

Basisstudien-update

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals HALTEN)

Fairer Wert

€7,27

(vormals €6,45)

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

Management hat die Stabilität wieder hergestellt

1. Hj 2018 mit ausgeglichenem Ergebnis - Kerngeschäft Cash-positiv

Zum ersten Halbjahr berichtet die ifa systems AG (Vorjahr in Klammern):

Umsatz: €3,1 Mio. (€3,3)

EBIT: €0,04 Mio. Schwarze Null (€-1,6 Mio.)

EBITDA-Marge: 18,9% (-18,4%)

Reduzierung aktivierter Eigenleistungen: von 2015 auf 2016 um ca. T€ 800,- und von 2016 auf 2017 um nochmals rd. T€ 750.

Der Halbjahresbericht 2018 lässt erkennen, dass die ifa systems die bittere Epoche der letzten beiden Jahre hinter sich lässt. Wir sehen bereits Anzeichen positiver Geschäftsimpulse bei einem attraktiven Umsatz-Mix.

Abgeschlossene Restrukturierung / aktueller Fokus

Nachdem das Kerngeschäft Cash-positiv ist, wird die ifa systems in der Zukunft wieder in weitere Wachstumsfelder investieren. Aktuell wird in den Ausbau von Marketing/Vertrieb investiert und dieser im Einklang mit der neuen Ausrichtung und Schwerpunktsetzung organisiert.

Die Kernkompetenzen der ifa systems:

- EPA in den bereits vorhandenen regionalen und internationalen Clustermärkten, in DACH, BENELUX und im Nahen-/Mittleren Osten.
- Bestehende internationale Referenz-Installationen werden aktiv mit Service-Erweiterungen, Updates und Upgrades betreut.
- Geräteschnittstellen / Connectivity.

Starkes Wachstum am Binnenmarkt, solide Pipeline im internat. Geschäft

Mit Umsetzung der Telematikinfrastruktur im Gesundheitswesen erlebt der Markt für Health-IT in Deutschland zurzeit eine Wiederbelebung. Das von den Kassenvereinen überwachte eHealth-Gesetz schreibt die Anbindung aller Teilnehmer im Gesundheitswesen bis zum Jahresende 2018 vor. Dieser Umstand sorgt auch bei der ifa systems für eine hohe Auslastung, die über den Jahreswechsel hinausgehen wird. International installiert die ifa systems zurzeit Referenzkliniken in Peru und im Nahen Osten.

Wir erhöhen den Fairen Wert um €0,82 von €6,45 auf €7,27

Grund dafür ist die wiederhergestellte Stabilität im Unternehmen, ein gesundes Wachstum mit umsichtiger Aktivierung von Eigenleistungen und die bestätigte Guidance des Managements.

Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. € *)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2015	10,7	3,4	2,7	2,7	2,1	0,99	0,12	25,2%	19,3%
2016	10,5	1,0	-2,2	-2,2	-2,2	-1,47	0,15	neg.	neg.
2017	9,4	-2,9	-7,8	-10,3	-9,3	-3,38	0,00	neg.	neg.
2018e	7,7	1,3	0,3	0,1	0,1	0,04	0,00	3,5%	1,4%
2019e	8,0	1,6	0,5	0,4	0,4	0,13	0,10	6,5%	4,4%

Quelle: ifa systems AG, BankM Research (Prognosen)

*) G.-Leist. = Gesamtleistung

Branche	Enterprise Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzberichte	April 2019
Jahresabschluss 2018	
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen

	2017	2018e	2019e
EV/Sales	1,8	2,3	2,2
EV/EBITDA	-5,4	12,0	10,1
EV/EBIT	-2,1	58,8	30,6
P/E adj.	neg.	129,6	38,3
Price/Bookvalue	1,6	1,6	1,6
Price/FCF	neg.	3,8	3,5
ROE (%)	neg.	1,2	4,2
Dividenden Rendite (%)	0,0	0,0	2,0

Anzahl Aktien (Mill. Aktien)	2,75 Mio.
Marktkap. / EV (Mill. €)	13,6 / 16,0
Free float	43,80%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	15.000
12 Monate hoch/tief (XETRA-Close)	€ 11,95 / 3,78
Kurs 11.9.2018 (XETRA-Close)	€ 4,95
Performance	1M 6M 12M
absolut	25,6% -36,9% -44,9%
relativ	25,3% -45,0% -52,0%

Vergleichsindex



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

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

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

Investitionskriterien

- Mit dem Mehrheitsgesellschafter Topcon hat die ifa systems einen zuverlässigen Partner, der nicht nur als Gesellschafter im Eigenkapital repräsentiert ist. Die Restrukturierung hat der Gesellschafter pro-aktiv und mit Weitsicht begleitet. Er wird auch für das zukünftige Wachstum als Partner zur Verfügung stehen.
- Die Health-IT Lösung der ifa systems ist weltweit eingeführt. Mehr als 60 Mio. Patienten und deren Fälle sind in den Datenbanken der ifa systems global angelegt. Insgesamt sind weltweit rd. 15.000 Arbeitsplatzlizenzen in unterschiedlichen Sprachversionen installiert.
- Selbst nach Durchführung einer markanten Restrukturierung sind in der Gesellschaft mit dem bestehenden Lizenzmodell Kernelemente vorhanden, die das Grund-Geschäftsmodell auch unter sonst veränderter Struktur validieren.
- Die ifa systems ist im globalen Markt für Health-IT positioniert. Übertragen auf die Gesellschaft bedeutet dies ein relevantes Umsatzpotential von rd. € 40 Mio. Das Wachstum ist mit wenigstens 13% (CAGR) bemessen.
- Das Angebotsspektrum der ifa systems ist für Anwender in größeren Augenarztpraxen und Augenkliniken ausgerichtet. Wegen des erforderlichen hohen klinischen Know-hows ist der relevante Anbieterkreis begrenzt; die Margen in diesem speziellen Marktsegment sind dort noch auskömmlich. Die ständige, auch technologische Weiterentwicklung der ifa systems und die etablierte Marke verschaffen der Gesellschaft Wettbewerbsvorteile.
- Die Einnahmen aus Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse bilden eine stabile Einkommensquelle im Unternehmen. Insbesondere die Installationen in Kliniken generieren eine hohe Anzahl von Runtime-Lizenzen mit wiederkehrenden Erlösen.
- Nach der stattgefundenen „Erneuerung“ der ifa systems und dem Übergang auf eine Cashflow-orientierte Unternehmensführung erscheint das Unternehmen jetzt bereinigt von Altlasten zu sein. Die Ertragsqualität hat sich durch die maßvolle Aktivierungspraxis von Eigenleistungen deutlich verbessert.
- Aktuell profitiert die ifa systems AG von der Umsetzung des eHealth-Gesetzes, d.h. von der Einführung der Telematikinfrastruktur in Deutschland mit dem einstweiligen Schlusstermin 31.12.2018.

Finanzsituation / Halbjahresbericht 2018

Der vorliegende Bericht zum Halbjahr 2018 signalisiert den Abschluss der Restrukturierung und den Blick des Managements in die Zukunft.

Die für uns markanteste Leistung des Managements während und post Restrukturierung ist die signifikante Reduzierung der aktivierten Eigenleistungen. Den Rückgang um rd. € 1,2 Mio. im Zeitraum von 18 Monaten interpretieren wir als gesteigerte Ertragsqualität. Im Berichtszeitraum (1. HJ/18) entfiel ein Betrag von T€ -280 auf die Reduzierung aktivierter Eigenleistungen. Das Management sieht vor, zukünftig die Aktivierung von Eigenleistungen um rd. T€ 800 geringer zu halten als in den Vorjahren, jedoch die Abschreibungen darauf zu erhöhen.

Vor diesem Hintergrund ist die berichtete „schwarze Ergebnis-Null“ ein erfolgreiches Etappenziel. Durch die Reduzierung der operativen Kosten um € 1,86 Mio. im Halbjahresvergleich gelang es dem Management, ein EBITDA i.H.v. T€ +591 zu erzielen.

Aus der Cashflow-Betrachtung lassen sich die Restrukturierungserfolge darin ablesen, dass die ifa systems den Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit um rd. € 1,4 Mio. verbessern konnte.

Insgesamt musste ifa systems, d.h. das Geschäftsmodell der Gruppe im Rahmen der Restrukturierung rd. € 12 bis € 13 Mio. Aufwand „verdauen“. Diese Größenordnung gibt uns einen Anhaltspunkt dafür, wie robust das Geschäftsmodell ist. Ebenso sind die Qualität der Mitarbeiter und die Geschäftspartner ein Teil dieses attraktiven Geschäftsmodells.

Die Liquidität der Gesellschaft ist nach wie vor durch das Gesellschafterdarlehen und durch die ausgereichten Mittel der Mizuho Bank gesichert. Insgesamt betragen die Finanzverbindlichkeiten € 6,0 Mio.; die Nettoverschuldung beträgt zum Ende des 1. HJ. 2018 € 2,4 Mio. Die Fremdmittel stehen der Gesellschaft zu bemerkenswert attraktiven Konditionen zur Verfügung. Mit rd. € 3,6 Mio. kann die Solvabilität des Unternehmens nicht in Abrede gestellt werden. Vielmehr stehen dem Management Investivmittel zu Expansionszwecken zur Verfügung. Das Management arbeitet jedoch intensiv an der Ergebnisverbesserung, um die Innenfinanzierungskraft zu stärken.

Konzern GuV

für den Zeitraum 1.1. bis 30.6.2018

TEUR	1. Januar bis 30. Juni		Differenz
	2018	2017	
Umstzerlöse	3.133	3.330	-197
aktivierte Eigenleistungen	414	694	-280
Gesamtleistung	3.547	4.024	-477
Aufwendungen f. bez. Waren	-372	-435	63
sonst. Erträge	217	458	-241
Personalaufwand	-1.840	-2.414	574
sonst. Aufwendungen	-961	-2.247	1.286 1.860
EBITDA	591	-614	1.205
AfA	-550	-990	440
EBIT	41	-1.604	1.645
Finanzerträge	18	33	-15
Finanzaufwendungen	-59	-9	-50
EBT	0	-1.580	1.580
Ertragsteuern	-12	321	-333
Jahresüberschuss / Fehlbetrag	-12	-1.259	1.247

Quelle: ifa systems Halbjahresbericht 2018, BankM Research

Erstmals angewendet hat die IFA systems den IFRS 15 zur Realisierung der Umsätze, d.h. der Lizenzeinnahmen. Gemäß IFRS 15 hat das Unternehmen zu bestimmen, ob die Lizenz(en) zu einem Zeitpunkt gewährt werden oder über die gesamte Lizenzlaufzeit hinweg. Die Anwendung des IFRS 15 ergab einen Korrekturbetrag i.H.v. € -1.249,-. Hierfür wurde ein passiver Rechnungsabgrenzungsposten gebildet, der in den Folgejahren über die Vertragslaufzeit wieder aufgelöst wird. Aus Sicht der Unternehmensbewertung hat diese buchhalterische Maßnahme keine Relevanz.

Aktuelle Entwicklungen im Unternehmen

I. Abgeschlossene Restrukturierung / aktueller Fokus

II. Renaissance des Deutschen HIT-Marktes (Telematikinfrastruktur)

III. Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

I. Abgeschlossene Restrukturierung / aktueller Focus

Das profitable Kerngeschäft erlaubt dem Management zwischenzeitlich wieder die Entfaltung von Visionen und die Planung von Investitionen in weitere Wachstumsfelder.

Um das starke Marktpotential zu heben, wird der Vertrieb zurzeit neu organisiert und das Marketing auf die veränderten Erfordernisse abgestimmt.

Die Kernkompetenzen der ifa systems:

- EPA in den bereits vorhandenen regionalen und internationalen Clustermärkten, in DACH, BENELUX und im Nahen-/Mittleren Osten.
- Bestehende prominente internationale Installationen werden aktiv mit Service-Erweiterungen, Updates und Upgrades betreut.
- Geräteschnittstellen / Connectivity.

Am internationalen Markt ist die ifa systems mit zwei Referenz-Projekten betraut:

OFTALMOSALUD, Lima (Peru)

Oftalmosalud ist eine der beiden größten privaten Augenkliniken in Peru. Der Auftrag beinhaltet Finanzierungslizenzen über 6 Jahre, d.h.

- ca. 135 Arbeitsplatzlizenzen und
- 86 Interface-Lizenzen

Wegen der Langfristigkeit und der komplexen Entscheidungsfindung muss das Projekt als eher „schwierig“ eingestuft werden, wenngleich es einen hohen Referenz-Charakter besitzt. Bereits im Jahr 2017 erfolgten erste Installationen (Phase I) in Los Olivos und in El Polo. Im Jahr 2018 werden nun Phase II und III umgesetzt. Phase II beinhaltet die Hauptniederlassung in San Isidro; Phase III die Installation in San Juan.

MAGRABI HOSPITALS & CENTERS

Die Magrabi Gruppe ist die bedeutendste Augen-Klinik Kette im Nahen Osten. Mit 30 Kliniken deckt die Gruppe die bedeutendsten Städte rund um das Rote Meer, den Persischen Golf und in Saudi-Arabien ab. Die Klinik-Gruppe hat mehr als 1 Million Patienten in der Region. Vor diesem Hintergrund ergeben sich mit diesem Schlüsselkunden laufend Neuaufträge hinsichtlich Eröffnung neuer Kliniken, Erweiterungsinstallationen, Erneuerungs- und Austausch-Leistungen.

II. Renaissance am Deutschen HIT-Markt (Telematikinfrastruktur)

Vor ca. 10 Jahren begannen am deutschen Gesundheitsmarkt die Diskussionen rund um die elektronische Patientenakte und die Einbindung der Melde- und Abrechnungssysteme in das Kammer- und ins medizinische Selbstverwaltungsnetz. Nach anfänglich großer Euphorie setzte die Lobbyarbeit ein und brachte das wichtige Thema in der Durchführung zum Erliegen.

Dies war auch ein Grund dafür, dass die ifa systems seinerzeit ihre Ressourcen zunehmend auf internationale Märkte verlagerte. Eine -ex post betrachtet- korrekte Managemententscheidung.

Nach einer langen Phase der Lethargie und des sich erweiternden HIT-Rückstands in Deutschland verglichen mit den Nachbarländern wurde das Thema Health-IT von der kassenärztlichen Bundesvereinigung (KBV) aufgegriffen und mit hoher Priorität umgesetzt. Definiert wurde das Regelwerk im eHealth-Gesetz, erlassen im Jahr 2015.

In unseren letzten Berichten hatten wir bereits die einzelnen Leistungen und die sich aus dem eHealth-Gesetz ergebenden Maßnahmen analysiert.

Die Maßnahmen aus dem eHealth-Gesetz sind von den niedergelassenen Ärzten und von den medizinischen Einrichtungen bis Jahresende 2018 umzusetzen. Im Fall der Terminverfehlung haben die KVen sogar ein Instrumentarium an Sanktionen zur Hand, womit die Umsetzung beschleunigt werden kann.

Somit verstehen wir die derzeit bestehende und an Dynamik gewinnende „Hochkonjunktur“ bei den Health-IT Firmen in Deutschland. Das Management der ifa systems geht davon aus, dass trotz der Vorgabe nicht alle Praxen bis zum Jahresende 2018 die gestellten Anforderungen erfüllt bzw. umgesetzt haben werden. Vielmehr wird sich der Umsetzungsprozess noch im Folgejahr 2019 und ggf. darüber hinaus hinziehen.

Die von den Arztpraxen vorzuhaltende Telematikinfrastruktur wird von der kassenärztlichen Vereinigung weitgehend rückvergütet, so dass sich die niedergelassenen Ärzte über die Quartalsabrechnung finanziell erholen können.

So erhalten die Praxen vier verschiedene Erstattungen. Die Eckpunkte:

1. Konnektor inklusive der stationären Kartenterminals
2. Mobile Kartenterminals
3. TI-Startpauschale
4. Erstattung für den laufenden Betrieb

Telematikinfrastruktur

Komponenten	Erstattungsbetrag	
	von	bis
Konnektor	2.000	3.000
mobiles Terminal	350	350
Startpauschale	900	900
lfd. Betrieb / updates	1.200	1.000
Gesamt	4.450	5.250
Anhaltewert, Praxis mit 3 Ärzten	4.500	5.200

Quelle: KBV

Vor dem Hintergrund des anstehenden Termins (31.12.2018) hält die überwiegende Zahl der Arztpraxen ein Budget zur Vorfinanzierung der Investition in die Telematikinfrastruktur vor. Entsprechend „freizügig“ werden in diesem Jahr der Umsetzung und wahrscheinlich auch noch im Folgejahr IT-Leistungen von der Ärzteschaft bei den anbietenden Soft- und Hardwareunternehmen in Auftrag gegeben.

Die ifa systems ist traditionell Markt führend in der Facharztgruppe der Augenärzte am Deutschen Markt. Vor dem Hintergrund der wieder einsetzenden Dynamik am deutschen HIT-Markt verstärkt die Gesellschaft derzeit den Fokus auf diese Markt- und Absatzregion.

Die 20 führenden IT-Systeme in der Fachgruppe Augenheilkunde

Rang	Praxis-Software	Hersteller	Marktanteil
1	MEDISTAR	CompuGroup Medical Deutschland AG	21,10%
2	IFA-AUGENARZT	ifa systems AG	17,20%
3	FIDUS	FIDUS Software Entwicklungs-GmbH	13,90%
4	TURBOMED	CompuGroup Medical Deutschland AG	12,30%
5	DURIA	Duria eG	9,20%
6	x.isynet	medatixx GmbH & Co. KG	3,80%
7	Praxis-Programm	MediSoftware Computersysteme für Ärzte	2,60%
8	tomedo	Zollsoft GmbH	2,20%
9	ORBIS®	Agfa HealthCare GmbH	2,00%
10	ALBIS	CompuGroup Medical Deutschland AG	1,50%
11	CGM M1 PRO	CompuGroup Medical Deutschland AG	1,40%
12	SAP Ambulatory Care	SAP SE	1,20%
13	SED-DOC	MEDEDV Michael Henke	1,20%
14	S3-Win	S3 Praxiscomputer GmbH / Armin Flender	0,80%
15	IMedOne	Deutsche Telekom Clinical	0,80%
16	MEDICO WIPS	Cerner Health Services Deutschland GmbH	0,80%
17	easymed	promedico - Computer für Medizin GmbH	0,70%
18	Med7	Bitron GmbH	0,70%
19	x.comfort	medatixx GmbH & Co. KG	0,70%
20	QUINCY WIN	Frey ADV GmbH	0,60%

Quelle: KBV

Stand: 31.12. 2017

Die von der KBV erhobenen Marktanteile geben die absolute Anzahl der Installationen in den Praxen und Kliniken wieder. Wertmäßig, d.h. gemessen am Umsatz in EURO-Erlösen dürfte die ifa systems die Spitzenposition einnehmen. Die ifa-Lösung ist das High-End Produkt am Markt, wogegen MEDISTAR, FIDUS und TURBOMED eher im oberen Mittelfeld der Qualitätsskala angesiedelt sind. Auch gibt die vorliegende KBV-Statistik lediglich die Installationen in Deutschland wieder. Es ist bezeichnend, welche hohe Konzentration am medizinischen Softwaremarkt herrscht. Die fünf größten Anbieter kontrollieren ca. 75% des Marktes.

V. Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

Daten vom 10.9.2018 Gesellschaft im Vergleich	Peer-Group - Deutschland					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
	Ticker	Anzahl		MCAP	EV (Mio.)	19e	20e	19e	20e	19e	20e	19e	20e
		Kurs	Aktien										
Nemetschek	NEM	141,90	38,5	5.463,2	5.439,2	10,4	9,1	38,0	33,0	45,2	38,5	61,0	52,5
Nexus	NXU	26,20	15,7	412,3	398,2	2,9	2,7	12,9	11,7	19,4	16,7	31,6	26,7
CompuGroup Medical AG	COP	49,10	53,2	2.613,1	2.919,0	3,7	3,8	16,0	15,9	19,8	19,4	27,0	26,2
Geratherm Medical AG	GME	10,00	5,0	49,5	42,5	2,1	1,9	7,1	6,7	7,7	7,3	20,8	20,0
Carl Zeiss MediTech	AFX	75,70	89,4	6.771,3	6.787,3	4,8	4,4	31,3	27,2	30,4	26,7	42,0	37,0
Mittelwert						4,8	4,4	21,1	18,9	24,5	21,7	36,5	32,5
Median						3,7	3,8	16,0	15,9	19,8	19,4	31,6	26,7
ifa systems	IS8	4,95	2,75	13,61	16,00	1,7	1,4	10,2	7,1	30,8	16,9	38,1	19,8
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						14,1	15,7	12,0	15,5	4,6	7,5	4,7	8,1
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						11,0	13,5	9,1	13,1	3,7	6,7	4,1	6,7
Minderung w./ geringer Liquidität		30%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						9,87	10,96	8,42	10,88	3,24	5,25	3,32	5,69
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						7,71	9,42	6,39	9,14	2,62	4,69	2,87	4,68

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

Im Vergleich zum letzten Bericht (Mai 2018) haben die einzelnen Unternehmen aus unserer Peer-Group mit rd. 10%-iger Kurserhöhung leicht angezogen. Ausnahme ist Nemetschek mit einer hohen Performance von ca. 30%. Jedoch möchten wir behaupten, dass alle Unternehmen aus unserer Peer Group zwischenzeitlich sehr stramm bewertet sind. (KGV 27-52x) Ausnahme Geratherm.

Mit einem KGV₂₀₂₀ von 52x führt Nemetschek die Rangliste unsere Wachstumsgesellschaften mit einer auffällig hohen Bewertung an. Die generell hohe Bewertung im Health-IT Markt deutet darauf hin, dass in diesem Markt noch auskömmliche Margen zu erzielen sind bzw. weiteres Wachstum erwartet wird.

Gemessen an der Peer-Group unserer Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von **€ 4,68** pro Aktie, berechnet auf das KGV₂₀₂₀. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median an und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung um 30% reduziert.

Vor dem Hintergrund der Restrukturierung und der sich nur allmählich erholenden Ertragsmargen mit dem Übergang in die Gewinnzone im Gj. 2018 erklärt sich die mit einem KGV₂₀₁₉ von 38,1x relativ hohe Bewertung im Folgejahr 2019. Die Ertragsmargen normalisieren sich in den Folgejahren zunehmend. Bei einem KGV₂₀₂₀ von 19,8x und einem sich daraus ergebenden fairen Wert von 4,68 fühlen wir uns komfortabel.

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Price	KGV 2019	KGV 2020	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020
3,00	23,1	12,0	6,8	4,7
3,30	25,4	13,2	7,3	5,1
3,60	27,7	14,4	7,8	5,4
4,00	30,8	16,0	8,5	5,9
4,40	33,8	17,6	9,2	6,4
4,70	36,2	18,8	9,8	6,8
4,95	38,1	19,8	10,2	7,1
5,20	40,0	20,8	10,6	7,4
5,40	41,5	21,6	11,0	7,6
5,90	45,4	23,6	11,9	8,2
6,50	50,0	26,0	12,9	9,0
6,85	52,7	27,4	13,5	9,4
7,35	56,5	29,4	14,4	10,0
7,85	60,4	31,4	15,3	10,6
8,25	63,5	33,0	16,0	11,1

Berechnung: BankM Research

Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	17	18e	19e	20e	21e	22e	23e	24e	25e	26e	ab 2027
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Terminal
Umsatzwachstum		-20,4%	4,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	12,5%	12,5%	12,5%	1,0%
Umsatz	8.553	6.810	7.120	7.832	8.615	9.477	10.424	11.727	13.193	14.843	14.991
EBIT Marge	-91,2%	4,0%	7,3%	10,0%	12,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	10,0%
EBIT	-7.797	270	520	783	1.034	1.422	1.564	1.525	1.715	1.930	1.499
Steuern	-991	20	20	274	362	498	547	534	600	675	525
Ergebnis vor Zinsen	-6.806	250	500	509	672	924	1.016	991	1.115	1.254	974
+ Abschreibungen	4.855	1.050	1.050	1.103	1.158	1.216	1.276	1.340	1.407	1.477	1.551
- Sachanlageinvestitionen	840	800	1.200	1.400	1.300	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.551
- Veränderung Work. C.	-4.980	-3.186	-3.640	-4.368	-5.241	-5.346	-5.132	-4.927	-4.730	-4.541	0
= Freier CF (FCFF)	2.189	3.686	3.990	4.579	5.771	6.286	6.225	6.058	6.052	6.072	974
Endwert											7.467
WACC Berechnung											
Steuerquote	9,6%	16,0%	5,3%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Verschuldungsgrad	72,2%	69,7%	61,0%	50,0%	45,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Eigenkapitalkosten	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Fremdkapitalkosten	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nachsteuerkosten des FK	4,5%	4,2%	4,7%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Kapitalkosten WACC	7,5%	7,5%	8,8%	9,3%	9,9%	11,7%	12,9%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		3.427	3.368	3.512	3.963	3.623	3.014	2.414	2.114	1.860	
Present Value des Endwertes											2.287
Die Bewertung											
PV des FCFF	27.295	88,0%									
+ PV des Endwertes	2.287	12,0%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	29.582										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	3.541										
= Wert des Unternehmens	33.123										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	6.000										
= Wert des Eigenkapitals	27.123										
Preis je Aktie	9,86										

Quelle: BankM Research

Wachstum - Endwert

		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
Beta	1,25	10,89	10,92	10,95	10,98	11,01
	1,40	10,23	10,25	10,27	10,29	10,31
	1,50	9,83	9,85	9,86	9,88	9,90
	1,60	9,46	9,48	9,49	9,51	9,52
	1,75	8,96	8,97	8,98	9,00	9,01

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

Das Geschäftsmodell der ifa systems wurde jüngst neu definiert. Impairments und Abschreibungen haben das Ergebnis der Jahre 2016 und 2017 stark belastet. Die Erholungsphase im Unternehmen ist bereits zu erkennen. Das Unternehmen wird in diesem Jahr (2018) die Gewinnschwelle erreichen. Ab dem Gj. 2020 gehen wir von einer Umsatzsteigerung von rd. 10% aus, welche sich in dieser Größenordnung bis 2023 fortsetzen wird. Danach planen wir mit Umsatzsteigerungen von rd. 12,5%. Im Endwert rechnen wir noch mit einem Wachstum von 1% p.a.

Ertragsseitig liegen wir mit unseren Prognosen leicht positiver als das Management. Nach den in den letzten Jahren durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen erwarten wir bereits in diesem Jahr einen leicht positiven Saldo im operativen Bereich. Die EBIT-Marge sehen wir im Gj. 2019 bei ca. 7,3%. In den Folgejahren, ab 2020 prognostizieren wir eine EBIT-Marge von 10% die im Jahr 2021 auf 12% und in den Jahren bis 2023 auf 15% steigen wird und danach leicht sinken wird. Dabei berücksichtigen wir die zwischenzeitlich höhere Ertragsqualität der ifa systems. Seit Durchführung der Restrukturierungsmaßnahmen geht das Management wesentlich verantwortungsvoller mit der Aktivierung von Eigenleistungen (selbsterstellter Software) um.

Für die Berechnung des Endwerts setzen wir im Umsatz ein Wachstum von 1% und eine EBIT-Marge von 10%.

Mit diesen Wachstumsannahmen erhalten wir über unser FCF-Modell einen Wert des Eigenkapitals von €27,1 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von €9,86**.

Zusammenfassung

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

		<u>Gewichtung</u>	<u>Ergebnis</u>
Ergebnis aus der FCF-Berechnung:	€ 9,86	50%	€ 4,93
Ergebnis aus der Peer-Group:	€ 4,68	50%	€ 2,34
			€ 7,27

Der daraus resultierende **Faire Wert** mit einer gleichmäßigen Gewichtung von FCF und Peer-Group beträgt **€7,27 je Aktie**.

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

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

Kapitalmarktbeobachtung

Mit Blick auf den Aktienchart lassen sich die Entwicklungen der letzten 6 bis 12 Monate im Unternehmen anschaulich nachvollziehen.

Im 6-Monats Chart erkennen wir die Restrukturierungsphase und die Folgen in der Kursentwicklung. Bei ca. € 4,- fand die ifa-Aktie einen Boden und handelte in dieser Phase lange Zeit in einer Bandbreite zwischen €4,00 und € 4,50

In der ersten Augustwoche 2018, nach Vorlage des Hj-Berichts stellen wir eine Kurserholung fest, die in der 3-M Betrachtung klar zum Ausdruck kommt. Die jetzt erkennbare Rückkehr des Unternehmens in die Gewinnzone ist Ausdruck des jüngsten Kursanstiegs.



Quelle: Deutsche Börse AG

Vor dem Hintergrund der positiven Entwicklungen im Unternehmen streichen wir unsere letzte Empfehlung „Halten“ und stufen die ifa systems wieder mit einer „Kauf“-Empfehlung ein.

Grund dafür sind die wiederhergestellte Stabilität im Unternehmen, ein gesundes Wachstum mit umsichtiger Handhabung aktivierungsfähiger Eigenleistungen und die bestätigte Guidance des Managements. Das Unternehmen hat sich neu definiert und steht einem margenstarken Wachstumsmarkt gegenüber.

Schon das finanzielle Commitment des Partners im Eigenkapital (Topcon) rechtfertigt aus unserer Sicht einen Aktienkurs von mind. € 6,00.

Die Aktie der ifa systems wird zu einem EV/EBITDA₂₀₁₉ Faktor von 10,2X bzw. EV/EBITDA₂₀₂₀ Faktor von 7,1X nicht mehr lange erhältlich sein, sofern sich die Ergebnisverbesserung im Unternehmen fortsetzt.

Tabellenanhang

Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	15	16	17	18e	19e	16	17	18e	19e
Aktiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	184	191	119	79	229	0,8	0,6	0,4	1,1
Sonstiges Anlagevermögen	22.696	18.652	13.577	14.099	13.578	81,2	65,5	69,3	67,4
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	19.978	18.652	13.577	13.500	13.300	81,2	65,5	66,4	66,0
Anlagevermögen	22.880	18.843	13.696	14.178	13.807	82,1	66,0	69,7	68,6
Vorräte	141	562	46	52	55	2,4	0,2	0,3	0,3
Forderungen	2.300	2.087	1.242	1.408	1.484	9,1	6,0	6,9	7,4
Barmittel	823	218	4.328	3.541	3.570	0,9	20,9	17,4	17,7
Sonstiges Umlaufvermögen	301	1.255	1.428	1.159	1.221	5,5	6,9	5,7	6,1
Umlaufvermögen	3.565	4.122	7.044	6.160	6.330	17,9	34,0	30,3	31,4
Bilanzsumme	26.445	22.965	20.740	20.338	20.137	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva in '000 €						% of Balance Sheet total			
Gezeichnetes Kapital	2.750	2.750	2.750	2.750	2.750	12,0	13,3	13,5	13,7
Kapitalrücklagen	7.305	7.305	7.305	7.305	7.305	31,8	35,2	35,9	36,3
Gewinnrücklagen	10.216	5.751	-1.740	-1.635	-1.555	25,0	-8,4	-8,0	-7,7
Eigenkapital	20.271	15.806	8.315	8.420	8.500	68,8	40,1	41,4	42,2
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	20.271	15.806	8.315	8.420	8.500	68,8	40,1	41,4	42,2
Rückstellungen	1.031	1.419	2.377	1.929	2.033	6,2	11,5	9,5	10,1
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5.143	5.740	10.048	9.989	9.604	25,0	48,4	49,1	47,7
Verbindlichkeiten	6.174	7.159	12.425	11.918	11.637	31,2	59,9	58,6	57,8
dav. zinstragende Verbindl.	497	624	6.000	5.869	5.186	2,7	28,9	28,9	25,8
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	5.677	6.535	6.425	5.214	5.495	28,5	31,0	25,6	27,3
Bilanzsumme	26.445	22.965	20.740	20.338	20.137	100,0	100,0	100,0	100,0

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

GuV-Rechnung und Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	15	16	17	18e	19e	16	17	18e	19e	5Y ø
in '000 €	Changes YoY (%)									
Umsatz - Basislizenzen	N/A	853	744	950	970	N/A	-12,8	27,7	-10,5	6,9
Umsatz - Runtime Lizenzen	N/A	4.170	3.538	3.650	3.800	N/A	-15,2	3,2	12,3	7,6
Umsatz - Hardware, Fremd SW	N/A	746	676	480	640	N/A	-9,4	-29,0	37,5	-1,2
Umsatz - Services & sonstige	N/A	1.465	863	980	1.300	N/A	-41,1	13,6	12,2	12,9
Umsatz - Topcon Basisgeschäft	N/A	268	392	450	0	N/A	46,3	14,8	-100,0	-100,0
Umsatz - Topcon Projektgeschäft	N/A	1.362	2.340	300	410	N/A	71,8	-87,2	36,7	-58,1
Umsatz - gesamt	8.267	8.864	8.553	6.810	7.120	7,2	-3,5	-20,4	4,6	-3,7
Aktivierete Eigenleistungen	2.395	1.596	824	800	900	-33,4	-48,4	-2,9	12,5	-21,7
Gesamtleistung	10.662	10.460	9.377	7.610	8.020	-1,9	-10,4	-18,8	5,4	-6,9
Materialaufwand	558	858	869	680	550	53,8	1,3	-21,7	-19,1	-0,4
Rohrertrag	10.104	9.602	8.508	6.930	7.470	-5,0	-11,4	-18,5	7,8	-7,3
Sonstige betriebliche Erträge	1.014	1.433	215	440	400	41,3	-85,0	104,7	-9,1	-20,7
Personalaufwand	4.057	4.581	4.949	3.500	3.700	12,9	8,0	-29,3	5,7	-2,3
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.647	5.424	6.716	2.550	2.600	48,7	23,8	-62,0	2,0	-8,1
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	3.414	1.030	-2.942	1.320	1.570	-69,8	-385,6	-144,9	18,9	-17,7
Abschreibungen	728	3.246	4.855	1.050	1.050	345,9	49,6	-78,4	0,0	9,6
Betriebsergebnis (EBIT)	2.686	-2.216	-7.797	270	520	-182,5	251,9	-103,5	92,6	-33,7
Zinserträge	6	5	7	5	5	-16,7	40,0	-28,6	0,0	-4,5
Zinsaufwand	32	31	2.492	150	150	-3,1	---	-94,0	0,0	47,1
Finanzergebnis	-26	-26	-2.485	-145	-145	0,0	---	-94,2	0,0	77,3
Ergebnis vor Steuern (EBT)	2.660	-2.242	-10.282	125	375	-184,3	358,6	-101,2	200,0	-38,7
Ertragssteuern	598	-18	-991	20	20	-103,0	---	-102,0	0,0	-57,2
Ergebnis nach Steuern	2.062	-2.224	-9.291	105	355	-207,9	317,8	-101,1	238,1	-35,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	728	3.246	4.855	1.050	1.050	345,9	49,6	-78,4	0,0	9,6
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	2.686	-2.216	-7.797	270	520	-182,5	251,9	-103,5	92,6	-33,7
Adj. Anzahl der Aktien	2.750	2.750	2.750	2.750	2.750	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	0,99	-1,47	-3,38	0,04	0,13	-248,7	129,3	-101,1	238,1	-39,9
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,99	-1,47	-3,38	0,04	0,13	-248,7	129,3	-101,1	238,1	-39,9
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	1,26	0,37	-1,61	0,42	0,51	-70,4	-534,1	-126,0	21,6	-20,1

Cash-Flow & Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	15	16	17	18e	19e	16	17	18e	19e	5Y ø
in '000 €	Changes YoY (%)									
Adj. Ergebnis nach Steuern	2.725	-2.224	-9.291	105	355	-181,6	317,8	-101,1	238,1	-39,9
+ Abschreibungen	728	3.246	4.855	1.050	1.050	345,9	49,6	-78,4	0,0	9,6
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Cash Earnings	3.453	1.022	-4.436	1.155	1.405	-70,4	-534,1	-126,0	21,6	-20,1
- Veränderungen im Net Working Capital	1.745	-200	-4.980	-3.186	-3.640	-111,5	---	-36,0	14,2	N/A
= Operating Cash Flow	1.708	1.222	544	4.341	5.045	-28,5	-55,5	698,0	16,2	31,1
- Investitionen in Sachanlagen	2.816	1.696	840	800	1.200	-39,8	-50,5	-4,8	50,0	-19,2
= Freier Cash Flow	-1.108	-474	-296	3.541	3.845	-57,2	-37,6	---	8,6	-300,9
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	330	413	0	0	275	25,0	-100,0	0,0	0,0	-4,5
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Bankverbindlichkeiten	-326	1.105	4.624	0	0	-438,8	318,7	-100,0	0,0	-100,0
Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	-1.764	218	4.328	3.541	3.570	-112,4	---	-18,2	0,8	153,9

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

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

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

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

A. Allgemeine Risikohinweise

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

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

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: FinTech Group Bank AG (FTG Bank), Frankfurt.

Verfasser des vorliegenden Informations-Memorandums: Rüdiger Holzammer

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

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist ifa systems AG

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Rüdiger Holzammer	18.2.2017	Kaufen	€ 18,22
Rüdiger Holzammer	28.7.2017	Halten	€ 14,26
Luca Celati	15.8.2017	Kaufen	€ 13,00
Rüdiger Holzammer	11.5.2018	Halten	€ 6,45

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

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

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

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

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

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

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

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

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

14.09.2018

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

Schlusskurse vom 11.09.2018

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

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

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- verfügen über keine Netto Long- oder Netto Short-Position (über 0,5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

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

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

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

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

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

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2018 BankM - Repräsentanz der FinTech Group Bank AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

FinTech Group Bank AG, Rolfeder-Ring 7, D-60327 Frankfurt/M. Alle Rechte vorbehalten.