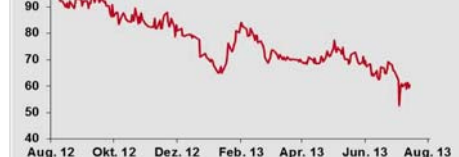
1M 6M 12M

absolut -10,1% -19,0% -44,5%

relativ -10,8% -18,7% -42,4%

Vergleichsindex

Entry All Share



ifa systems AG, XETRA (rot/hell) vs. Entry All Share (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

INHALT	2
INVESTITIONSKRITERIEN	3
SWOT-ANALYSE	4
UNTERNEHMENSPROFIL / ABRENZUNG ZUM WETTBEWERB	5
UNTERNEHMENSSTRUKTUR / MANAGEMENT UND MITARBEITER	5
GESCHÄFTSMODELL	7
GESCHÄFTSBEREICHE	8
Runtime-Lizenzen (RTLM)	8
Clinical Information Systems (CIS)	8
Interface Anwendungen / Anschlüsse (IAC), Middleware	10
Telemedizin, IT Services, Consulting & Implementierung	10
Fremdprodukte / Third Party Revenues	11
Disease Registries / Clinical Research / EDC	11
Segmentberichterstattung / IFRS	12
Aufwendungen der Markterschließung	13
KOMMENTIERUNG DER FINANZERGEBNISSE	13
BEWERTUNG / KAPITALMARKTBETRACHTUNG	15
Peer Group	15
Free Cash-Flow Betrachtung	16
TABELLENANHANG	18
Bilanz und Bilanzprognose	18
GuV-Rechnung und Prognose	19
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS	20

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 rund 70% ihrer Fixkosten im Unternehmen ab.
- Die mit zusätzlichem Eigenkapital finanzierten Investivmaßnahmen zur Markterschließung in den USA sind abgeschlossen. Das weitere Wachstum kann die ifa systems im Rahmen der Innenfinanzierungskraft bestreiten.
- 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.
- 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 Umsetzung der EPA (elektronischen Patientenakte), welche die ifa systems zwischenzeitlich global und in mehr als 10 Sprachversionen (auch bilingual) anbietet, wurde ein Reservoir geschaffen, von welchem die Gesellschaft noch über viele Jahre hinweg Erlöse mit hohen Ertragsmargen erzielen wird.
- Bedingt durch die langsamer als erwartet greifende Markterschließung in den USA hat die Aktie erhebliche Kurseinbußen hinnehmen müssen. Wir betrachten den Kursrückgang der vergangenen 18 Monate als marktseitig übertrieben. In der Gesellschaft ist ein erhebliches Know-how an HIT und Softwareentwicklung sowie Expertise in der Umsetzung von Großprojekten vorhanden.
- Die derzeitige Bewertung auf Basis der Ergebnisse 2013 von 0,8X Umsatz, 0,6X Buchwert bzw. einem P/E₍₂₀₁₃₎ von 7,7X bzw. einem P/E₍₂₀₁₄₎ von 6,5X erscheint uns zu gering. Vor diesem Hintergrund wird sich der jetzige Kurs von rd. € 3,30 dem realistischeren, fairen Wert von z.Zt. € 5,35 bis Ende 2013 nähern. In diesem Kursziel ist die langsamere Durchdringung des US-Marktes bereits eingepreist.

SWOT-ANALYSE

Stärken

- Führende Marktposition in einem Nischenmarkt (Ophthalmologie- oder Eyecare-Software) mit sehr hohen Markteintrittsbarrieren (spezielles Know-How in den Bereichen Health IT und großvolumiges Projektgeschäft sowie komplexen Schnittstellen zu Geräteanbindungen)
- Klinische Ausrichtung durch Terminologie Datenbanken und CDS Systeme ist ein hohes Differenzierungsmerkmal.
- Hohe Sicherheit mit überdurchschnittlicher Rendite durch regelmäßige Vertragsumsätze. Obligatorische Runtime-Lizenzen decken bereits ca. 70% der Fixkosten des Unternehmens ab.
- Runtime-Lizenzen tragen nachhaltig zum Umsatz und Ergebnis bei.
- Komfortable Finanzsituation, keine nennenswerten Bankverbindlichkeiten und keine Beteiligungen von Fremdinvestoren. Regelmäßiger positiver monatlicher Cash-flow.
- Die Gesellschaft inkl. der Tochterunternehmen verfügen über eine 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

- Internationaler 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

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

UNTERNEHMENSPROFIL / ABRENZUNG ZUM WETTBEWERB

Die ifa systems AG ist mit den Tochterunternehmen Integration AG, INOVEON Corp. ifa united i-tech und MedKaizen ein führender Anbieter für integrierte Softwarelösungen für die Facharztgruppe der Augenheilkunde.

Das Unternehmen hat sich vor 2 Jahren von einem Monoproduktanbieter (EPA) zu einem Anbieter globaler Lösungen für Health-IT (HIT) in der internationalen Augenheilkunde entwickeln können. Der auf medizinischen Inhalten basierende Ansatz und das ifa Datenmodell sind ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Gesellschaft. Damit kann sich die Gesellschaft besonders im internationalen Geschäft deutlich von der Konkurrenz abgrenzen.

Die Health IT-Lösung der ifa systems ist passgenau auf das Anforderungsspektrum von Augenkliniken und größeren Augen OP-Zentren abgestimmt. International einsetzbare medizinische Informationssysteme, Webanwendungen (z.B. Telemedizin, digitales Datenmanagement) oder die elektronische Patientenakte werden in einem ophthalmologischen Datenmodell mit einer offenen IT-Architektur umgesetzt. Die von ifa systems angebotenen integrierten Health IT-Lösungen sind nicht vergleichbar mit den Standard Softwarelösungen wie sie bspw. von der CompuGroup Medical und anderen Anbietern an Augenarztpraxen als Standardsoftware vermarktet werden. Wenngleich auch die ifa Software das reguläre Praxisspektrum wie Abrechnung und Praxismanagement abdeckt, so liegt der Schwerpunkt und die Wertschöpfung der ifa Software im Bereich OP-Begleitung, Telemedizin und Diagnose.

Um die von der ifa systems angebotenen Health IT-Lösungen zu bspw. Standard Softwareanbietern wie CompGroup u.a. abzugrenzen, möchten wir den Markt für CAD/CAM Softwarelösungen in Perspektive setzen. Auch auf diesem Markt werden beispielsweise Softwarelösungen von der Nemetschek AG und von Autodesk angeboten. Autodesk, als führender Anbieter für CAD/CAM Standardsoftware, spricht kleine Architekten- und Ingenieurbüros sowie Studenten an, wogegen die Nemetschek CAD-Lösungen von AEC¹⁾-Nutzern gewählt werden, d.h. von großen Ingenieur- und Planungsbüros, Hoch-/Tiefbauunternehmen und anderen technischen Anwendern, die im Verbund mit mehr als 50 Arbeitsplätzen arbeiten.

In diesem Kontext sollte der Investor das Produktportfolio, das Wettbewerbsumfeld und den Marktauftritt der ifa systems einordnen. Die von ifa systems angebotenen Software- und Datenmodule bieten den höchsten Mehrwert für Augenkliniken und Augen OP-Zentren mit mehr als 50 Arbeitsplätzen. Diesen Markt bedient die ifa systems international. Dieses Anforderungsprofil definiert die Komplexität der Projekte, welche die ifa systems in den einzelnen Augenkliniken umsetzt.

Wandel vom Monoproduktanbieter zum Lösungsanbieter für Health-IT

Software-Lösung bietet höchsten Mehrwert für Augenkliniken und OP-Zentren mit mehr als 50 Arbeitsplätzen

UNTERNEHMENSSTRUKTUR / MANAGEMENT UND MITARBEITER

Die ifa systems AG als Muttergesellschaft tritt heute mit fünf weiteren Tochtergesellschaften am Markt auf. Niederlassungen unterhält die Gesellschaft in Berlin, Österreich (Wien), sowie in den USA (Fort Lauderdale und Oklahoma).

¹⁾ Architecture, Engineering and Construction

Die ifa systems beschäftigt weltweit ca. 100 Mitarbeiter

In Deutschland und Österreich beschäftigt die Gesellschaft ca. 70 Mitarbeiter, an den internationalen Standorten sind es 25. Mit Repräsentanzen ist die ifa systems in Lateinamerika, Spanien und in Asien vertreten.

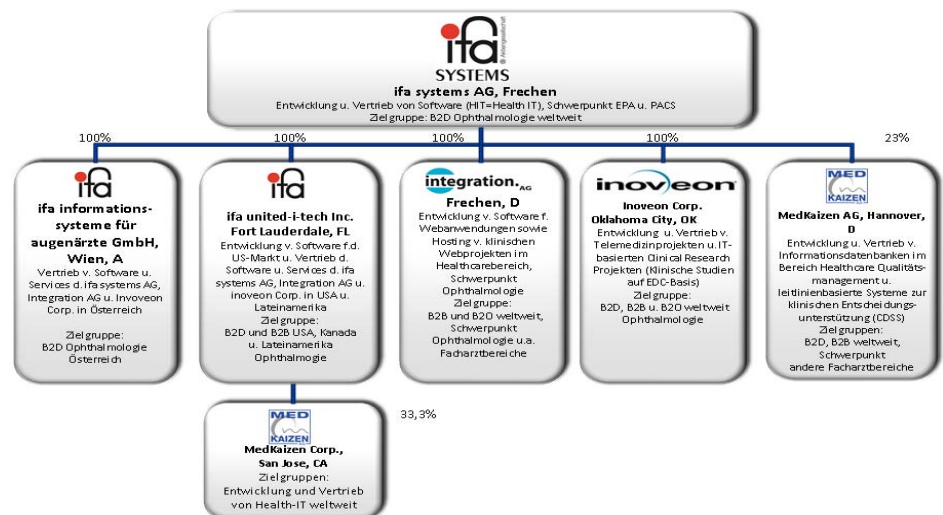
Der Vorstand in der AG besteht seit Unternehmensgründung aus:

Herrn Guido Niemann (CEO)
Herrn Jörg Polis (CTO)
Herrn Chris Reinartz (CIO)

Die Mitglieder des Vorstands arbeiten bereits seit mehr als 20 Jahren zusammen; alle haben mehr als 25 Jahre Erfahrung in der Ophthalmologie.

Die ifa systems hat einen aktiv tätigen Aufsichtsrat: Der Vorsitzende, Herr Rainer Waedlich ist einer der Firmengründer. Sein hauptsächliches Betätigungsfeld liegt in der strategischen Ausrichtung und in der Geschäftsentwicklung. Herr Waedlich ist in vielen der impulsgebenden Gremien der Augenheilkunde national und international vertreten. Dem Aufsichtsrat gehören weiterhin an:

Frau Susanne Post-Schenke (Investor Relations)
Frau Claudia Wente-Waedlich (Produktmanagement)



Quelle: ifa systems AG

Gremien und Mitarbeiter halten die Mehrheit der Aktien am Unternehmen

Der Vorstand, Aufsichtsrat und die Mitarbeiter der ifa systems halten bereits seit Unternehmensgründung die Mehrheit der Aktien an der Gesellschaft. Die Bonifikation der Mitarbeiter wird überwiegend über die Dividende gesteuert, welche die Gesellschaft regelmäßig ausschüttet. Die Leistungsbereitschaft und Motivation der Mitarbeiter ist vor diesem Hintergrund im Unternehmen ständig präsent.

GESCHÄFTSMODELL

Als Spezialanbieter für LifeScience in der Ophthalmologie (Augenheilkunde) bietet die ifa systems ihre Produkte und Dienstleistungen weltweit an.

Im deutschsprachigen Raum gehören, historisch begründet, die großen Augenarztpraxen, Augenkliniken und ambulante Laserzentren zur Zielkundschaft. Auch bietet die Gesellschaft ihrer deutschen Stammkundschaft noch Hardware an.

In den USA ist das Geschäftsmodell der ifa united i-tech auf Praxen und Kliniken ausgerichtet, die einen hohen Anspruch an die klinischen Inhalte der Datenbanken haben. Dies sind insbesondere die Praxen und Kliniken, welche mehr als 5 Kollegen haben und über einen hohen Spezialisierungsgrad verfügen.

In anderen Ländern, wie in Südamerika und Asien positioniert sich die Gesellschaft auf Installationen an den großen Augenkliniken.

Für jeden Arbeitsplatz, an dem die ifa-Software installiert ist, wird für die aufgeschalteten Module eine sog. Runtime-Lizenz berechnet. Hierfür bietet die Gesellschaft regelmäßige Produktaktualisierungen an.

Große Installationen mit vielen Arbeitsplätzen, wie dies in Kliniken der Fall ist, sind für die ifa systems besonders attraktiv.

Als wiederkehrende Leistung sind die Lizenzeinnahmen für die ifa systems besonders wertvoll. Die Lizenzeinnahmen bilden die Basis des stabilen Geschäftsmodells.

Als high-end Anbieter ist die ifa systems ihren Kunden gegenüber verpflichtet, ständig auf aktuellem Stand in der Augenheilkunde zu sein. Dies betrifft die klinischen Inhalte, die Terminologiedatenbanken, CDS-Systeme, und die Steuerung des Workflows. Für die Weiterentwicklung der IT-Lösung investiert die ifa systems jährlich mehr als €2 Mio., d.h. ca. 15%-20% der Umsatzerlöse.

Die Software, die wissensbasierten Datenbanken und CDS Systeme sind in mehr als 10 Sprachen verfügbar und bilden die Basis für den Einsatz und die internationale Präsenz. Angeboten wird eine 24/7 Hotline in der jeweiligen Landessprache und ein umfangreiches Spektrum an Schulungsprogrammen.

Die ifa-Systeme erfahren eine ständige Weiterentwicklung hinsichtlich der klinischen Entscheidungshilfen (Clinical Decision Support Systems), welche die Ärzteschaft bei der Planung der individuellen Behandlung ihrer Patienten unterstützt.

Die EPA der ifa systems AG kann Daten mit mehr als 450 ophthalmologischen Geräten und Systemen austauschen, wofür eine lebenslange Anschlussgarantie gewährleistet wird.

Als high-end Anbieter investiert ifa systems rd. €2 Mio. p.a. für die Weiterentwicklung, entsprechend 15-20% vom Umsatz

GESCHÄFTSBEREICHE

Den Jahresabschluss 2012 hat die ifa systems erstmals nach IFRS Bilanzierungsrichtlinien erstellt. In diesem Zusammenhang hat sich das Management entschieden, die Segmente aufgrund der Erweiterung der Angebots- und Zielmärkte neu zu definieren. Nach Signifikanz der Umsatzlage wird nun berichtet:

<u>Geschäftsbereiche / Segmente</u>	<u>Anteil am Umsatz</u>
➤ Runtime-Lizenzen	39,2%
➤ Clinical Information Systems (CIS)	26,4%
➤ Interface Anwendungen / Anschlüsse (IAC), Middleware	11,0%
➤ Telemedizin, IT Services, Consulting & Implementierung	8,1%
➤ Fremdprodukte / Third Party Revenues	8,1%
➤ Disease Registries / Clinical Research / EDC	2,3%

Runtime-Lizenzen machen einen hohen Wert im Unternehmen aus. Mit RTL-Umsätzen werden 70% der Fixkosten gedeckt

Runtime-Lizenzen (RTLM)

Der Geschäftsbereich RTKM beinhaltet das Management der Lizenzeinnahmen aus Dauervertragsverhältnissen mit den entsprechenden Services.

Es ist das „Elixier“ der Leistung des Unternehmens. Alle Installationen, ob in der Praxis oder in der Klinik, ob im Inland oder im Ausland, beinhalten ein Dauervertragsverhältnis. Das Portfolio der Dauervertragsverhältnisse sichert die Zukunft des Unternehmens und verleiht dem Management durch die stetigen Umsätze eine hohe Planungssicherheit der weiteren Geschäftsentwicklung.

Die Gebühren für die Runtime-Lizenzen muss die Gesellschaft aus Wettbewerbsgründen international differenzieren. Auch möchte das Management die Information haben, welche Programmversionen bei den entsprechenden Kunden installiert sind und wann evtl. Erweiterungen anzubieten sind.

Die ifa systems deckt mit den Einnahmen aus den Runtime-Lizenzen ca. 70% der Fixkosten im Unternehmen ab. - ein sehr komfortabler Umsatzposten.

Wir betrachten die Lizenzeinnahmen des Unternehmens als wertvollste Position hinsichtlich der Bewertung.

Clinical Information Systems (CIS)

Hierunter fallen Produkte wie der Elektronischen Patientenakte (EPA), Systeme für die klinische Entscheidungsunterstützung (CDSS = Clinical Decision Support Systems) und PACS (Picture Archive and Communication System)

EPA ist der zentrale Baustein der klinischen HIT-Anwendungen

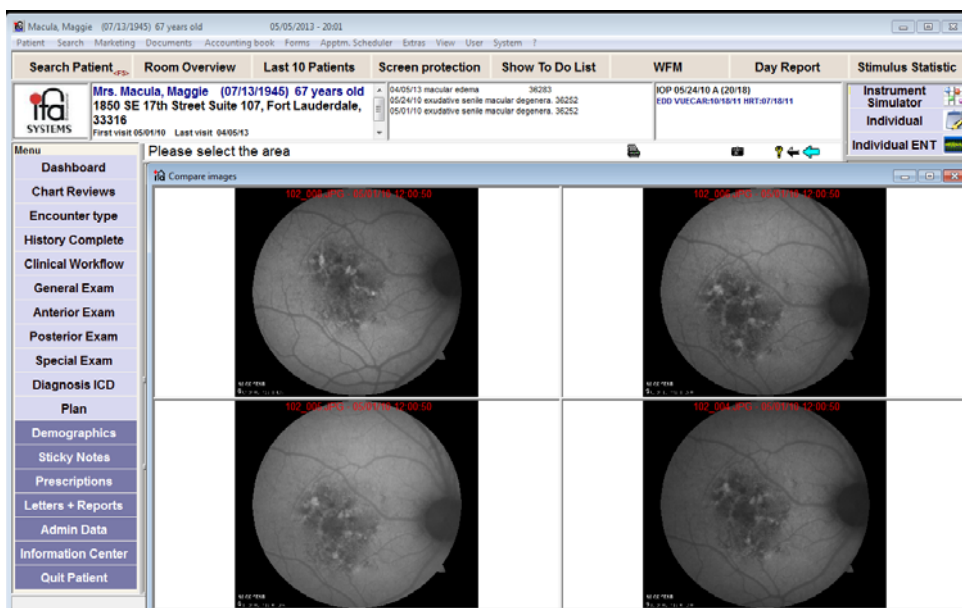
Der zentrale Baustein klinische HIT-Anwendungen ist die Elektronische Patientenakte. Darunter versteht man die digitale Verwaltung aller medizinischen Patientendaten mit Befunden, Diagnosen, Therapien und Behandlungsplänen. Die EPA zielt auf die papierlose Praxis bzw. Klinik ab. Die Komplexität klinischer Daten und deren effiziente Erfassung stellt eine besondere Herausforderung dar. Einfache textbasierte Systeme sind am Markt gescheitert, da sie zu zeitaufwendig in der Erfassung und unzureichend in der Auswertung sind.

Nach Auswertungen von Erfahrungsberichten der Anwender der ifa systems AG Gruppe kann die Patientenfrequenz bei Einsatz eines spezialisierten EPA-Systems zwischen 20% und 25% gesteigert werden

Das komplexe Change-Management von der Papierkartei zur elektronischen Patientenakte ist der Grund dafür, dass weltweit weniger als 10% der Ärzte papierlos arbeiten. Durch die öffentlichen Fördermaßnahmen wird sich dieser Anteil in den kommenden 10 Jahren deutlich erhöhen. In den USA geht man davon aus, dass 2016 mehr als 55% der Ärzte mit EHR-Systemen (Electronic Health Record Systems) arbeiten. Bislang sind es weniger als 20%.

In der modernen Medizintechnik werden immer häufiger bildgebende Verfahren eingesetzt. Um das steigende Volumen der Bilddaten zu verwalten werden sogenannte PACS (Picture Archive and Communication Systems) eingesetzt. Die Anfänge von PACS-Anwendungen gehen auf die Radiologie zurück. Inzwischen setzen aber fast alle Facharztbereiche professionelle Bildspeichersysteme in den HIT-Netzwerken ein. Auch PACS-Anwendungen werden zunehmend mit den EPA-Systemen verbunden. Damit können Mediziner sowohl die klinischen Informationen, wie auch die Bilddaten zu einem Patientenfall an einem Bildschirm nutzen.

**Elektr. Patientenakte
verwaltet Bildgebende
Anwendungen und
verfügt über den Zu-
gang zu med. Daten-
banken**



Quelle: ifa systems AG, Geschäftsbericht, S. 19

Die internationale Elektronische Patientenakte (EPA) ist weiterhin das Flaggschiff der Unternehmensgruppe. Die Produktbezeichnung lautet „Premium EMR“ (Electronic Medical Record). Das Produkt stellt die dritte Generation der ifa-EPA dar und wurde 2009 erstmals auf dem internationalen Markt vorgestellt. Das Produkt ist eine Kombination aus Software und klinischen Datenbanken. Die Entwicklung basiert auf einer mehr als 20-jährigen Erfahrung und einer sehr engen Zusammenarbeit mit ophthalmologischen Spezialisten auf der ganzen Welt.

Entwicklungen basieren auf mehr als 20-jähriger Erfahrung

Interface Anwendungen / Anschlüsse (IAC), Middleware

Die weitgehend heterogenen Health-IT-Architekturen im Markt setzen Schnittstellenprogramme und intelligente Middleware-Komponenten voraus. Mit der weiteren Verbreitung von EPA-Systemen steigt auch proportional der Bedarf für Interface-Lösungen.

Zwei Standards haben sich in den vergangenen Jahren ergänzend entwickelt:

1. Der HL7-Standard (Health Level 7 Standard) stellt Lösungen für die Kommunikation von administrativen und klinischen Daten zur Verfügung.

2. über DICOM Schnittstellen werden insbesondere Bild- und Grafikdaten in EPA - PACS Umgebungen ausgetauscht.

Die Entwicklungen von standardisierten Interface-Programmen sind hochkomplex und ausschließlich Spezialisten in diesen Bereichen vorbehalten. Die Entwicklungen sind entsprechend zeit- und kostenaufwendig. In der ifa systems AG Gruppe haben sich beispielsweise die Aufwendungen für IHE- (Integrating the Healthcare Enterprise) Entwicklungen und Schnittstellen in den letzten vier Jahren verdreifacht. Die Zuwachsraten bei Umsatz und Deckungsbeitrag steigen jährlich proportional an.

Zusätzlich zu Systemschnittstellen werden Middleware-Komponenten für die Kommunikation zwischen Medizintechnik (Untersuchungsgeräten) und der EPA nachgefragt. Das stellt hohe Markteintrittsbarrieren dar, da nur wenige Standards bestehen und damit die Entwicklungsaufwendungen individuell und entsprechend sehr hoch sind.

ifa HIT-Lösung bietet mehr als 450 Geräteschnittstellen mit Langzeitgarantie

Die ifa systems AG Gruppe hat beispielsweise in den vergangenen 25 Jahren über 450 Schnittstellen zu ophthalmologischen und optometrischen Untersuchungsgeräten entwickelt. Die Schnittstellenmodule und Middleware-Systeme werden häufig zusammen mit EPA-Lösungen angeboten. Sie können aber auch unabhängig vom EPA-System von Drittanbietern eingesetzt werden. Ein Alleinstellungsmerkmal der ifa-Lösungen ist die Anschlussmöglichkeit und -garantie mit führender Medizintechnik.

Telemedizinische Anwendungen ermöglichen die Verfügbarkeit medizinischer Experten an entlegensten Standorten

Telemedizin, IT Services, Consulting & Implementierung

Die Kapazitäten medizinischer Experten werden durch Telemedizin optimal genutzt. Ein Beispiel dafür sind Teleretinal Services für Netzhautspezialisten. Ausgewählte Bilddaten werden an einem entfernten Ort erfasst und über das Internet den Spezialisten zur Beurteilung zur Verfügung gestellt.

Auch die Telemedizin stellt ein großes Spektrum verschiedenartiger Lösungen dar. Effizient eingesetzt werden können Lösungen, bei denen mehrere Mediziner Informationen zu einem Patienten austauschen und so zu einer qualifizierten Entscheidung (z. B. Konzept der „zweiten Meinung“) kommen. Mit telemedizinischen Anwendungen kann der Mangel an Spezialisten ausgeglichen werden. In der Augenheilkunde können beispielsweise in einer ländlichen Augenarztpraxis Aufnahmen der Netzhaut gemacht werden. Diese können dann zur qualifizierten Evaluierung an ein sogenanntes Reading-Center weitergeleitet werden, in dem Spezialisten Diagnoseentscheidungen treffen und Therapieplanungen vorschlagen können. Neben der lokalen Software-Applikation werden Schnittstellen zu Medizintechnik, sowie eine webbasierte Kommunikationsstruktur benötigt. Im Idealfall werden die telemedizinischen Anwendungen mit einem EPA-System kombiniert, um Doppeleingaben zu vermeiden und die Dokumentationen der verschiedenen medizinischen Einrichtungen in einem System zu vereinigen.

Fremdprodukte / Third Party Revenues

Der Geschäftsbereich Fremdprodukt ist historisch begründet und über die Zeit hinweg gewachsen. Schon in der Gründungsphase verlangte die Augenarztpraxis eine schlüsselfertige Softwareanwendung. Als Vollsortimenter lieferte die Gesellschaft die Software und die dazu passende Hardware und passte die IT an die Praxisumgebung an. Noch heute fragen insbesondere Praxen mittlerer Größe diese Lösungsalternative nach.

Disease Registries / Clinical Research / EDC

Die evidenzbasierte Medizin ist ein zunehmend wichtiges Thema unter Medizinern. Unter der evidenzbasierten Medizin versteht man klinische Entscheidungen, die auf empirische Belege gestützt sind. Diese junge Entwicklungsrichtung in der Medizin erhebt die Forderung, dass die moderne klinische Behandlung auf empirisch nachgewiesener Wirksamkeit basiert. Dazu werden große Datenmengen gesammelt und unter wissenschaftlichen Gesichtspunkten analysiert und zu Behandlungsempfehlungen verdichtet.

Grundlage dazu ist die wissenschaftliche Forschung und die Sammlung gebietsübergreifender Daten mit sogenannten Krankheitsregistern (Disease Registries). Diese können auch abgeleitet werden von sogenannten Qualitätssicherungsprojekten, die durch medizinische Institutionen oder Forschungszentren realisiert werden.

In den Krankheitsregistern werden strukturierte (codierte) medizinische Daten zu Befunden, Diagnosen, Therapien und deren Erfolge gespeichert und ausgewertet. Ein solches Disease Registry ist auch das internationale EUREQUO-Projekt, das federführend von der ifa systems AG Gruppe entwickelt wurde und zukünftig weltweit betreut wird.

Webbasierte Anwendungen werden zur Datensammlung klinischer Informationen eingesetzt. Krankheitsregister und Qualitätsdatenbanken werden zum wichtigsten Instrument im Life-Science-Bereich.

Mittelfristig wird die direkte elektronische Datenerfassung die handschriftliche Dokumentation ablösen. Im Bereich EDC (Electronic Data Capturing) werden aktuell Standards entwickelt, die mit denen der EPA-Systeme synchronisiert werden. Ziel ist es, die klinischen Daten nur einmal in der elektronischen Patientenakte zu erfassen und dann für externe Datenbank innerhalb klinischer Forschungsprojekte anonymisiert zur Verfügung zu stellen.

Die ifa systems ist führend in der Entwicklung von Disease Registries

Im internationalen Projekt EUREQUO ist die ifa systems IT partner „of choice“

Mit Umstellung auf IFRS werden zukünftig Runtime-Lizenzen separat ausgewiesen

Segmentberichterstattung / IFRS

Wir begrüßen den neuerlichen separaten Ausweis der nachhaltigen Runtime-Lizenzen. Damit bietet die Gesellschaft nun an, die umstrittenen aktivierten Eigenleistungen auf transparente Weise in Perspektive zu den Runtime-Lizenzen zu setzen.

Den Entwicklungsaufwand, welchen die Gesellschaft bspw. in das Anlegen von Disease Registries, CDSS Profilen, Datenbanken, in die Spracherweiterung der Software, oder in die Erstellung von Geräteschnittstellen investiert wird als Eigenleistung aktiviert. Diese Leistungen stehen in unmittelbarem Zusammenhang mit der Marktfähigkeit der angebotenen Software und schließlich im Zusammenhang mit dem Verkauf von Lizenzen, welche einen nachhaltigen Cash-Flow generieren.

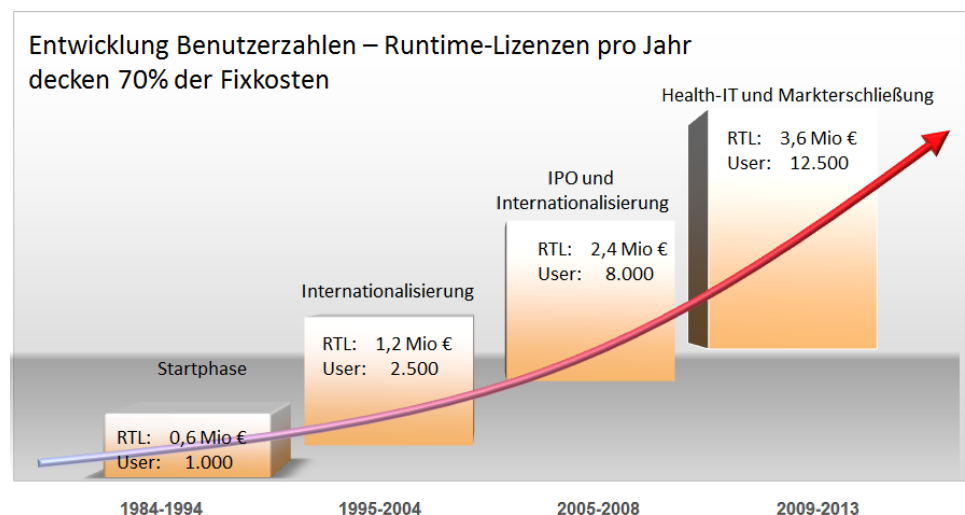
Einnahmen aus Runtime-Lizenzen 2009-2012

Lizenz in Region	2009		2010		2011		2012(e)		2013(e)	
	T€	%-ual	T€	%-ual	T€	%-ual	T€	%-ual	T€	%-ual
Deutschland	1.885,0	81,7%	1.920,0	76,2%	1.926,0	69,6%	1.980,0	62,7%	2.036,0	56,5%
International	322,0	14,0%	400,0	15,9%	498,6	18,0%	598,0	18,9%	697,6	19,4%
USA/Kanada	45,0	1,9%	67,0	2,7%	132,0	4,8%	349,0	11,0%	578,7	16,7%
QM/EDC	56,0	2,4%	134,0	5,3%	212,0	7,6%	233,0	7,4%	265,4	7,4%
Gesamt	2.308,0	100,0%	2.521,0	100,1%	2.768,6	100,0%	3.160,0	100,0%	3.577,7	100,0%

Quelle: ifa systems Geschäftsbericht 2012, S. 39

Leistungseinsatz zur Erhöhung der Runtime-Lizenzen beläuft sich auf 4,5X - 5,0X

Der Erhöhung an Runtime-Lizenzen von T€ 391,4 (Gj. 2012/2011) stehen im Gj. 2012 aktivierte Eigenleistungen i.H.v. € 3,032 Mio. gegenüber. Ein Einsatzfaktor von 7,75X. Die in 2012 aktivierten Eigenleistungen unterlagen jedoch erheblichen Sondereinflüssen im Rahmen der IFRS Umstellung. Generell sehen wir aktivierte Eigenleistungen i.H.v. bis zu € 2,0 Mio. p.a., so dass der Einsatzfaktor mit einer Steigerung der Runtime-Lizenzen von rd. T€ 400 p.a. im Bereich 4,5X bis 5,0X liegt.



Quelle: ifa systems Geschäftsbericht, S. 40

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

Aufwendungen der Markterschließung

In den Jahren 2010 bis 2012 hat die ifa systems zur Erschließung europäischer und Internationaler Märkte umfangreiche Maßnahmen ergriffen. Vor allem wurde am US Markt in dieser Zeit ein strategischer Vertriebsstützpunkt der Gesellschaft aufgebaut. Dieser dient auch zur Abschöpfung des regierungsgeförderten „medical stimulus“ Programms. Investiert wurden in den USA in den vergangenen 3 Jahren rd. € 2,4 Mio.

Aufwendungen der Markterschließung

in T€

Gesch.Jahr	EU/ sonst.	USA/ Kanada	Latein- Amerika	China	Asien ohne China	Mittlerer Osten	Gesamt Kosten	%-ual z. EBIT	%-ual z. Leistung
2010	160,0	616,0	81,5	137,4	216,8	84,2	1.295,9	74,8%	17,4%
2011	265,2	1.020,3	135,0	227,6	359,1	139,5	2.146,7	43,9%	21,9%
2012	202,8	780,7	103,3	174,1	274,8	106,7	1.642,4	23,0%	15,7%
2010-2012	628,0	2.417,0	319,8	539,1	850,7	330,4	5.085,0	45,0%	18,4%

Quelle: ifa systems, Geschäftsbericht, S. 37

Der Chinesische Markt ist vom Volumen ähnlich groß wie der Amerikanische. Dort unterhält die ifa systems bereits eine Kooperation mit dem lokalen Integrationsunternehmen Global Vision. Eine Pilotversion unter Umsetzung internationaler Behandlungsstandards in chinesischer Sprache läuft bereits am Universitäts-Augenklinikum in Peking. Das dort entwickelte innovative Master-Design soll später als Vorlage für weitere Augenkliniken im Lande dienen. Investiert wurden im 3-Jahreszeitraum rd. T€ 540.

Die Investitionsleistungen der ifa systems liegen im aufgezeigten Zeitraum bei € 5.085 Mio. Dies entspricht einer Quote von durchschnittlich 45% des EBIT bzw. 18,4% der Gesamtleistung des Unternehmens.

In diesem Investitionszyklus gelang es der ifa systems Referenzprojekte von internationalem Renommée umzusetzen:

- Dan McGee Eye Institute in Oklahoma, USA
- Augenklinik OZR, Rotterdam, NL.
- Artemis Kliniken, Frankfurt am Main
- JEC, Jakarta, Indonesien
- RVEEH, Melbourne, Australien und die
- Universitätsklinik in Leuven, Belgien

Die einzelnen Großinstallationen werden in den kommenden Jahren erhebliche Einnahmen an wiederkehrenden Runtime-Lizenzen in der Erfolgsrechnung der ifa systems generieren.

Das hohe Niveau der in den vergangenen 3 Jahren eingesetzten Markterschließungsaufwendungen hat die Gesellschaft seit dem Jahreswechsel 2012/13 erheblich reduziert. Mit der Q4/2012 Meldung kündigte der Vorstand an, dass zukünftig rd. € 1 Mio. an Markterschließungsaufwendungen eingespart werden sollen.

KOMMENTIERUNG DER FINANZERGEBNISSE

Auf Jahresbasis 2012 blieb die Gesamtleistung von € 10,4 Mio. mit einem Jahresüberschuss von T€ 573 unterhalb unserer Erwartungen. Wir gingen noch zu Jahresbeginn 2012 von einer Gesamtleistung i.H.v. € 13,3 Mio. und einem Jahresergebnis von € 1,5 Mio. aus. Der Anfang 2012 vom Management gegebene Ausblick für das Gesamtjahr war nicht mehr aufrecht zu erhalten, da zwei Groß-

Zur Markterschließung in den USA wurden in den letzten 3 Jahren €2,4 Mio. investiert

Insgesamt investierte das Unternehmen €5,1 zur Erschließung globaler Märkte

Installationen großer, prominenter Kliniken werden dem Unternehmen zukünftig hohe Lizenz-Zuflüsse bescheren

Geschäftsjahr 2012 blieb hinter den Erwartungen der Investoren

projekte unterbrochen werden mussten und die amerikanische Regierung ihre Fördermittelprogramme um ein Jahr verlängert hat, so dass Interessenten die Entscheidung hinauszögern. Zusätzlich wurde die Einführung der wichtigen internationalen Diagnosekodierung, die ein wichtiger Grund für die EPA-Einführung ist, um ein Jahr von 2013 auf 2014 verschoben. Die Quartalsübersicht zeigt den zurück gebliebenen Cash-Flow im Geschäftsjahr 2012, der sowohl dem stockenden Projektgeschäft als auch der härteren Gangart am US Markt zuzuschreiben ist.

Quartalsvergleich 2010

in €('000)	12M	%-ual	Q1/10	%-ual	Q2/10	%-ual	Q3/10	%-ual	Q4/10	%-ual	2010	%-ual v.
bis auf GpA	2009	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.		z. Vj.		z. Vj.			Umsatz
Gesamtleistung	6.756	9,4%	1.350	9,8%	1.550	8,4%	1.650	23,1%	2.890	7,2%	7.440	100,0%
EBIT	1.135	82,8%	200	33,3%	240	336,4%	290	262,5%	969	14,0%	1.699	22,8%
Periodenergebnis	772	28,8%	144		172		209		722		1.247	16,8%
GpA (in ct.)	0,56		0,08		0,09		0,11		0,39		0,68	

Quartalsvergleich 2011

in €('000)	12M	%-ual	Q1/11	%-ual	Q2/11	%-ual	Q3/11	%-ual	Q4/11	%-ual	2011	%-ual v.
bis auf GpA	2010	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.		z. Vj.		z. Vj.			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	1.247	61,5%	185		199		267		646		1.298	13,2%
GpA (in ct.)	0,68		0,08		0,09		0,12		0,29		0,59	

Quartalsprognose 2012

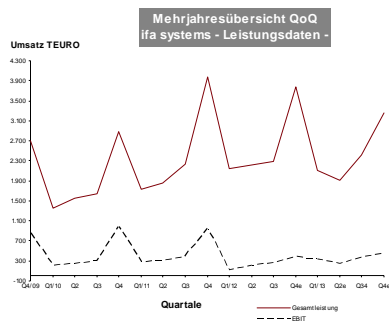
in €('000)	12M	%-ual	Q1/12	%-ual	Q2/12	%-ual	Q3/12	%-ual	Q4/12	%-ual	2012	%-ual v.
bis auf GpA	2011	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.		z. Vj.		z. Vj.			Umsatz
Gesamtleistung	9.805	31,8%	2.150	23,6%	2.220	20,0%	2.280	2,2%	3.784	-5,0%	10.434	100,0%
EBIT	1.893	11,4%	110	-59,3%	210	-27,6%	260	-33,3%	378	-59,9%	958	9,2%
Periodenergebnis	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	

Quartalsprognose 2013*

in €('000)	12M	%-ual	Q1/13	%-ual	Q2/13	%-ual	Q3/13e	%-ual	Q4/13e	%-ual	2013	%-ual v.
bis auf GpA	2012	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.		z. Vj.		z. Vj.			Umsatz
Gesamtleistung	10.434	6,4%	2.110	-1,9%	1.910	-14,0%	2.410	5,7%	3.255	-14,0%	9.685	100,0%
EBIT	958	-49,4%	325	195,5%	235	11,9%	370	42,3%	465	23,0%	1.395	14,4%
Periodenergebnis	573	-55,9%	234		169		299		376		1.078	11,1%
GpA (in ct.)	0,23		0,09		0,07		0,12		0,15		0,43	

Quelle: Quartalsmeldungen ifa systems AG; Prognosen: BankM

*) Quartalsergebnisse beinhalten Konsolidierungseffekte



Quelle: Quartalsberichte ifa systems, BankM Research

US-Markt bleibt schwierig. Wir erwarten in 2013 einen leichten Umsatzrückgang bei höherem Nettoertrag

Die von der Gesellschaft zum ersten Halbjahr 2013 gemeldeten Ergebnisse zeigen bereits an, dass einzelne aus dem Vorjahr nicht fakturierbaren Umsätze nachgeholt werden konnten. Generell bleibt aus unserer Sicht jedoch der US-Markt schwierig.

Hinsichtlich des internationalen Projektgeschäfts schätzen wir das von der ifa systems in den letzten Jahren gewonnene Know-how als sehr wertvoll ein. In Anbetracht des ansprechenden Produktangebots sind wir überzeugt, dass sich die Gesellschaft im Health-IT Markt und im Geschäft mit Augenkliniken international weiter etablieren wird.

Die Gesellschaft hat in Ihrer letzten Pressemitteilung angekündigt, die Finanzergebnisse künftig ausschließlich auf Basis IFRS zu berichten.

BEWERTUNG / KAPITALMARKTBETRACHTUNG

Basierend auf unseren reduzierten Prognosen haben wir eine Neubewertung durchgeführt. Die Vergleichsmultiplikatoren in unserer Peer-Group haben wir nachfolgend angepasst. Demnach ergibt sich eine Bewertung in Bezug auf die Vergleichsunternehmen i.H.v. € 6,50 je Aktie. Unsere Gewinnprognose für das Jahr 2014 beträgt dabei 51c pro Aktie.

Peer Group

Daten vom 8.8.2013						MCap/		EV/		EV/		KGV	
Gesellschaft	Anz.					Sales	EBITDA	EBIT					
im Vergleich	Ticker	Kurs	Aktien	MCAP	EV	13e	14e	13e	14e	13e	14e	13e	14e
Nemetschek	XTRA:NEM	43,75	9,6	421,1	386,3	2,2	2,1	8,7	7,8	11,8	9,4	18,7	14,9
Nexus	XTRA:N XU	9,30	15,1	140,5	127,8	2,0	1,8	8,6	7,4	17,5	13,2	19,4	14,8
AutoDesk USD	NasdaqGS:	34,89	223,6	7.801,4	6.582,3	3,4	3,0	10,4	9,4	11,2	10,6	18,0	18,0
CompuGroup Medical AG	DB:COP	15,30	53,2	814,3	1.053,4	1,7	1,6	8,7	7,9	12,1	10,6	13,9	11,7
Geratherm Medical AG	XTRA:GME	6,06	5,0	30,0	24,9	1,2	1,2	5,1	4,7	6,1	5,4	8,9	7,0
Carl-Zeiss MeditTech	XTRA:AFX	25,33	81,3	2.053,1	1.948,5	2,3	2,1	12,7	11,5	14,7	13,1	23,6	21,0
Mean						2,1	2,0	9,0	8,1	12,2	10,4	17,1	14,6
Median						2,1	1,9	8,7	7,9	11,9	10,6	18,3	14,8
ifa systems	IS8	3,30	2,50	8,60	9,10	0,77	0,68	5,2	3,6	7,7	4,7	7,7	6,5
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						9,15	9,55	6,11	8,00	5,57	7,73	5,64	8,01
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						9,05	9,35	5,91	7,75	5,44	7,89	6,05	8,17
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,32	7,64	4,89	6,40	4,46	6,18	4,51	6,41
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						7,24	7,48	4,73	6,20	4,35	6,31	4,84	6,50

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

Die Analyse der Vergleichsunternehmen skizziert den weiteren Kursverlauf der Aktie. Im Vergleich zu den Peers handelt die ifa systems bei einem KGV(2014) von 6,50X und einer Umsatzbewertung(2014) von 0,68X weit unterhalb von CompuGroup, Nexus, Nemetschek und AutoDesk.

Die beste Vergleichsmöglichkeit der ifa systems sehen wir mit der CompuGroup Medical AG aus dem benachbarten Koblenz. Zwar ist auch das KGV(2014) der CompuGroup zurückgekommen, doch liegt es noch nahezu doppelt so hoch wie bei der ifa systems AG.

Aus der Marktbewertung der ifa systems ziehen wir den Schluss, dass der Aktienkurs der Gesellschaft auf die negativen Meldungen in den letzten Monaten überreagiert hat.

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Preis	KGV 2013	KGV 2014	EV/EBIT 2013	EV/EBIT 2014
1,80	5,5	3,3	4,4	2,7
2,30	7,0	4,2	4,6	2,8
2,50	7,6	4,5	5,0	3,1
2,80	8,5	5,1	6,6	4,0
3,10	9,4	5,6	7,2	4,4
3,40	10,3	6,2	7,9	4,8
3,70	11,2	6,7	8,6	5,2
3,90	11,8	7,1	9,0	5,5
4,20	12,7	7,6	9,6	5,9
4,50	13,6	8,2	10,3	6,3
4,80	14,5	8,7	11,0	6,7
5,10	15,5	9,3	11,6	7,1
5,40	16,4	9,8	12,3	7,5
5,70	17,3	10,4	12,9	7,9
5,95	18,0	10,8	13,5	8,3

Berchnung: BankM Research

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%	13,2%	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	1,0%
Umsatz	7.916,0	7.402,0	7.785,0	8.510,0	9.635,0	10.983,9	12.521,6	14.274,7	16.130,4	18.227,3	18.409,6
EBIT Marge	23,9%	12,9%	17,9%	19,4%	19,7%	24,0%	24,0%	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%
EBIT	1.893,0	958,0	1.395,0	1.650,0	1.900,0	2.636,1	3.005,2	2.426,7	2.580,9	2.734,1	2.761,4
Steuern	532,0	318,0	286,7	340,2	392,7	790,8	901,6	728,0	774,3	820,2	828,4
Ergebnis vor Zinsen	1.361,0	640,0	1.108,4	1.309,8	1.507,3	1.845,3	2.103,6	1.698,7	1.806,6	1.913,9	1.933,0
+ Abschreibungen	634,0	531,0	550,0	600,0	750,0	787,5	826,9	868,2	911,6	957,2	1.005,1
- 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	1.005,1
- Veränderung Work. C.	563,6	-2.003,0	-352,5	-180,2	-292,0	-297,9	-303,8	-291,7	-280,0	-268,8	-258,1
= Freier CF (FCFF)	-1.428,6	-413,0	1.010,9	1.090,0	1.049,3	2.530,7	2.734,3	2.358,6	2.498,2	2.639,9	2.191,1
Endwert											14.974,5
WACC Berechnung											
Steuerquote	35,7%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Verschuldungsgrad	8,9%	5,1%	2,4%	-0,1%	-0,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Eigenkapitalkosten	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
Fremdkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nachsteuerkosten 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	15,2%	15,7%	15,9%	16,2%	16,2%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		-357,1	752,2	695,3	574,9	1.224,2	1.143,9	853,3	781,6	714,3	
Present Value des Endwertes											4.051,8
Die Bewertung											
PV des FCFF	6.382,6	61,2%									
+ PV des Endwertes	4.051,8	38,8%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	10.434,4										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	650,0										
= Wert des Unternehmens	11.084,4										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	612,0										
= Wert des Eigenkapitals	10.472,4										
Preis je Aktie	4,20										

Quelle: BankM Research

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
1,10	5,18	5,23	5,28	5,34	5,40
1,25	4,61	4,65	4,69	4,73	4,77
1,40	4,14	4,17	4,20	4,23	4,26
1,55	3,74	3,76	3,79	3,81	3,84
1,70	3,40	3,41	3,43	3,45	3,47

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge resultieren aus den sechs ifa Geschäftsbereichen. Wir haben unsere Prognosen im Vergleich zu unserer letzten Analyse leicht reduziert. Wir glauben an das know-how, welches die ifa systems in der Umsetzung von Großprojekten in den zurückliegenden Jahren erworben hat.

Ergebnis aus der FCF-Berechnung: € 4,20

Ergebnis aus der Peer Group: € 6,50

€ 10,70 :2

Fairer Wert - Gewichtung zu je 50% € 5,35 je Aktie

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

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge geben unsere mittelfristige Prognose wieder.

Wir gehen davon aus, dass die Umsätze und Ergebnisse auch im kommenden Jahr 2014 nicht mehr das hohe Wachstumsniveau der zurückliegenden Jahre erreichen werden.

In den kommenden 5 Jahren legen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 10,4% (CAGR) zugrunde. Das EBIT steigt in diesem Zeitraum um 28,8% (CAGR) deswegen so stark, weil das schwache Ergebnis 2012 in die Berechnung einfließt. Darüber hinaus greift das Kostensenkungsprogramm.

Es sei darauf hingewiesen, dass wir in unserem Modell ab dem Jahr 2016 eine Steuerquote von 30% ansetzen. Wir rechnen damit, dass sich die betriebliche Steuerbelastung mittelfristig wieder erhöhen wird.

In der späteren Entwicklungsphase des Unternehmens lassen wir das Umsatzwachstum auf bis zu 14% 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 € 10,4 Mio. und einen entsprechenden Wert pro Aktie von € 4,20.

Zusammenfassung

Wir erhöhen unseren fairen Wert der Aktie auf € 5,35 und stellen den Titel wieder auf „KAUFEN“.

Wir begründen unsere Bewertung damit, dass die Aktie in den letzten 12 Monaten zu hohe Kurseinbußen hinnehmen musste. In Relation zu den Vergleichsunternehmen in der Peer Group und zur Branche ist die Aktie der ifa systems AG mit 0,7X Umsatz₍₂₀₁₄₎ und einem KGV₍₂₀₁₄₎ von 6,5X nun deutlich unterbewertet.

Das Geschäftsmodell der Gesellschaft ist intakt. Das Produktangebot und das Know-how im internationalen Projektgeschäft werden der Gesellschaft auch zukünftig nachhaltige Umsätze und attraktive Margen sichern.

Fundamental betrachtet steht der heutige Kurs von € 3,30, der einer Marktkapitalisierung von rd. € 8,3 Mio. entspricht in einem starken Missverhältnis zum Unternehmenswert. Die Bewertung von 0,7X Umsatz₍₂₀₁₄₎ ist für das robuste Geschäftsmodell der ifa systems schlichtweg zu schwach.

Der zur Zeit depressive Kursverlauf in der Aktie kann nur darauf zurückzuführen sein, dass Akteure im Umfeld konkurrierender Großaktionäre eine langfristig angelegte „Wette“ eingehen. Der Gesellschaft selbst, die über ausreichend finanziellen Spielraum verfügt und den Kapitalmarkt b.a.w. nicht in Anspruch nehmen muss, kann diese Situation einerlei sein. Neue Aktionäre könnten sich hingegen mit den momentanen Einstiegskursen ein erhebliches langfristiges „upside“ in diesem Wert sichern.

TABELLENANHANG

Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	11	12	13e	14e	15e	12	13e	14e	15e
Aktiva						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	980,0	651,0	501,0	311,0	171,0	3,7	3,1	1,8	0,9
Sonstiges Anlagevermögen	11.406,0	14.710,0	14.254,0	15.821,1	18.356,8	83,9	88,1	89,5	91,4
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	8.816,0	11.848,0	13.748,0	15.648,0	17.598,0	67,6	84,9	88,5	87,6
Anlagevermögen	12.386,0	15.361,0	14.755,0	16.132,1	18.527,8	87,6	91,2	91,2	92,2
Vorräte	113,0	117,0	108,6	116,7	129,9	0,7	0,7	0,7	0,6
Forderungen	2.263,0	875,0	312,2	335,6	373,4	5,0	1,9	1,9	1,9
Barmittel	551,0	693,0	555,9	610,0	519,3	4,0	3,4	3,4	2,6
Sonstiges Umlaufvermögen	437,0	489,0	453,9	487,9	542,9	2,8	2,8	2,8	2,7
Umlaufvermögen	3.364,0	2.174,0	1.430,5	1.550,1	1.565,6	12,4	8,8	8,8	7,8
Bilanzsumme	15.750,0	17.535,0	16.185,6	17.682,2	20.093,4	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva									
Gezeichnetes Kapital	2.208,0	2.500,0	2.500,0	2.500,0	2.500,0	14,3	15,4	14,1	12,4
Kapitalrücklagen	4.607,0	5.828,0	5.828,0	5.828,0	5.828,0	33,2	36,0	33,0	29,0
Gewinnrücklagen	4.666,0	5.090,0	5.943,4	6.973,2	8.150,5	29,0	36,7	39,4	40,6
Eigenkapital	11.481,0	13.418,0	14.271,4	15.301,2	16.478,5	76,5	88,2	86,5	82,0
Anteile Konzernfremder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	11.481,0	13.418,0	14.271,4	15.301,2	16.478,5	76,5	88,2	86,5	82,0
Rückstellungen	496,0	204,0	189,4	203,5	226,5	1,2	1,2	1,2	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	1.724,9	2.177,5	3.388,4	22,3	10,7	12,3	16,9
Verbindlichkeiten	4.269,0	4.117,0	1.914,3	2.381,1	3.615,0	23,5	11,8	13,5	18,0
dav. zinstragende Verbindl.	1.025,0	690,8	341,2	-13,3	-114,8	3,9	2,1	-0,1	-0,6
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	3.322,5	3.535,6	3.281,8	3.527,5	3.925,7	20,2	20,3	19,9	19,5
Bilanzsumme	15.750,0	17.535,0	16.185,6	17.682,2	20.093,4	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: BankM Research

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 (%)									
Umsätze - ifa united i-tech Inc.	1.346,7	2.020,0	2.100,0	2.435,0	3.010,0	50,0	4,0	16,0	23,6	19,7
Umsätze - ifa systems AG	5.804,3	4.882,0	5.100,0	5.355,0	5.815,0	-15,9	4,5	5,0	8,6	6,8
Umsätze - IAG/INOVEON	765,0	500,0	585,0	720,0	810,0	-34,6	17,0	23,1	12,5	17,7
Umsatz	7.916,0	7.402,0	7.785,0	8.510,0	9.635,0	-6,5	5,2	9,3	13,2	5,0
Aktiviere Eigenleistungen	1.889,0	3.032,0	1.900,0	1.900,0	1.950,0	60,5	-37,3	0,0	2,6	0,8
Gesamtleistung	9.805,0	10.434,0	9.685,0	10.410,0	11.585,0	6,4	-7,2	7,5	11,3	4,3
Materialaufwand	828,0	689,0	800,0	800,0	900,0	-16,8	16,1	0,0	12,5	2,1
Rohrertrag	8.977,0	9.745,0	8.885,0	9.610,0	10.685,0	8,6	-8,8	8,2	11,2	4,5
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	4.200,0	4.400,0	4.825,0	10,9	-0,5	4,8	9,7	6,1
Sonstige betriebl. Aufwendungen	4.486,0	4.641,0	2.900,0	3.120,0	3.370,0	3,5	-37,5	7,6	8,0	-6,9
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	2.527,0	1.489,0	1.945,0	2.250,0	2.650,0	-41,1	30,6	15,7	17,8	1,2
Abschreibungen	634,0	531,0	550,0	600,0	750,0	-16,2	3,6	9,1	25,0	4,3
Betriebsergebnis (EBIT)	1.893,0	958,0	1.395,0	1.650,0	1.900,0	-49,4	45,6	18,3	15,2	0,1
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
Finanzergebnis	-63,0	-67,0	-30,0	-30,0	-30,0	6,3	-55,2	0,0	0,0	-23,5
Ergebnis vor Steuern (EBT)	1.830,0	891,0	1.365,0	1.620,0	1.870,0	-51,3	53,2	18,7	15,4	0,5
Ertragssteuern	532,0	318,0	286,7	340,2	392,7	-40,2	-9,9	18,7	15,4	-7,3
Ergebnis nach Steuern	1.298,0	573,0	1.078,4	1.279,8	1.477,3	-55,9	88,2	18,7	15,4	3,3
Firmenwertabschreibungen (Goodwill)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	634,0	531,0	550,0	600,0	750,0	-16,2	3,6	9,1	25,0	4,3
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	1.893,0	958,0	1.395,0	1.650,0	1.900,0	-49,4	45,6	18,3	15,2	0,1
Adj. Anzahl der Aktien	2.208	2.500	2.500	2.500	2.500	13,2	0,0	0,0	0,0	3,2
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	0,59	0,23	0,43	0,51	0,59	-61,0	88,2	18,7	15,4	0,1
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,59	0,23	0,43	0,51	0,59	-61,0	88,2	18,7	15,4	0,1
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	1,21	0,47	0,65	0,75	0,89	-60,9	37,9	15,4	18,5	-7,4

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	11	12	13e	14e	15e	12	13e	14e	15e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
Adj. Ergebnis nach Steuern	1.298,0	573,0	1.078,4	1.279,8	1.477,3	-55,9	88,2	18,7	15,4	3,3
+ Abschreibungen	634,0	531,0	550,0	600,0	750,0	-16,2	3,6	9,1	25,0	4,3
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	738,0	77,0	0,0	0,0	0,0	-89,6	-100,0	0,0	0,0	-100,0
= Cash Earnings	2.670,0	1.181,0	1.628,4	1.879,8	2.227,3	-55,8	37,9	15,4	18,5	-4,4
- Veränderungen im Net Working Capital	563,6	-2.003,0	-352,5	-180,2	-292,0	51,2	-37,8	4,0	22,3	4,6
= Operating Cash Flow	2.106,4	3.184,0	1.980,9	2.060,0	2.519,3	51,2	-37,8	4,0	22,3	4,6
- 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
= Freier Cash Flow	-753,6	-403,0	980,9	1.060,0	1.019,3	-46,5	-343,4	8,1	-3,8	-236,3
- 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	225,0	250,0	300,0	-37,1	-10,0	11,1	20,0	-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	-200,0	-200,0	-200,0	-15,5	18,3	0,0	0,0	5,8
Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	551,0	693,0	555,9	610,0	519,3	25,8	-19,8	9,7	-14,9	-1,5

Quelle: BankM Research

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	2.8.2011	Kaufen	€ 11,25
Rüdiger Holzammer	7.12.2011	Kaufen	€ 11,88
Rüdiger Holzammer	15.3.2012	Kaufen	€ 15,10
Rüdiger Holzammer	16.11.2012	Kaufen	€ 10,26
Rüdiger Holzammer	15.1.2013	Neutral	€ 4,75

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:

9.8.2013

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

Schlusskurse vom 8.8.2013

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 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.

© 2013 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.