

Basisstudien-update

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 17,88

(vormals € 16,45)

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

Erste Synergieeffekte Topcon/ifa treten zutage

- Präsentation eines Prototyps für Big-Data-Analytics auf der AAO**
 Die diesjährige AAO (American Academy of Ophthalmology), die Mitte Oktober in Chicago stattfand, war für Topcon/ifa systems eine ideale Plattform, um dem Fachpublikum mit einem ersten Prototyp ein Ergebnis der IBM Watson Health Medical Imaging Collaborative vorzustellen. Eingebunden und gesteuert von der ifa-EPA wurden zukünftig mögliche Big-Data-Analytics Anwendungen in der Ophthalmologie live vorgeführt. Das Management spricht von einer bemerkenswert hohen Aufmerksamkeit und von einem beachtlichen Anfrageaufkommen seitens des Fachpublikums, welches auf dieser weltweit führenden Fachmesse für die neue Technologie erzielt werden konnte.
 Am Messestand befand sich zudem eine Delegation von F&E-Spezialisten der IBM Watson Health Medical Imaging Collaborative, die den Dialog zum Fachpublikum suchte, um die Nachfrage nach derartigen Lösungen auszuloten.
- Ergebnis Q3/2016 deutlich über unseren Erwartungen**
 Das Unternehmen meldet im 3. Quartal/2016 Umsätze i.H.v. € 3,03 Mio., ca. 15% über unseren Erwartungen mit einer Steigerung von rd. 25% gegenüber dem Vorjahr. Die starken Umsätze sind mit erhöhten Aufwendungen verbunden. In Summe konnte die ifa systems die EBIT-Marge von rd. 20% aufrecht-erhalten. Im Berichtszeitraum liegt das EBIT bei € 0,64 Mio.
- Zuschlag - Europäische Datenbank für Hornhauttransplantationen**
 Ein weiterer Erfolg konnte im Bereich der webbasierten Kliniksysteme verbucht werden. Nach öffentlicher Ausschreibung erhielt die ifa-Gruppe den Zuschlag zur Realisierung der europaweiten Datenbank für Hornhauttransplantationen. Dieses Projekt ist nach OPHTEL und EUREQUO das dritte prominente Projekt mit EU-Förderung für die ifa-Gruppe.
- Workflow Software/System "IMAGEnet® Connect" global eingeführt**
 Ebenfalls auf der AAO gab Topcon das weltweite roll-out von IMAGEnet® Connect bekannt. Die von der ifa systems entwickelte, herstellerunabhängige Workflow-Software für Bild- und Datenmanagement-Systeme verbindet mehr als 450 hochwertige ophthalmologische Geräte und Systeme, die in der Klinik verwendet werden. Ein klarer USP in der ophthalmologischen Geräteindustrie.
- Den fairen Wert der Aktie erhöhen wir um € 1,43 auf € 17,88. Gründe dafür sind erste Erfolge in der neuen Technologie sowie erhöhte Umsatz- und Ertragsprognosen, welche bereits mit Aufträgen unterlegt sind.**

Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. €) *	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2014	10,4	3,3	2,4	2,4	1,5	0,62	0,12	23,2%	14,8%
2015	10,7	3,4	2,7	2,7	2,1	0,75	0,15	25,2%	19,3%
2016e	12,5	3,9	3,1	3,1	2,3	0,84	0,18	27,6%	18,5%
2017e	14,0	4,8	4,0	4,0	3,0	1,10	0,18	28,8%	21,6%
2018e	16,0	5,6	4,8	4,8	3,6	1,31	0,18	30,0%	22,4%

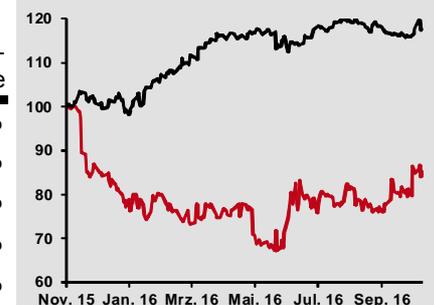
Quelle: BankM Research, ifa systems AG

*) G.-Leist. = Gesamtleistung **) Glossar s.S. 17

Branche	Enterprise Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzbericht 2016	9.2.2017
Q4 - Vorläufiger Jahresabschluss	
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Entry Standard

Finanzkennzahlen	2016e	2017e	2018e
EV/Sales	3,2	2,8	2,4
EV/EBITDA	8,5	6,7	5,8
EV/EBIT	10,7	8,1	6,8
P/E adj.	14,2	11,0	9,2
Price/Bookvalue	1,5	1,3	1,2
Price/FCF	18,8	11,3	9,1
ROE (%)	10,5	12,3	13,0
Dividenden Rendite (%)	1,5	1,5	1,5

Anzahl Aktien (Mill. Aktien)	2,75 Mio.
Marktkap. / EV (Mill. €)	33,1 / 32,5
Free float	40,90%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	25.000
12 Monate hoch/tief (XETRA-Close)	€ 15,00 / 9,20
Kurs 3.11.2016 (XETRA-Close)	€ 12,05
Performance	1M 6M 12M
absolut	7,0% 10,7% -5,1%
relativ	8,0% 11,6% 9,5%
Vergleichsindex	Entry All Share - Perform.



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

Investitionskriterien

- Kooperationen und strategische Allianzen auf international höchstem technologischem Niveau mit IBM Watson, Merge, und Topcon leiten für die ifa systems einen weiteren Technologiesprung ein. Das Unternehmen kommt dadurch in den Genuss zusätzlicher Wettbewerbsvorteile, die sich sowohl in der Marktstellung als auch in der Preisgestaltung der Produktpalette niederschlagen. In der Rolle als Technologieführer koppelt sich die ifa systems vom inzwischen hohen Wettbewerbs- und Preisdruck im Bereich der generischen EPA ab.
- Mit dem Mehrheitsgesellschafter Topcon wird es der ifa systems nun ermöglicht, ihr innovatives Angebotsspektrum besser zu skalieren. Zwar ist die ifa systems zwischenzeitlich in eine „Konzernstruktur“ eingebunden, doch hat das Management der Topcon das Know-how des Partners erkannt und wird die Gesellschaft unserer Einschätzung nach mit hohen operativen Freiheitsgraden an sich binden.
- Der durch die Mehrheitsbeteiligung entstandene Einfluss auf die Strategie der ifa systems AG ist nicht wegzudiskutieren. Im Übernahmeprozess war bereits zu erkennen, dass der selbst hoch profitabel arbeitende Gesellschafter kein Interesse daran hat, die ifa systems „auszuhöhlen“. Im Gegenteil: Es zeichnet sich ab, dass der Mehrheitsgesellschafter Topcon darauf bedacht ist, den restlichen Aktionären in der Minderheit eine Kapitalrendite, ähnlich der im Konzern, zuteil werden zu lassen.
- Die Einnahmen aus Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse stiegen in den vergangenen 4 Jahren um mehr als 50%. Dieser Trend wird auch in Zukunft anhalten. Klinik-Installationen generieren eine hohe Anzahl solcher Runtime-Lizenzen. Die Gesellschaft deckt hierüber aktuell 80% ihrer Fixkosten im Unternehmen ab.
- Die ifa systems ist im Markt für Health Information Technology (HIT) positioniert. Das Angebot ist für die Anwendung in größeren Augenarztpraxen und Augenkliniken und somit für den internationalen Markt der Ophthalmologie (Augenheilkunde) ausgerichtet. Wegen des erforderlichen hohen klinischen Know-how ist der Anbieterkreis begrenzt; die Margen in diesem speziellen Marktsegment sind dort noch hoch. Die ständige, auch technologische Weiterentwicklung der ifa systems hält die Konkurrenz auf Abstand.
- Mit einer soliden Bilanz (ohne Fremdkapital) und dem Partner Topcon hat die Gesellschaft ausreichend Flexibilität und Freiheitsgrade, um die Unternehmensziele konsequent zu verfolgen. Hohe Synergieeffekte in der Partnerschaft und der Fokus auf ertragsstarke Geschäftsfelder wie Telemedizin, CDSS, VNA und Big-Data-Management Applikationen machen den Weg frei für nachhaltiges Wachstum.

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

Finanzsituation / Quartalsergebnisse

In den beiden letzt berichteten Quartalen 2016 wurde eine Gesamtleistung im Konzern von € 2,8 Mio. (Q2/16) und € 3,03 Mio. (Q3/16) verbucht. Die vorliegenden Ergebnisse sind ein deutliches Anzeichen der steigenden Umsatz- und Ertragsdynamik. Erkennbar sind Steigerungsraten von > 25% zum Vorjahr unter Beibehaltung einer Marge von rd. 20%. Grund für die hohe Dynamik sind zahlreiche anspruchsvolle und zugleich margenstarke Projekte, die der ifa Gruppe aus dem nun vorhandenen Know-how zuteil werden. IMAGEnet[®] Connect mit der höchsten Anzahl an Geräteschnittstellen, der Umgang mit strukturierten Massendaten zur Verwendung in Big-Data-Analytics Applikationen, und der Zuschlag für den Aufbau einer europaweiten Datenbank in einer spezifischen Indikation der Ophthalmologie sind nur einige Beispiele.

Noch im November 2016 erwartet die ifa united i-tech die Erteilung eines weiteren Entwicklungsauftrags in der Größenordnung von rd. US\$ 1,5 Mio. Für die zuletzt abgeschlossenen großvolumigen Aufträge sind meist Erfüllungszeiträume von 2-3 Jahren vereinbart. Deshalb werden sich die einzelnen Abrechnungen über einen längeren Zeitraum verteilen und entsprechend erfolgswirksam verbucht.

Gleichwohl erwarten wir für das Gesamtjahr 2016 ein Rekordergebnis von rd. € 12,5 Mio. Gesamtleistung und einem EBIT von rd. € 3 Mio., d.h. einem GpA von € 0,84.

Eine hohe Umsatz- und Ertragsdynamik zeichnet sich für die nahe Zukunft ab. Für 2016 wird ein Rekordergebnis erwartet

Quartalsvergleich 2013

in €('000) bis auf GpA	12M	%-ual	Q1/13	%-ual	Q2/13	%-ual	Q3/13	%-ual	Q4/13	%-ual	2013	%-ual v.
	2012	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	Umsatz						
Gesamtleistung	10.434	6,4%	2.209	2,7%	2.009	-9,5%	2.239	-1,8%	3.649	-3,6%	10.106	100,0%
EBIT	958	-49,4%	325	195,5%	235	11,9%	420	61,5%	621	64,3%	1.601	15,8%
Periodenergebnis	573	-55,9%	234	169	258		382				1.043	10,3%
GpA (in ct.)	0,23		0,09	0,07	0,10		0,15				0,42	

Quartalsvergleich 2014

in €('000) bis auf GpA	12M	%-ual	Q1/14	%-ual	Q2/14	%-ual	Q3/14	%-ual	Q4/14	%-ual	2014	%-ual v.
	2013	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	Umsatz						
Gesamtleistung	10.106	-3,1%	2.220	0,5%	2.220	10,5%	2.340	4,5%	3.638	-0,3%	10.418	100,0%
EBIT	1.601	67,1%	360	10,8%	303	28,9%	500	19,0%	1.256	102,3%	2.419	23,2%
Periodenergebnis	1.043	82,2%	229	193	318		799				1.538	14,8%
GpA (in ct.)	0,42		0,09	0,08	0,13		0,32				0,62	

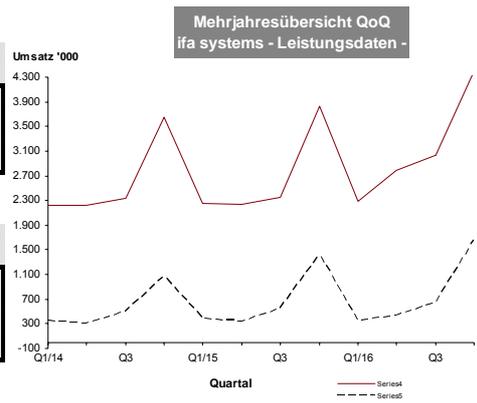
Quartalsvergleich 2015

in €('000) bis auf GpA	12M	%-ual	Q1/15	%-ual	Q2/15	%-ual	Q3/15	%-ual	Q4/15	%-ual	2015	%-ual v.
	2014	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	Umsatz						
Gesamtleistung	10.418	3,1%	2.250	1,4%	2.230	0,5%	2.350	0,4%	3.832	5,3%	10.662	100,0%
EBIT	2.419	51,1%	395	9,7%	335	10,6%	550	10,0%	1.406	11,9%	2.686	25,2%
Periodenergebnis	1.538	47,4%	303	257	422		1.079				2.062	19,3%
GpA (in ct.)	0,62		0,11	0,09	0,15		0,39				0,75	

Quartalsprognose 2016*

in €('000) bis auf GpA	12M	%-ual	Q1/16	%-ual	Q2/16	%-ual	Q3/16	%-ual	Q4/16e	%-ual	2016e	%-ual v.
	2015	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	Umsatz						
Gesamtleistung	10.662	2,3%	2.290	1,8%	2.790	25,1%	3.030	28,9%	4.404	14,9%	12.514	100,0%
EBIT	2.686	11,0%	361	-8,6%	430	28,4%	640	16,4%	1.650	17,4%	3.081	24,6%
Periodenergebnis	2.062	34,0%	272	323	481		1.241				2.309	18,5%
GpA (in ct.)	0,75		0,10	0,12	0,18		0,45				0,84	

*) Prognosen beinhalten Konsolidierungseffekte
Quelle: Quartalsmeldungen ifa systems AG; Prognosen: BankM Research
alle Werte beziehen sich auf ifa systems AG im Konzern



Für das kommende Geschäftsjahr 2017 erwarten wir ähnlich wie im Vorjahr rückläufige Hardwareumsätze und Umsatzsteigerungen von bis zu 20%, insbesondere im Bereich der innovativen Geschäftsfelder, die in den USA angesiedelt sind.

**Wachstum ohne
Fremdkapital
Hoher finanzieller und
operativer Spielraum**

Ein höherer Material- und F&E Einsatz wird beim derzeitigen Wachstum der ifa systems nicht ausbleiben. Generell gehen wir jedoch im Ertragsbereich von einer EBIT-Marge in der Bandbreite von 15-20% aus.

Frei von Fremdkapital und mehrheitlich eingebettet in den Topcon Konzern verfügt das Management der ifa systems über jegliche Freiheitsgrade einer ungezwungenen unternehmerischen und technologischen Weiterentwicklung.

Aktuelle Unternehmensentwicklungen

- I. Ergebnisse vom Jahreskongress der AAO**
- II. Strategische Bedeutung - IMAGEnet[®] Connect**
- III. Zuschlag für EU-geförderte Datenbank - Hornhauttransplantation**
- IV. Personalien (Jim Taylor, Guido Niemann)**
- V. Strukturelle Veränderung im Unternehmen**
→ Produktportfolio / Marktpotential (2020)

**Erste Live Anwendung
von Big-Data Analytics
via ifa EPA**

I. Ergebnisse vom Jahreskongress der AAO

Zusammen mit Topcon konnte die ifa systems den diesjährigen Jahreskongress der AAO ideal dafür nutzen, ein reichhaltiges Repertoire an Neuentwicklungen dem Fachpublikum vorzustellen. Mit IMAGEnet[®] Connect eröffnet Topcon als Gerätehersteller den Anwendern - insbesondere in der Klinik - die herstellerunabhängige Vernetzung und den Betrieb aller Geräte, die in der Diagnostik und im OP-Bereich einer Augenklinik Verwendung finden.

Eingebunden und gesteuert via ifa EPA-Software präsentieren die Tii (Topcon, ifa, inoveon) eine erste live Anwendung von Big-Data-Analytics in der Ophthalmologie als Ergebnis der IBM Watson Health Medical Imaging Collaborative. Weiterhin gaben die Unternehmen bekannt, dass Jim Taylor, vormals u.a. CEO der Carl Zeiss Meditec, Inc. zukünftig die Initiativen der Unternehmensgruppe im Bereich der strategischen Initiative „Cognitive Computing“ „Big-Data-Analytics“ wegberreitend begleiten wird.

Die Zahl der Anfragen war für die Unternehmensgruppe auf dieser weltweit führenden Fachmesse signifikant. Einmal mehr gelingt es der Unternehmensgruppe ein deutliches Bild über das vorhandene Know-how in der Telemedizin und über die Innovationskraft im Firmenverbund beim Fachpublikum zu hinterlassen.

**IMAGEnet[®] Connect
ist eine intelligente
Lösung und ein USP,
das einen langfristigen
Wettbewerbsvorteil am
Gerätemarkt
schaffen wird**

II. Strategische Bedeutung - IMAGEnet[®] Connect

Ebenfalls auf der AAO gab Topcon das weltweite roll-out von IMAGEnet[®] Connect bekannt. Die von der ifa systems entwickelte, herstellerunabhängige Workflow-Software für Bild- und Datenmanagement Systeme verbindet mehr als 450 hochwertige ophthalmologische Geräte und Systeme, die in der Klinik verwendet werden.

IMAGEnet[®] Connect betrachten wir als eine intelligente Lösung und zugleich kluge Produktstrategie, worüber sich Topcon als führender Anbieter für hochwertige Medizingeräte im Bereich Augenheilkunde einerseits einen USP am Markt verschafft und andererseits zukünftig einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil darstellt, falls sich IMAGEnet[®] Connect in der Klinik als Standard durchsetzen sollte. Die Funktionalitäten dieser Workflow Software sprechen für sich.

Als herstellerunabhängige Plattform können mit IMAGEnet® Connect alle in der Augenklinik verwendeten Geräte und Instrumente miteinander verbunden werden. So kann im integrierten Arbeitsablauf das gesamte Daten- und Bildmanagement - auch an unterschiedlichen Standorten - übernommen werden.

Archivierende Lösungen in der ophthalmologischen Bildverarbeitung werden als sog. PACS bezeichnet. IMAGEnet® Connect übersteigt die Funktionalitäten eines herkömmlichen PACS bei weitem.

IMAGEnet® Connect ist eine effektive IT-Lösung, die den gesamten Datenfluss in der Augenklinik/ -praxis von der Vorsorge über die Untersuchung, von der Diagnose bis hin zur Behandlung und der Weiterbehandlung bewerkstelligt.

Diese Bandbreite an integrierten Verwaltungs- und Lösungsprozessen ist in der Klinik bislang weder bekannt noch verfügbar.

Hintergründe und Implikationen im Wettbewerb unter den Geräteherstellern

In der Augenklinik sind Medizingeräte, die zur Diagnose, Behandlung und in der OP-Umgebung eingesetzt werden, äußerst hochwertig und zugleich kostspielig in der Anschaffung. Die hohe Lebensdauer der Geräte ist ein entscheidender Faktor, um die Wirtschaftlichkeit der hochwertigen Medizingeräte, gemessen an den oft „schmalen“ Abrechnungssätzen, zu rechtfertigen.

Verschiedene Hersteller haben sich auf unterschiedliche Anwendungs- und Einsatzbereiche spezialisiert, die i.d.R. allesamt unterschiedliche elektronische Schnittstellen verwenden. Ein Datenaustausch zwischen verschiedenen Herstellern ist i.d.R. nicht möglich, oft auch bewusst nicht vorgesehen.

Der Innovationsgrad hinsichtlich der Funktionalitäten und der Leistungsfähigkeit von Medizingeräten in der Ophthalmologie kann als „hoch“ betrachtet werden. Ebenso wechselt die technische Führungsrolle unter den handverlesenen, wirklich führenden Herstellern. Stets über die neueste Gerätegeneration in der Augenheilkunde zu verfügen ist wegen der hohen Anschaffungskosten faktisch undenkbar.

Topcon ist einer der am Markt führenden Hersteller medizinischer Geräte in der Augenheilkunde. Mit dem jetzigen Angebot von IMAGEnet® Connect unter dem Label **TOPCON** wird die Gesellschaft einen langfristigen „Goodwill“ innerhalb der Ärzteschaft gewinnen, um bei der Wahl der nächsten „hochwertigen“ Geräteanschaffung eventuell der „bevorzugte Technologiepartner“ (vendor) zu sein. Dem Image des Hauses Topcon wird es auf keinen Fall schaden, dass das Unternehmen ein neues, bislang am Markt nicht verfügbares, funktionalitätenstarkes Workflow-management System mit uneingeschränkter Kompatibilität zu den einzelnen Herstellern im Angebot hat.

IMAGEnet® Connect Funktionalitäten im Überblick

- Herstellerunabhängige Plattform zur Steuerung von Arbeitsabläufen in der Augenklinik, die mit mehr als 450 ophthalmologischen Geräten kompatibel ist und in jedes Krankenhausinformationssystem (KIS/HIS) eingebunden werden kann;
- Ermöglicht dem Ärzte-Team alle klinischen Informationen - ob Daten oder Bild - mit einem einzigen Programm entlang des Behandlungspfads zu bearbeiten;
- Ermöglicht einen hoch effizienten Workflow ohne Programmwechsel und manueller Eingabe;
- Bietet einen intelligenten Behandlungsablauf, der den Patienten von der Anmeldung bis zur Schlussbehandlung begleitet;



IMAGEnet® Connect ist eine effektive IT-Lösung, die den gesamten Datenfluss in der Klinik bewerkstelligt

- Integrierte Diagnostik-Funktion mit Interpretationsvorschlägen, klinischen Hinweisen, Diagnose- und Behandlungsplänen;
- Wissensbasierte Dateneingabe mit strukturierten Daten für die Diagnose gemäß ICD-10, SNOMED, und LOINC;
- Angeboten wird die Plattform mit einem weltweiten Wartungsangebot.

Es besteht die Gefahr, dass IMAGEnet® Connect die ifa EPA kannibalisiert

Die angebotene Plattform IMAGEnet® Connect kann unabhängig von einer elektronischen Patientenakte (EPA) betrieben werden. Es besteht somit auch die Gefahr, dass die ifa-EPA durch IMAGEnet® Connect kannibalisiert wird. Ein nicht unbeachtlicher Wettbewerbsvorteil für die ifa-EPA bestand bislang für die Ärzteschaft in deren hoher Kompatibilität zu den in der Augenklinik verwendeten Geräten, die i.d.R. von verschiedenen Herstellern sind.

ifa systems erhält das dritte Mal den Zuschlag für ein prominentes EU-Forschungsprojekt mit Datenbank-Bezug

III. Zuschlag - Europäische Datenbank für Hornhauttransplantationen

Im Rahmen einer öffentlichen Ausschreibung erhielt die ifa-Gruppe den Zuschlag zur Realisierung einer europaweiten Datenbank für Hornhauttransplantationen, ein von der EU gefördertes Projekt. Dem Unternehmen kam bei der Erteilung dieses prominenten Forschungsprojekts zugute, dass die ifa-Gruppe bereits in früheren Jahren zwei ähnliche Kliniksysteme (im Jahr 1996 OPHTEL und später das webbasierte EUREQUO) erfolgreich umgesetzt hatte. Auch auf diesem Gebiet nimmt der Know-how-Vorsprung gegenüber der Konkurrenz ständig zu. Das Forschungsspektrum „Keratoplastik“ und die Struktur der zu erhebenden Daten passen ideal zur IBM Watson Health Medical Imaging Collaborative. Das Unternehmen wird das gewonnene Know-how in beide Projekte einbringen können. Wir erachten es als bezeichnend, dass es einem relativ „kleinen“ Unternehmen wie der ifa systems wiederholt gelingt, sich gegen die ressourcenstarke, übermächtige Konkurrenz durchzusetzen. Einer der Erfolgsfaktoren dürfte die generelle Ausrichtung der Unternehmensstrategie sein. Das Unternehmen erkennt Marktentwicklungen und Bedürfnisse der Kunden sehr frühzeitig, wonach die Entwicklungsressourcen dann auch konsequent ausgerichtet werden.

Mit Jim Taylor ist die Tii in den USA für den Aufbau der neuen Geschäftsfelder hochkarätig und vielversprechend besetzt

IV. Personalien

Im 3. Quartal 2016 gab es verschiedene personelle Veränderungen bei der ifa systems bzw. innerhalb der erweiterten Unternehmensgruppe.

Ebenfalls auf der AAO gab der Firmenverbund bekannt, dass **Jim Taylor** für den Aufbau der operativen Organisation der neuen Tii-Geschäftsfelder (Topcon, ifa, inoveon) gewonnen werden konnte. Jim Taylor ist ein erfahrener Top-Manager der Branche. Mit seiner 30-jährigen Führungserfahrung kann er auf eine Reihe großer Erfolge zurückblicken. So war er u.a. CEO der Carl Zeiss Meditec, Inc. USA. Während seiner Leitung entwickelte er Zeiss zum Branchenführer in den USA.

Weiterhin war Taylor President und CEO von Oraya Therapeutics Inc, und CEO der Branchengrößen Coherent Medical, und Ohmeda Medical Systems.

Eine eher negative Schlagzeile bewirkte der Rücktritt des bisherigen CEO der ifa systems AG. Es war jedoch der eigene Wunsch von Guido Niemann nach 14-jähriger Amtszeit als CEO in die Reihe der 2. Management-Ebene zurückzutreten. Die Lücke des langjährigen Vorstandsvorsitzenden der ifa systems wird für das Unternehmen schwer zu schließen sein. Herrn Niemann gelang es nach jahrelanger Vorarbeit, führende Augenkliniken mit global anerkannten Referenzprojekten unter Vertrag zu nehmen und damit die ifa systems in die Liga führender in-

ternationaler Health-IT Unternehmen im Fachbereich Augenheilkunde anzusiedeln. Dass er dem Unternehmen weiterhin als Key Account Manager für den Klinikbereich erhalten bleibt ist dem immer noch intakten Gründerteam, zu dem auch Niemann gehört, zu verdanken.

Der Vorstand Herr Kaoru Nihei wird das Resort "Sales" der Gesellschaft übernehmen. Den Vorsitz im Vorstand der ifa systems AG übernimmt der bisherige COO, Herr Jörg Polis.

Wir müssen uns daran gewöhnen, dass die ifa systems seit der Beteiligung der Topcon Corp. nicht nur in einer anderen Liga spielt, sondern dass sich auch das Produkt- und Leistungsangebot verschoben/verändert hat und sich dieses auch weiterhin verändern wird.

Die Besetzung im Vorstand der ifa systems AG:

Führungsrolle	bis 31.10.2016	ab 1.11.2016
CEO	Guido Niemann	Jörg Polis
COO/CFO	Jörg Polis	Jörg Polis
CTO	Chris Reinartz	Chris Reinartz
Marketing/Internat.	Guido Niemann	Kaoru Nihei

Quelle: Meldungen ifa systems AG; BankM Research

V. Strukturelle Veränderung in der ifa systems AG

Bislang gab das Management mit dem Einstieg der Topcon wenig über die Zusammenarbeit und die Art und Weise der Einbindung in den Topcon-Konzern bekannt. Auch wurde noch wenig über die zukünftige Strategie und Akzentsetzung verlautbart.

Es zeichnet sich nunmehr ab, dass alle mit der ifa (EPA) Software verbundenen Kapazitäten, d.h. Entwicklung, Lizenzierung, Kundenbetreuung und Wartung in Deutschland/Köln angesiedelt sein werden. Auf diese Weise kann die ifa systems auch ihre europäische Stammkundschaft, d.h. die großen Facharztpraxen, die Ambulanz-Kliniken und die Augenzentren weiterhin adäquat bedienen.

Für die innovativen Lösungen, d.h. für Big-Data-Management, Telemedizin, Cognitive Computing werden weitere Kapazitäten zukünftig in den USA aufgebaut. Die neue Einheit „Clinical Solutions“ soll in Palo Alto, Kalifornien entstehen. Der Medical Officer der ifa-Gruppe, Dr. Lloyd Hildebrand leitet derweilen die IBM Watson Health Medical Imaging Collaborative von einem Stützpunkt in New York.

Im Unternehmensverbund hat die ifa-Gruppe zwischenzeitlich ein beachtliches, wettbewerbsfähiges Produkt- und Lösungsportfolio im Angebot.

Produkte und Lösungen der Tii (Topcon, ifa systems, inoveon)

- EMR-Software: die elektronische Patientenakte spezialisiert in der Ophthalmologie;
- MDI (Medical Device Interface): Integration eines Großteils der ophthalmologischen Geräte;
- CDSS (Clinical Decision Support System): Software zur direkten Auswertung von klinischen Patientendaten, um auf die jeweiligen Leitlinien, Behandlungsmethoden, Risiken et al. hinzuweisen;

- VNA (Vendor Neutral Archive): ein System zur Speicherung von Bildern, Dokumenten und Daten, die von Systemen unterschiedlicher Hersteller stammen;
- ecPACS: ein Bildarchivierungssystem, das spezialisiert ist auf Daten aller Art aus der Ophthalmologie;
- Register: Erfassung und Auswertung von verschiedensten Daten aus dem Bereich der Medizin;
- Telemedizin: Spezialsoftware zum Screening und der Prognose basierend auf bildgebende Geräten;
- Code-Datenbanken: klinische Datenbanken angepasst auf die Nutzung in Software-Produkten und für Auswertungen;
- Patientenportal: Austausch und Speicherung klinischer Daten (Patient, Patient zu Arzt, Arzt zu Arzt);
- EDC (Electronic Data Capture): computergestützte wissenschaftliche Forschung;
- Qualitätsmanagementsysteme in der Medizin;
- WFM-Software (Workflow-Management): Software zur Steuerung von Behandlungsabläufen innerhalb der Klinik und der Praxis;
- Big-Data Applikationen: Lösungen zur Auswertung von Datenbanken.

Abgestellt auf das Produktportfolio steht die Tii-Gruppe dem nachfolgend aufgezeigten Marktpotential bis zum Jahr 2020 gegenüber.

Health-IT Marktpotential 2020 - Tii-Gruppe [Topcon, ifa, inoveon]

Health-IT Markt Segmente	Global Mio. US\$	Eye Care Mio. US\$	Wettbewerbs- intensität
Elektronische Patientenakte (EPA)	\$16.987	\$679	Hoch
Integration von Medizintechnik	\$27.511	\$1.100	Gering
PACS und VNA	\$6.726	\$269	Normal
HIT Integrations-Systeme	\$4.289	\$172	Normal
CPOE Systeme	\$2.246	\$90	Normal
Zwischensumme I	\$57.758	\$2.310	
CDSS	\$934	\$37	Gering
Bildverarbeitungs-Analysesysteme	\$4.077	\$163	Sehr gering
Telemedizinische Lösungen	\$6.601	\$264	Sehr gering
Big-Data Analysen i. Gesundheitswesen	\$16.857	\$674	Sehr gering
Zwischensumme II	\$28.469	\$1.139	
Gesamt	\$86.227	\$3.449	

Quelle: ifa systems AG; Markets and Markets

In jedem der dargestellten Marktsegmente bietet Tii wettbewerbsfähige Produkte und Lösungen an. Gehen wir von einem Marktanteil der Tii-Gruppe von durchschnittlich rd. 5% verteilt über die Segmente aus, so könnten in den adressierten Segmenten bis zum Jahr 2020 Umsätze i.H.v. > 170 Mio. erzielt werden.

Alle Marktsegmente werden gemäß Angaben von „Markets and Markets“ in den kommenden Jahren schnell wachsen, d.h. mit einem CAGR nicht unter 15%. Für das Marktsegment „Gesundheitsanalysen“ (Healthcare analytics) liegen externe Branchenprognosen vor, die ein Marktvolumen von mehr als \$ 20 Mrd. bis 2021 bei einem CAGR >25% sehen. (Ref. Markets and Markets)

Die kommenden Quartale und Jahre werden ganz im Zeichen der Entwicklung neuer Marktpotenziale stehen. Das Standardgeschäft mit klinischem Datenmanagement wird bei der ifa weiterhin die Grundlage für die weltweite Präsenz bilden.

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

Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

Daten vom 3.11.2016 Gesellschaft im Vergleich	Peer-Group - Deutschland					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
	Ticker	Kurs	Anzahl		EV (Mio.)	17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e
			Aktien	MCAP		17e	18e	17e	18e	17e	18e		
Nemetschek	NEM	54,80	38,5	2.109,8	2.120,8	5,7	5,1	21,9	19,1	26,7	19,1	34,7	28,8
Nexus	NXU	18,60	15,7	292,7	263,8	2,5	2,5	10,9	10,4	17,8	10,4	23,3	20,9
CompuGroup Medical AG	COP	39,85	53,2	2.120,8	2.478,8	3,4	2,9	16,3	13,5	21,9	13,5	21,4	18,5
Geratherm Medical AG	GME	11,85	5,0	58,7	62,2	2,4	2,2	11,3	9,9	13,8	11,7	19,4	17,7
Carl Zeiss MediTech	AFX	32,75	81,3	2.662,9	2.458,9	2,2	2,1	12,9	11,9	14,7	11,9	24,4	22,1
Mittelwert						3,2	3,0	14,7	13,0	19,0	13,3	24,6	21,6
Median						2,5	2,5	12,9	11,9	17,8	11,9	23,3	20,9
ifa systems	IS8	12,05	2,75	33,13	32,50	2,3	2,1	6,7	5,8	8,1	6,8	11,0	9,2
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						16,5	17,3	25,8	26,4	27,8	23,2	27,1	28,3
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						13,0	14,7	22,7	24,2	26,1	20,7	25,6	27,4
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						13,21	13,82	20,65	21,13	22,26	18,56	21,69	22,66
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						10,39	11,76	18,17	19,39	20,89	16,55	20,46	21,90

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

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Price	P/E 2017	P/E 2016	EV/EBIT 2017	EV/EBIT 2018
9,00	8,2	6,9	6,0	5,0
9,40	8,5	7,2	6,3	5,3
9,70	8,8	7,4	6,5	5,4
10,10	9,2	7,7	6,7	5,7
10,40	9,5	7,9	6,9	5,8
10,90	9,9	8,3	7,3	6,1
11,20	10,2	8,5	7,5	6,3
11,50	10,5	8,8	7,7	6,5
12,05	11,0	9,2	8,1	6,8
12,55	11,4	9,6	8,4	7,1
13,15	12,0	10,0	8,8	7,4
13,50	12,3	10,3	9,1	7,6
14,00	12,7	10,7	9,4	7,9
14,50	13,2	11,1	9,7	8,2
14,90	13,5	11,4	10,0	8,4

Berechnung: BankM Research

Wir haben die Peer-Group Bewertung aktualisiert. Die Vergleichsunternehmen sind in eine nationale und in eine internationale (US-amerikanische) Gruppe eingeteilt. Hinsichtlich der Bewertungsrelevanz werten wir die nationale Peer-Group mit $\frac{2}{3}$ und die internationale mit $\frac{1}{3}$.

Gemessen an der Peer-Group der deutschen Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von € 21,90 pro Aktie, berechnet auf das KGV₂₀₁₈. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung und entsprechend geringer Handelsliquidität in der Aktie um 20% reduziert.

Daten vom 3.11.2016 Gesellschaft im Vergleich	U.S. Peer-Group					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		P/E	
	Ticker	Kurs	Anzahl		EV (Mio.)	17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e
			Aktien	MCAP		17e	18e	17e	18e	17e	18e		
Allscripts Healthcare Sol.	MDRX	11,78	186,9	2.201,7	2.688,7	1,3	1,2	8,1	7,5	11,3	7,5	69,3	35,3
Quality Systems, Inc.	QSII	12,73	61,0	776,3	851,3	1,5	1,4	9,4	8,6	11,3	8,6	92,9	21,4
Mittelwert						1,4	1,3	8,7	8,0	11,3	8,0	81,1	28,3
ifa systems AG	IS8	12,05	2,75	33,13	32,50	2,3	2,1	6,7	5,8	8,1	6,8	11,0	9,2
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,1	7,7	15,4	16,4	16,5	14,0	89,2	37,1
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						5,70	6,17	12,31	13,09	13,24	11,18	71,37	29,69

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

Seit Übernahme von Merge durch Watson Health stieg die Bewertung des gesamten Sub-Sektors „Health-IT“ am US Kapitalmarkt sprunghaft an. Wir stehen heute bei einem KGV₂₀₁₈ zwischen 20x und 35x

Gemessen an der Peer-Group US-amerikanischen Wettbewerber erhalten wir eine Marktbewertung von **€29,69/Aktie**.

In den USA ist der Sektor „Health-IT“ immer noch sehr hoch bewertet. Hintergrund dafür ist die Übernahme von Merge durch Watson Health im Oktober 2015. Watson Health, ein IBM-Unternehmen, bezahlte einen Kaufpreis mit 4-facher Umsatzbewertung und einem KGV > 30x. Obwohl dieses Ereignis schon länger als ein Jahr in der Vergangenheit liegt hält die hohe Sektorbewertung immer noch an.

Die ifa systems erzielt bislang noch mehr als die Hälfte der Umsätze in den Regionen DACH und Niederlande. Den in den USA erzielten Umsatzanteil am Gesamtumsatz schätzen wir auf insgesamt $\frac{1}{3}$ ein. Die Segmentberichterstattung weist keine genauen Zahlen dazu aus. Die Leistung der ifa systems wird sich zunehmend nach USA verschieben. Dies zeigt auch der jüngst erhaltene Großauftrag, welcher in der ifa united-i-tech verbucht wird.

Vor diesem Hintergrund gewichten wir beide Ergebnisse aus den Marktmodellen entsprechend dem Umsatz-Mix (Deutschland, d.h. Europa / USA) mit $\frac{2}{3}$ zu $\frac{1}{3}$.

Ergebnis aus Peer-Group GE $21,90 \times \frac{2}{3} = € 14,60$
 Ergebnis aus Peer-Group US $29,69 \times \frac{1}{3} = € 9,90$
 Gewichtetes Ergebnis aus Peer-Group **€24,50**

Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	15	16e	17e	18e	19e	20e	21e	22e	23e	24e	ab 2025
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Terminal
Umsatzwachstum		25,4%	14,2%	16,4%	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	1,0%
Umsatz	8.267	10.364	11.834	13.771	15.836	18.212	20.944	23.666	26.743	30.220	30.522
EBIT Marge	32,5%	29,7%	34,1%	34,8%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	15,0%
EBIT	2.686	3.081	4.038	4.799	3.801	4.371	5.026	5.680	6.418	7.253	4.578
Steuern	598	770	1.009	1.199	1.140	1.311	1.508	1.704	1.925	2.176	1.373
Ergebnis vor Zinsen	2.088	2.311	3.029	3.600	2.661	3.060	3.519	3.976	4.493	5.077	3.205
+ Abschreibungen	728	790	800	820	861	904	949	997	1.047	1.099	1.154
- Sachanlageinvestitionen	2.100	2.150	1.400	1.400	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.154
- Veränderung Work. C.	-137	-796	-479	-603	-723	-738	-708	-680	-653	-627	-602
= Freier CF (FCFF)	853	1.747	2.907	3.623	3.045	3.501	3.976	4.453	4.992	5.602	3.806
Endwert											33.371
WACC Berechnung											
Steuerquote	22,5%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Verschuldungsgrad	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Eigenkapitalkosten	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
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	3,9%	3,8%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Kapitalkosten WACC	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		1.548	2.282	2.519	1.907	1.951	1.971	1.964	1.959	1.956	
Present Value des Endwertes											11.648
Die Bewertung											
PV des FCFF	18.056	60,8%									
+ PV des Endwertes	11.648	39,2%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	29.704										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	1.250										
= Wert des Unternehmens	30.954										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	0										
= Wert des Eigenkapitals	30.954										
Preis je Aktie	11,26										

Quelle: BankM Research

Wachstum - Endwert

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
1,00	13,72	13,89	14,07	14,26	14,46
1,15	11,99	12,11	12,24	12,37	12,51
1,25	11,06	11,16	11,26	11,36	11,47
1,35	10,26	10,34	10,42	10,50	10,59
1,50	9,25	9,30	9,36	9,42	9,49

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

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge resultieren aus fünf Geschäftsbereichen, welche die ifa systems berichtet (s. GuV im Tabellenanhang).

Das Geschäftsmodell der ifa systems - jetzt auch unter Berücksichtigung der neuen Partnerschaften - kann als Wachstumsmodell eingeordnet werden.

Viele der zukünftigen Potentiale im Bereich Cognitive Computing und Big-Data-Analytics und Telemedizin sind in unseren Planungsannahmen noch nicht enthalten. Vielmehr haben wir dokumentenfeste Zukunftswerte zu Grunde gelegt, d.h. unsere Planannahmen sind mit Verträgen gesichert. Die Prognosen werden mit einem hohen Wahrscheinlichkeitsgrad eintreffen. Die derzeitige Attraktivität der von ifa systems vorgehaltenen Ressourcen am Produktmarkt, wie die vorhandenen Datenmodelle für telemedizinische Anwendungen und die CDSS-Ressourcen würden eine weitaus höhere Bewertung rechtfertigen. Wir behalten uns daher vor, kurzfristig Anpassungen vorzunehmen.

In den Geschäftsjahren 2016-2020 legen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von rd. 15% (CAGR) zugrunde. Das EBIT steigt in diesem Zeitraum um 9,1% (CAGR).

In der späteren Entwicklungsphase des Unternehmens (ab 2022) lassen wir das Umsatzwachstum auf 13% einpendeln. Die operative Marge halten wir in dieser Phase bei 24% konstant.

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

Mit diesen Wachstumsannahmen erhalten wir über unser FCF-Modell einen Wert des Eigenkapitals von € 30,95 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von €11,26**.

Zusammenfassung

Die Bewertungen der Vergleichsunternehmen am US-Markt sind immer noch sehr hoch. Die KGVs₂₀₁₇ bewegen sich dort immer noch auf einem Niveau von 70x-90x. Wegen der höheren Gewinnprognosen ab dem Jahr 2018 kommt das Niveau auf ein erträgliches, doch immer noch hohes KGV zwischen 20x-35x zurück.

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:	€ 11,26	50%	€ 5,63
Ergebnis aus der Peer-Group:	€ 24,50	50%	<u>€ 12,25</u>
			€17,88

Der daraus resultierende **Faire Wert** mit durchschnittlicher Gewichtung FCF/Peer-Group beträgt **€17,88 je Aktie**

Mit Blick auf eine 1-Jahres Historie lässt sich an der Kursentwicklung der ifa systems AG ablesen, dass die Residual-Aktionäre seit Erkennen einer gemeinsamen Strategie Topcon/ifa systems eine höhere Zuversicht in das Unternehmen haben.

Seit dem 2. Halbjahr 2016 gibt die ifa systems wieder regelmäßig Unternehmensentwicklungen bekannt, die positiv von den Aktionären bewertet werden.



Quelle: Deutsche Börse AG

Wir betrachten die ifa systems bei einem Kurswert von €17,88 als fair bewertet.

Weiteres Kurspotential ist vorhanden.

Die ifa systems sehen wir in der neuen Konstellation Tii (Topcon, ifa, inoveon) in einem passenden und für die Mitarbeiter stimulierenden Firmenverbund integriert. Die neuen Geschäftsfelder im Bereich Big-Data-Analytics und Telemedizin eröffnen der neuen Firmengruppe Chancen, die sie alleine nicht hätten aufgreifen können.

Das derzeitige Kursniveau bei rd. € 12,00 zu einem KGV von 14x ist für uns ein klares Kaufsignal.

Tabellenanhang

Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	14	15	16e	17e	18e	15	16e	17e	18e
Aktiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	214	184	454	414	294	0,7	1,4	1,1	0,7
Sonstiges Anlagevermögen	19.033	22.696	26.853	30.815	35.878	85,8	84,3	82,6	82,8
dav. akivierte Eigenleistung (Software)	16.585	19.978	22.128	24.328	26.578	75,5	69,5	65,2	61,4
Anlagevermögen	19.247	22.880	27.307	31.229	36.172	86,5	85,7	83,7	83,5
Vorräte	74	141	165	186	212	0,5	0,5	0,5	0,5
Forderungen	1.964	2.300	2.700	3.027	3.456	8,7	8,5	8,1	8,0
Barmittel	1.852	823	1.250	2.410	3.124	3,1	4,2	6,7	7,0
Sonstiges Umlaufvermögen	309	301	353	396	452	1,1	1,1	1,1	1,0
Umlaufvermögen	4.199	3.565	4.468	6.019	7.244	13,5	14,3	16,3	16,5
Bilanzsumme	23.446	26.445	31.776	37.248	43.416	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	2.500	2.750	2.750	2.750	2.750	10,4	8,6	7,4	6,4
Kapitalrücklagen	5.828	7.305	7.305	7.305	7.305	27,6	22,9	19,6	16,9
Gewinnrücklagen	7.820	10.216	12.030	14.561	17.662	38,6	38,0	39,5	41,4
Eigenkapital	16.148	20.271	22.085	24.616	27.717	76,7	69,6	66,4	64,6
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	16.148	20.271	22.085	24.616	27.717	76,7	69,6	66,4	64,6
Rückstellungen	865	1.031	1.210	1.357	1.549	3,9	3,8	3,6	3,6
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	6.433	5.143	8.480	11.275	14.149	19,4	26,6	30,0	31,8
Verbindlichkeiten	7.298	6.174	9.690	12.632	15.698	23,3	30,4	33,6	35,4
dav. zinstragende Verbindl.	497	150	0	0	0	0,6	0,0	0,0	0,0
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	3.218	3.293	3.865	4.335	4.949	12,5	12,1	11,6	11,4
Bilanzsumme	23.446	26.445	31.776	37.248	43.416	100,0	100,0	100,0	100,0

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

GuV-Rechnung und Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	14	15	16e	17e	18e	15	16e	17e	18e	5Y ø
in '000 €	Changes YoY (%)									
Umsätze - CIS	2.127	2.234	2.550	3.250	3.520	5,0	14,1	27,5	8,3	17,5
Umsätze - Interfaces & Register	805	817	1.550	1.250	1.450	1,5	89,7	-19,4	16,0	-3,3
Umsätze - Telemedizin	345	271	1.100	1.600	2.000	-21,4	305,9	45,5	25,0	34,8
Umsätze - Handelsware	1.020	865	500	400	400	-15,2	-42,2	-20,0	0,0	-10,6
Umsätze - Lizenzen	3.780	4.080	4.664	5.334	6.401	7,9	14,3	14,4	20,0	17,1
Umsatz	8.077	8.267	10.364	11.834	13.771	2,4	25,4	14,2	16,4	14,3
Aktivierete Eigenleistungen	2.341	2.395	2.150	2.200	2.250	2,3	-10,2	2,3	2,3	-1,0
Gesamtleistung	10.418	10.662	12.514	14.034	16.021	2,3	17,4	12,1	14,2	11,4
Materialaufwand	730	558	450	400	400	-23,6	-19,4	-11,1	0,0	-14,0
Rohrertrag	9.688	10.104	12.064	13.634	15.621	4,3	19,4	13,0	14,6	12,7
Sonstige betriebliche Erträge	388	1.014	1.200	1.450	1.550	161,3	18,3	20,8	6,9	41,4
Personalaufwand	3.664	4.057	4.950	5.520	6.400	10,7	22,0	11,5	15,9	15,0
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.115	3.647	4.443	4.727	5.152	17,1	21,8	6,4	9,0	13,4
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	3.297	3.414	3.871	4.838	5.619	3,5	13,4	25,0	16,2	14,3
Abschreibungen	878	728	790	800	820	-17,1	8,5	1,3	2,5	-1,7
Betriebsergebnis (EBIT)	2.419	2.686	3.081	4.038	4.799	11,0	14,7	31,0	18,9	18,7
Zinserträge	8	6	5	5	5	-25,0	-16,7	0,0	0,0	-11,1
Zinsaufwand	62	32	7	8	9	-48,4	-78,1	14,3	12,5	-38,3
Finanzergebnis	-54	-26	-2	-3	-4	-51,9	-92,3	50,0	33,3	-46,4
Ergebnis vor Steuern (EBT)	2.365	2.660	3.079	4.035	4.795	12,5	15,8	31,0	18,8	19,3
Ertragssteuern	827	598	770	1.009	1.199	-27,7	28,7	31,0	18,8	9,7
Ergebnis nach Steuern	1.538	2.062	2.309	3.026	3.596	34,1	12,0	31,0	18,8	23,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	878	728	790	800	820	-17,1	8,5	1,3	2,5	-1,7
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	2.419	2.686	3.081	4.038	4.799	11,0	14,7	31,0	18,9	18,7
Adj. Anzahl der Aktien	2.500	2.750	2.750	2.750	2.750	10,0	0,0	0,0	0,0	2,4
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	0,62	0,75	0,84	1,10	1,31	21,9	12,0	31,0	18,8	20,7
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,62	0,75	0,84	1,10	1,31	21,9	12,0	31,0	18,8	20,7
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,97	1,01	1,13	1,39	1,61	5,0	11,1	23,4	15,4	13,5

Cash-Flow & Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	14	15	16e	17e	18e	15	16e	17e	18e	5Y ø
in '000 €	Changes YoY (%)									
Adj. Ergebnis nach Steuern	1.538	2.062	2.309	3.026	3.596	34,1	12,0	31,0	18,8	23,7
+ Abschreibungen	878	728	790	800	820	-17,1	8,5	1,3	2,5	-1,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Cash Earnings	2.416	2.790	3.099	3.826	4.416	15,5	11,1	23,4	15,4	16,3
- Veränderungen im Net Working Capital	-661	-137	-796	-479	-603	-79,3	480,9	-39,9	25,9	63,9
= Operating Cash Flow	3.077	2.927	3.895	4.304	5.019	-4,9	33,1	10,5	16,6	13,0
- Investitionen in Sachanlagen	2.500	2.100	2.150	1.400	1.400	-16,0	2,4	-34,9	0,0	-13,5
= Freier Cash Flow	577	827	1.745	2.904	3.619	43,3	111,0	66,4	24,6	58,3
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	300	330	495	495	495	10,0	50,0	0,0	0,0	13,3
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	1.775	0	0	0	0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
+ Bankverbindlichkeiten	-200	326	0	0	0	-263,0	-100,0	0,0	0,0	-100,0
Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	1.852	823	1.250	2.409	3.124	-55,6	51,9	92,8	29,7	14,0

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)

A. Allgemeine Risikohinweise

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

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw AG), Frankfurt/M.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Rüdiger Holzammer, Finanzanalyst

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

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die ifa systems AG.

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Rüdiger Holzammer	7.1.2015	Kaufen	€ 9,60
Rüdiger Holzammer	4.5.2015	Kaufen	€ 11,15
Rüdiger Holzammer	17.2.2016	Kaufen	€ 13,50
Rüdiger Holzammer	7.7.2016	Kaufen	€ 16,45

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 geringfügige textliche Änderungen.

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

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

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

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:

7.11.2016

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

Schlusskurse vom 3.11.2016

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

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

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an keine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben aus solchen Vereinbarungen keine 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 § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

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

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

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

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

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

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

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

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtet 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.

© 2016 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Rotfeder-Ring 7, D-60327 Frankfurt/M. Alle Rechte vorbehalten.

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

Glossar

**) Glossar

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