

Basisstudien-update

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 18,22

(vormals € 17,88)

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

Gemeinsamer Marktauftritt Topcon/ ifa systems festigt die Partnerschaft

- Q4 und vorläufiges Ergebnis im Gesamtjahr 2016 auf Rekordniveau**
 Das Unternehmen meldet für das 4. Quartal 2016 Umsätze i.H.v. € 4,28 Mio.; wir ermitteln ein entsprechendes Betriebsergebnis (Q4-EBIT) von ca. € 1,41 Mio. bzw. einen GpA von 39 Cent. In der Gesamt-Jahresrechnung meldet die ifa systems Umsätze i.H.v. € 8,87 Mio. mit einem Anstieg von 7,3% gegenüber dem Vorjahr. Als ungeprüftes Jahresergebnis vor Steuern werden € 2,7 Mio. berichtet. Dies entspricht 77 Cent pro Aktie für das volle Jahr. Bereits in unserem Bericht zum Vorquartal (Nov. 2016) hatten wir das Rekordergebnis 2016 in Aussicht gestellt.
- Initialeinführung der ifa Health-IT in Japan**
 Mit Unterstützung von Topcon gelang es der ifa systems im 4. Quartal 2016 eine erste ifa Health-IT Lösung in Japan einzuführen. Der japanische Markt gilt in der westlichen Hemisphäre als besonders schwierig. Nur wenigen ausländischen Unternehmen gelingt es, in diesem hart umkämpften Markt Fuß zu fassen. Bei dieser Installation wird die von Topcon selbst angebotene EPA (eKarte) durch ein Adaptions-Modul von ifa systems ergänzt, sodass dem Anwender weitere ifa-Funktionalitäten zur Verfügung stehen.
- Weitere HIT-Referenzprojekte an internationalen Augenkliniken**
 In Peru erhielt ifa systems den Zuschlag zur Digitalisierung der marktführenden Augenklinik im Land. Der Auftrag mit einem geschätzten Volumen von T€ 300-400 soll noch in diesem Jahr fertig gestellt werden. Auch am äußerst schwer zu erschließenden HIT-Markt, im Nachbarland Frankreich, gelang es der ifa systems sich zu behaupten. Wegen der hohen Relevanz der Installation möchte das Management der ifa systems den Namen der Klinik derzeit noch nicht preisgeben. Es handelt sich jedoch um ein Großprojekt von internationalem Renommée. Die erste Projektphase zur Umsetzung der ifa EPA wird dort noch im 1. Quartal 2017 beginnen.
- Forcierung der globalen Distributionsstruktur für HIT-Lösungen**
 Nach der Aufbauphase des internationalen ifa-Klinikgeschäfts folgte die Einführung der indirekten Distribution, u.a. auch zur Wartung bestehender Installationen im Ausland. Das Netz der Distributionspartner soll jetzt zusammen mit den Interessen von Topcon und deren Produktportfolio erweitert werden. Bis Ende d.J. soll ein gemeinsames, flächendeckendes Netzwerk stehen.
- Den fairen Wert der Aktie erhöhen wir von € 17,88 auf € 18,22. Grund dafür ist die stabile Geschäftsbasis mit einem gesicherten Auftragsbuch.**

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	11,4	3,5	2,8	2,7	2,1	0,77	0,18	24,2%	18,6%
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%

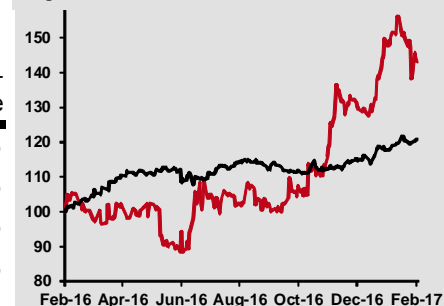
Quelle: ifa systems AG, BankM Research (Prognosen) *) G.-Leist. = Gesamtleistung **) Glossar s.S. 17

Branche	Enterprise Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzbericht 2017	11.5.2017
Q1 - Finanzbericht	
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Entry Standard

Finanzkennzahlen	2016e	2017e	2018e
EV/Sales	4,8	3,6	3,1
EV/EBITDA	12,1	8,8	7,6
EV/EBIT	15,5	10,6	8,9
P/E adj.	20,2	14,1	11,9
Price/Bookvalue	1,9	1,7	1,5
Price/FCF	28,7	15,4	11,8
ROE (%)	9,6	12,4	13,1
Dividenden Rendite (%)	1,2	1,2	1,2

Anzahl Aktien (Mill. Aktien)	2,75 Mio.
Marktkap. / EV (Mill. €)	42,6 / 42,0
Free float	40,90%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	80.000
12 Monate hoch/tief (XETRA-Close)	€ 16,66 / 9,20
Kurs 20.2.2017 (XETRA-Close)	€ 15,20
Performance	1M 6M 12M
absolut	-6,7% 31,0% 36,9%
relativ	-8,6% 23,6% 14,5%

Vergleichsindex Entry All Share - Perform.



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

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

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM - Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw - Bank für Investments und Wertpapiere AG, 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. Über das internationale Klinikgeschäft, unterstützt von prominenten EU-Forschungsprojekten konnte die ifa systems zwischenzeitlich eine Marke etablieren mit der sie in der Branche als Technologieführer klar erkannt wird. (The Company with the „red dot“)
- Mit dem Mehrheitsgesellschafter Topcon skaliert die ifa systems das innovative Angebotsspektrum und erschließt im gemeinsamen Marktauftritt weitere internationale Teilmärkte, die dem Unternehmen bislang alleine nicht zugänglich waren (bspw. Japan).
- Die Einnahmen aus Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse stiegen in den vergangenen vier 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 75% ihrer Fixkosten im Unternehmen ab.
- Die ifa systems ist im Markt für Health Information Technology (HIT) und mit der Tochtergesellschaft inoveon im LifeScience-Bereich 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 und die etablierte Marke 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. Zwischenzeitlich treten hohe Synergieeffekte im gemeinsamen Marktauftritt mit dem Partner Topcon zutage. Die Konzentration auf ertragsstarke Geschäftsfelder wie Telemedizin, CDSS, VNA und Big-Data-Management Applikationen stärken das Verhältnis zum Mehrheitsaktionär Topcon. Beide Gesellschaften profitieren von diesen Wachstumsimpulsen und den daraus resultierenden Margenverbesserungen.

Finanzsituation / Quartalsergebnisse / Gesamtjahr 2016

Für das Gesamtjahr 2016 berichtet das Management eine vorläufige Umsatzhöhe von € 8,9 Mio. (Gesamtleistung: € 11,4 Mio.) bei einem EBIT von € 2,7 Mio. Im 4. Quartal erwirtschaftete die Gruppe eine Unternehmensleistung i.H.v. € 4,3 Mio., woraus sich ein Betriebsergebnis von € 1,4 Mio. errechnen lässt.

Zwar ist das gemeldete Ergebnis 2016 noch ungeprüft, doch gehen wir von keinen signifikanten Änderungen mehr aus. Das nun vorliegende Rekordergebnis hatten wir bereits im letzten Bericht erwartet. Unsere Umsatzprognose lag ursprünglich einen Tick höher. Im Berichtszeitraum hatte die ifa systems ein hohes Auftragsvolumen vom Mehrheitsgesellschafter Topcon zu erfüllen, wofür sich wahrscheinlich nur geringere Margen erzielen ließen im Vergleich zu Aufträgen von Drittunternehmen.

Mit einer Umsatzsteigerung von 7,3% zum Vorjahr und einer EBIT-Marge von knapp 24,2% liegt das Ergebnis 2016 über der vom Management selbst definierten Zielgröße (20%).

Die Qualität der Umsätze ist beachtlich. Sogar in Japan wurde mit Unterstützung von Topcon ein neuer regionaler Markt penetriert. Die gesamte Kundenbasis der ifa systems ist von hoher Bonität; Zahlungsausfälle kommen i.d.R. nicht bzw. nur äußerst selten vor.

Das Management übertrifft seit vielen Jahren das selbst gesetzte Ertragsziel einer EBIT-Marge von 20%.

Auch in den kommenden Jahren sehen wir keine Anzeichen einer rückläufigen Umsatz- und Ergebnisdynamik.

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.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	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.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	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	

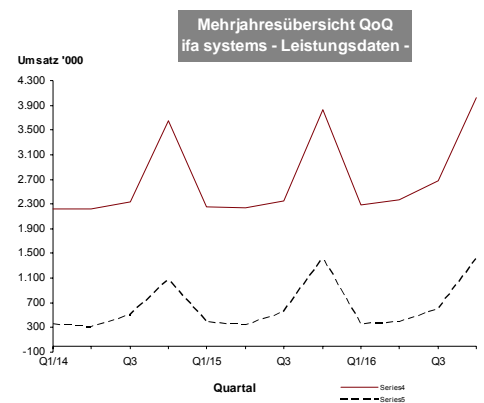
Quartalsvergleich 2015

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.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	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	Q4/16	%-ual	2016e	%-ual v.
	2015	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	Umsatz		
Gesamtleistung	10.662	2,3%	2.290	1,8%	2.370	6,3%	2.680	14,0%	4.030	5,2%	11.370	100,0%
EBIT	2.686	11,0%	351	-11,1%	385	14,9%	600	9,1%	1.411	0,4%	2.747	24,2%
Periodenergebnis	2.062	34,0%	270		296		461		1.084		2.110	18,6%
GpA (in ct.)	0,75		0,10		0,11		0,17		0,39		0,77	

* 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 ein ähnliches Wachstum, insbesondere im Bereich der innovativen Geschäftsfelder, die in den USA angesiedelt sind. Die Umsätze mit Hardware werden sukzessive zurück gehen.

In Anbetracht des erzielten Rekordergebnisses erachten wir es als wahrscheinlich, dass der Vorstand zur diesjährigen Hauptversammlung eine Dividendenzahlung von € 0,18 vorschlagen wird. (2015: € 0,15)

Aktuelle Unternehmensentwicklungen

- I. Weitere HIT-Referenzprojekte an internationalen Kliniken
- II. Forcierung der globalen Distributionsstruktur für HIT-Lösungen
- III. E-Health-Gesetz aus 2016 bewirkt Geschäftsbelebung in D/A/CH
- IV. Mögliche Handelshemmnisse mit den USA - Auswirkung ifa systems
- V. Produktportfolio / Marktpotential (2020)

Erstinstallation der ifa Health-IT Lösung in Japan

IMAGEnet® Research ist eine Cloud-basierte Lösung in der Telemedizin

Prominente Klinik-Installationen in Peru und in Frankreich

ifa wird zwischenzeitlich als Industriemärke erkannt



I. Weitere Health-IT Referenzprojekte an internationalen Kliniken

Mit Unterstützung des Partners Topcon gelang es erstmals, eine ifa Health-IT und LifeScience Lösung in Japan einzuführen. In Japan bietet Topcon ein eigenes, auf den japanischen Markt zugeschnittenes EPA- und Praxisverwaltungssystem (eKarte) an. Durch ein Adaptions-Modul von ifa systems wurde diese Software nun ergänzt, sodass dem Anwender weitere ifa-Funktionalitäten zur Verfügung stehen. Der japanische Klinikmarkt ist für westliche Unternehmen generell unerreichbar. Mit einer weiteren Installation wurde an der Universitätsklinik Asahikawa ein internationales Telemedizinprojekt initiiert, welches über die Augenheilkunde mit Hilfe von Key Opinion Leadern auch auf andere Facharztbereiche wie z.B. Kardiologie, Diabetes, etc. ausgedehnt wurde. Das neue System IMAGEnet® Research ist auf Telemedizinische Anwendungen ausgerichtet. Zuvor hatte Topcon mit IMAGEnet® Connect die Kompatibilität aller gängigen ophthalmologischen Geräte in der Klinik hergestellt.

Für weitere HIT-Referenzprojekte in Peru und in Frankreich sind zwischenzeitlich Projektverträge gezeichnet; mit der Umsetzung wurde Anfang 2017 begonnen.

In Peru ist die ifa damit betraut, die am Markt führende Augenklinik des Landes zu digitalisieren. Das Auftragsvolumen schätzen wir mit T€ 300-400 ein.

Das Klinikprojekt in Frankreich dürfte ähnlich hoch dotiert sein. Der Unterschied liegt jedoch darin, dass der IT-Markt in Frankreich für ausländische Unternehmen kaum zugänglich ist. Es bedarf schon einer Marke oder speziellem Know-how, um für IT-Projekte in Frankreich in der Klinik berücksichtigt zu werden. Vor diesem Hintergrund nennt die ifa systems bislang auch noch keine weiteren Details, außer dem Umstand, dass es sich um ein Großprojekt von „internationalem Renommée“ handelt.

Das Management der ifa systems nutzte die Visibilität des Health-IT Geschäfts in der Klinik und die prominenten internationalen Projekte in letzter Zeit dazu, die Marke „ifa“ zu etablieren, mit der sie in der Branche als Technologieführer zwischenzeitlich klar erkannt wird.

Zwar kann man nicht von der Reichweite einer Marke im Konsumgüterbereich sprechen, die in aller Munde ist, doch zumindest von einer Industriemärke, ähnlich wie „Heidelberg Engineering“ oder „Kuka“, die für Industrieroboter steht. Im internationalen Klinikgeschäft ballt die ifa systems ihr gesamtes Know-how in den Disziplinen Telemedizin, CDSS, VNA, ecPACS, um sich einerseits von der Konkurrenz abzuheben und anschließend ein Projekt zu übergeben, welches Maßstäbe in der Augenheilkunde setzt.

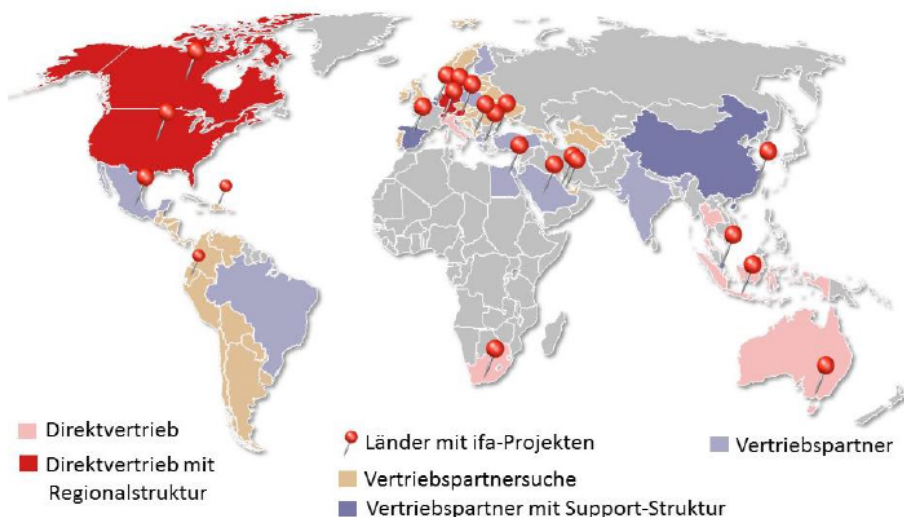
II. Forcierung der globalen Distributionsstruktur für Health-IT Lösungen

Nach der Aufbauphase des internationalen ifa Klinikgeschäfts folgte die Einführung der indirekten Distribution, u.a. auch zur Wartung bestehender Installationen im Ausland. Das Netz der Distributionspartner soll jetzt zusammen mit den Schwerpunkten von Topcon und deren Produktportfolio ergänzt werden. Die dazu notwendige Zertifizierung verlangsamt den Prozess, doch führt die Zusammenarbeit und Kooperation im Distributoren-Netzwerk zu einer Erhöhung der Anfragen, zur Stärkung der Marke und zu einem höheren Service-Level der internationalen Klinik-Installationen.

International arbeitete die ifa systems im vergangenen Jahr mit ca. 60 indirekten Vertriebs- und Installationspartnern. Bis Ende 2017 soll das gemeinsame ifa/Topcon Netzwerk erweitert werden und flächendeckend stehen.

Globale Distributionsstruktur wird mit den Interessen von Topcon erweitert und soll bis Jahresende 2017 stehen

Vertriebsstruktur Länder und Kontinente



Quelle: ifa systems AG

Ein funktionierender indirekter Vertrieb ist der Schlüssel zum Erfolg

Ein gut funktionierender indirekter Vertrieb ist aus unserer Sicht ein wesentliches Merkmal zur weiteren Skalierung, zur Erhöhung der Ertragsmargen, und schließlich der Erfolgsaussichten für das hochwertige Health-IT Angebot der ifa systems.

III. E-Health-Gesetz aus 2016 bewirkt Geschäftsbelebung in D/A/CH

Ende letzten Jahres schaffte die Bundesärztekammer die Voraussetzungen, dass bis 2018 alle Arztpraxen, Krankenhäuser und Apotheken sukzessive an die Telematik-Infrastruktur angeschlossen sein müssen. Hierzu bleibt den Ärzten in Deutschland lediglich noch das laufende Jahr 2017, sich auf die Anwendungen der elektronischen Gesundheitskarte und für eine Telematikinfrastruktur zu rüsten.

Bereits 2004 wurden vom Gesetzgeber mit dem Gesundheitsmodernisierungsgesetz die Grundlagen für die Einführung der eGK gelegt. Erst 10 Jahre später ist die eGK flächendeckend angekommen und erst weitere 3-4 Jahre später ist bei den Ärzten eine Infrastruktur geschaffen, die eine „einigermaßen“ digitale Praxisverwaltung ermöglicht.

E-Health Gesetz bewirkt Geschäftsbelebung.

Ab 2017 wird die eGK mit vielen Leistungen Pflicht für den Arzt.

Mit Eintreten des E-Health Gesetzes zum 1. Januar 2016 wurde dann ein relativ verlässlicher Fahrplan für die Einführung einer digitalen Infrastruktur im Gesundheitswesen geschaffen. Demnach haben folgende Anwendungen/Leistungen verbindlich digital ausführbar zu sein.

Anwendung gemäß e-Health Gesetz

Anwendung / Leistung	Verpflichtend ab
Medikationsplan	01.10.2016
Elektronischer Arztbrief	01.01.2017
Elektronische Prüfung des Versicherungsnachweises VSDM	01.07.2018
Videosprechstunden	31.03.2017
Eintrag von Notfalldaten auf der eGK	01.01.2018
Einsicht in EPA seitens Patienten	01.01.2019
Elektronisches Patientenfach	01.01.2019

Quelle: Bundesärztekammer

Die Digitalisierung deutscher Arztpraxen ist unausweichlich. Gegebenenfalls setzt sie die Aufsicht mit Sanktionen durch

Mit diesen Grundlagen ist auch im deutschsprachigen Raum Bewegung hinsichtlich der Digitalisierung in Arztpraxen gekommen (Österreich hat einen ähnlichen Fahrplan mit der e-card). Dass es die Politik und die Gesetzgebung ernst meint, zeigt sich an den Anreizen, aber insbesondere an den Sanktionen, die das Gesetz vorsieht. So drohen Kassenärztlicher Bundesvereinigung (KBV) und der GKV ab 2017 bzw. 2018 mit Haushaltskürzungen, wenn bestimmte Fristen für die Einführung der neuen Anwendungen nicht eingehalten werden.

Der Handlungsbedarf seitens der Ärzteschaft wird eine Geschäftsbelegung bei der ifa systems in der Region D/A/CH auslösen. Die hier notwendige Basis-Technologie hat die ifa systems seit vielen Jahren im Repertoire; gegebenenfalls sind auch für deutsche Ärzte weitere, modernere Module aus dem Programm der ifa/Topcon von Interesse.

Mögliche Handelshemmnisse werden die ifa-Tochtergesellschaften nicht belasten.

IV. Mögliche Handelshemmnisse mit den USA

Die neue republikanische US Regierung kündigte jüngst Importzölle und Steuerbenachteiligungen für Unternehmen an, die in die USA exportieren. Die ifa systems AG fühlt sich mit ihrem US-Geschäft davon nicht betroffen. Die unabhängigen US-Gesellschaften ifa united i-tech und inoveon sind selbst Inhaber aller relevanten Software-Lizenzen und werden die weitere Expansion auch bei Änderungen von Handelsabkommen gesichert durchführen können. Ebenso wenig sind die Kooperationsabkommen zwischen den ifa US-Gesellschaften und IBM Watson bzw. Merge Healthcare davon betroffen. Im Konzern erzielt die ifa systems aktuell ca. 1/3 der Umsätze, d.h. ca. € 2 Mio.+ in den USA.

V. Produktportfolio / Marktpotential (2020)

Im Unternehmensverbund hat die ifa-Gruppe zwischenzeitlich ein attraktives, wettbewerbsfähiges Produkt- und Lösungsportfolio im Angebot. Die Produkte und Lösungen der Tii sind als BCG-Matrix kategorisiert aufgelistet:

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

I. Reife Produkte und Lösungen (mit hohem Marktanteil)

- EMR-Software: die elektronische Patientenakte spezialisiert in der Ophthalmologie;
- MDI (Medical Device Interface): Integration eines Großteils der ophthalmologischen Geräte;
- WFM-Software (Workflow-Management): Software zur Steuerung von Behandlungsabläufen innerhalb der Klinik und der Praxis;
- Register: Erfassung und Auswertung von verschiedensten Daten aus dem Bereich der Medizin;
- Qualitätsmanagementsysteme in der Medizin;
- VNA (Vendor Neutral Archive): ein System zur Speicherung von Bildern, Dokumenten und Daten, die von Systemen unterschiedlicher Hersteller stammen.

II. Produkte/Lösungen in der Wachstumsphase

- CDSS (Clinical Decision Support System): Software zur direkten Auswertung von klinischen Patientendaten, um auf die jeweiligen Leitlinien, Behandlungsmethoden, Risiken et al. hinzuweisen;
- Telemedizin: Spezialsoftware zum Screening und der Prognose basierend auf bildgebende Geräten;
- ecPACS: ein Bildarchivierungssystem, das spezialisiert ist auf Daten aller Art aus der Ophthalmologie;
- Code-Datenbanken: klinische Datenbanken angepasst auf die Nutzung in Software-Produkten und für Auswertungen.

III. Produkte/Lösungen in der Entwicklung

- Big-Data Anwendungen: Lösungen zur Auswertung von Datenbanken.
- EDC (Electronic Data Capture): computergestützte wissenschaftliche Forschung;
- Patientenportal: Austausch und Speicherung klinischer Daten (Patient, Patient zu Arzt, Arzt zu Arzt).

IV. Auslaufprodukte und Lösungen

- Reine Verwaltungssoftware (Abrechnung, Formulare, Termine, et al.).

Das Produktportfolio der ifa systems befindet sich überwiegend in der Wachstums- und in der Reifephase

TopCon Geräteportfolio

I. Systeme für die Voruntersuchung in Praxen und Kliniken:

- Tonometer: Geräte zur Messung des Augeninnendrucks
- Keratometer und Autorefraktometer: Geräte zur Messung unterschiedlicher Augenwerte wie Werte der Fehlsichtigkeit, Hornhautkrümmung usw.
- Multifunktionsgeräte mit bis zu 4 Funktionen in einem Gerät
- Lensmeter: Gerät zur Messung der Werte der Brillengläser

II. Systeme für das Untersuchungszimmer

- Phoropter: Gerät zur Ermittlung der Fehlsichtigkeit
- Spaltlampen: analoge und digitale Kamerasysteme

Das Geräteportfolio der Topcon deckt Anwendungen von der Voruntersuchung ab und reicht bis zum Operationssaal

III. Systeme zur Fotodokumentation

- Funduskamera: Spezialkamera zur Fotodokumentation von Augenbereichen wie Augenhintergrund usw.
- OCT (Optical coherence tomography): Geräte zur Schichtaufnahme des Auges bzw. bestimmter Bereiche des Auges

IV. Systeme im Bereich Chirurgievoruntersuchung

- Biometer: Spezialgerät zur Messung von Werten, die z.B. für Linsenimplantate benötigt werden
- Wellenfrontanalysegerät: Spezialsystem zur Messung von Werten, die in der Regel bei refraktiven Eingriffen benötigt werden

V. Systeme im Bereich Operationsaal

- Diverse Lasersysteme für unterschiedlichste Anforderungen

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

Das Health-IT Marktpotential könnte der Tii Gruppe bis zum Jahr 2020 Umsätze i.H.v. \$ 170 Mio. bescheren

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 Health-IT/LifeScience in der Klinik wird bei der ifa weiterhin die Grundlage für die weltweite Präsenz bilden.

Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

Daten vom 20.2.2017 Gesellschaft im Vergleich	Peer-Group - Deutschland					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
	Ticker	Anzahl		MCAP	EV (Mio.)	17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e
		Kurs	Aktien										
Nemetschek	NEM	51,27	38,5	1.973,9	1.989,6	5,0	4,4	18,7	16,2	23,1	16,2	41,2	34,2
Nexus	NXU	18,64	15,7	293,3	282,6	2,7	2,4	12,4	11,2	20,5	11,2	31,6	26,6
CompuGroup Medical AG	COP	38,12	53,2	2.028,7	2.386,0	3,2	2,8	15,8	12,9	21,1	12,9	38,1	27,7
Geratherm Medical AG	GME	11,95	5,0	59,2	50,7	2,4	2,2	9,2	8,0	11,3	9,6	19,6	17,8
Carl Zeiss MediTech	AFX	39,18	81,3	3.185,7	3.257,1	2,8	2,6	17,1	15,8	19,5	15,8	28,4	28,1
Mittelwert						3,2	2,9	14,6	12,8	19,1	13,1	31,8	26,9
Median						2,8	2,6	15,8	12,9	20,5	12,9	31,6	27,7
ifa systems	IS8	15,20	2,75	41,80	41,20	3,0	2,6	8,5	7,3	10,2	8,6	13,8	11,6
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						16,4	16,8	25,8	26,1	28,0	22,8	35,0	35,2
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						14,0	15,0	27,8	26,2	30,0	22,4	34,8	36,3
Minderung w./ geringer Liquidität		30%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						11,45	11,79	18,03	18,28	19,57	15,98	24,47	24,66
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						9,83	10,50	19,43	18,37	21,00	15,68	24,33	25,40

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

Wir haben die Peer-Group Bewertung aktualisiert. Die Vergleichsunternehmen sind in eine nationale und in eine internationale (US-amerikanische) Gruppe eingeteilt. In der Vergangenheit gewichteten wir die nationale Peer-Group mit $\frac{2}{3}$ und die internationale mit $\frac{1}{3}$. Von dieser Systematik müssen wir abweichen, da die Gewinnfaktoren der internationalen Peer Group zum jetzigen Zeitpunkt verzerrt sind. Beide Unternehmen (MDRX und QSII) befinden sich im Prognosejahr₂₀₁₈ in einer Gewinneintrittsphase. Vom negativen Berichtsjahr 2017 ist die volle Ertragskraft im Folgejahr 2018 im Unternehmen noch nicht wiedergespiegelt. Der relativ geringe Überschuss₂₀₁₈ löst eine rechnerisch zu hohe Ertragsbewertung (P/E) aus.

Gemessen an der Peer-Group der deutschen Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von € **25,40** pro Aktie, berechnet auf das KGV₂₀₁₈. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung und dem derzeit überkauften Markt um 30% reduziert.

Skala (Kurs J. Bewertung)

Price	P/E 2017	P/E 2018	EV/EBIT 2017	EV/EBIT 2018
12,50	11,4	9,5	8,4	7,1
12,90	11,7	9,8	8,7	7,3
13,20	12,0	10,1	8,9	7,5
13,60	12,4	10,4	9,1	7,7
13,90	12,6	10,6	9,3	7,9
14,40	13,1	11,0	9,7	8,1
14,70	13,4	11,2	9,9	8,3
15,00	13,6	11,5	10,1	8,5
15,20	13,8	11,6	10,2	8,6
15,70	14,3	12,0	10,6	8,9
16,30	14,8	12,4	11,0	9,2
16,65	15,1	12,7	11,2	9,4
17,15	15,6	13,1	11,6	9,7
17,65	16,0	13,5	11,9	10,0
18,05	16,4	13,8	12,2	10,2

Berechnung: BankM Research

Daten vom 20.2.2017 Gesellschaft im Vergleich	U.S. Peer-Group					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
	Ticker	Anzahl		MCAP	EV (Mio.)	17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e
		Kurs	Aktien										
Allscripts Healthcare Sol.	MDRX	12,39	186,9	2.315,7	3.415,1	1,4	1,4	10,6	9,6	20,0	9,6	neg.	89,1
Quality Systems, Inc.	QSII	15,58	62,4	972,2	917,7	2,0	2,0	9,6	9,0	12,2	9,0	neg.	31,8
Mittelwert						1,7	1,7	10,1	9,3	16,1	9,3	neg.	60,5
ifa systems AG	IS8	15,20	2,75	41,80	41,20	3,0	2,6	8,5	7,3	10,2	8,6	13,8	11,6
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						8,9	9,9	17,8	19,0	23,5	16,2	neg.	79,2
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,14	7,93	14,21	15,18	18,82	12,96	neg.	63,37

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

Die Peer-Group US-amerikanischer Wettbewerber betrachten wir rein informativ. Wir lesen eine Bewertung von rd. 10X EV/EBITDA_{2018/19} und 1,7X Umsatz ab.

Vor dem Hintergrund der verzerrten US-amerikanischen Peer-Group Bewertung stützen wir unsere Bewertung jetzt alleine auf die Deutsche Vergleichsgruppe und erhalten ein **Ergebnis von €25,40**.

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		7,3%	33,4%	16,4%	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	1,0%
Umsatz	8.267	8.874	11.834	13.771	15.836	18.212	20.944	23.666	26.743	30.220	30.522
EBIT Marge	32,5%	31,0%	34,1%	34,8%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	15,0%
EBIT	2.686	2.747	4.038	4.799	3.801	4.371	5.026	5.680	6.418	7.253	4.578
Steuern	598	641	1.009	1.199	1.140	1.311	1.508	1.704	1.925	2.176	1.373
Ergebnis vor Zinsen	2.088	2.106	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.	-220	-737	-338	-603	-723	-738	-708	-680	-653	-627	-602
= Freier CF (FCFF)	936	1.483	2.767	3.623	3.045	3.501	3.976	4.453	4.992	5.602	3.806
Endwert											33.371
WACC Berechnung											
Steuerquote	22,5%	23,3%	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		1.314	2.171	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	17.712	60,3%									
+ PV des Endwertes	11.648	39,7%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	29.360										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	992										
= Wert des Unternehmens	30.352										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	0										
= Wert des Eigenkapitals	30.352										
Preis je Aktie	11,04										

Quelle: BankM Research

Wachstum - Endwert

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
1,00	13,49	13,67	13,85	14,04	14,24
1,15	11,77	11,89	12,02	12,15	12,29
1,25	10,84	10,94	11,04	11,14	11,25
1,35	10,04	10,12	10,20	10,28	10,37
1,50	9,03	9,09	9,15	9,21	9,27

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

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge in der Free Cash-Flow Bewertung resultieren aus fünf Geschäftsbereichen, welche die ifa systems berichtet (s. GuV im Tabellenanhang).

Das Geschäftsmodell der ifa systems ordnen wir als Wachstumsmodell ein. Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit bewiesen, dass sie wiederholt in der Lage ist, den Umsatz um mehr als 10% p.a. zu steigern und dabei eine EBIT-Marge > 20% zu erwirtschaften.

Viele der zukünftigen Potentiale im Bereich Cognitive Computing, 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. 20% (CAGR) zugrunde. Das EBIT steigt in diesem Zeitraum um 12,3% (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 € 30,4 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von €11,04.**

Zusammenfassung

In der Kapitalmarkt Betrachtung müssen wir unsere Bewertung leider ausschließlich auf die deutsche Peer-Group stützen. Wir betrachten diesen Umstand jedoch nicht als großes Manko. Generell sind die Aktienmärkte z.Zt. hoch bewertet (überkauft), sodass die Kapitalmarkt Bewertung ohnehin mit Vorsicht zu beurteilen ist.

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:	€ 11,04	50%	€ 5,52
Ergebnis aus der Peer-Group:	€ 25,40	50%	€ 12,70
			€18,22

Der daraus resultierende **Faire Wert** mit einer durchschnittlichen Gewichtung von FCF und Peer-Group beträgt **€18,22 je Aktie**

Mit Blick auf die 1-Jahres Kurs-Historie lassen sich die jüngsten Entwicklungen in der Gesellschaft ablesen. Es sind die starken Partnerschaften mit Topcon, IBM Watson und Merge, mit denen die ifa systems zukünftig neue Geschäftsfelder im Bereich cognitive computing und big data analytics erschließt und die Technologieführerschaft im Bereich Health-IT und LifeScience in der Ophthalmologie für sich in Anspruch nimmt.



Quelle: Deutsche Börse AG

Wir betrachten die ifa systems bei einem Kurswert von €18,22 als fair bewertet.

Weiteres Kurspotential ist vorhanden.

Innerhalb von 6 Monaten hat sich das Handelsvolumen in der ifa-Aktie auf T€80/Tag verdoppelt

Handelstechnisch betrachtet ist der Kursanstieg seit Oktober 2016 auch darauf zurückzuführen, dass ein vormaliger Beteiligungsinteressent der ifa systems AG, zu dessen Gunsten auch eigens eine Kapitalerhöhung durchgeführt wurde, seine Anteile zwischenzeitlich wieder über den Markt hat abfließen lassen.

Das derzeitige Kursniveau bei rd. € 15,20 zu einem KGV₂₀₁₈ von 11,6X hat unseres Erachtens weiteres Steigerungspotential.

Nachdem die Standardwerte im Markt stark überkauft sind, wenden sich Investoren zunehmend den Small- und MidCap Märkten zu. Die ifa systems AG kann wegen der hohen Ausschüttung zwischenzeitlich auch als Dividendenwert betrachtet werden. Das Geschäftsmodell ist stabil.

Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen in der ifa-Aktie hat sich innerhalb der letzten 6 Monate verdoppelt, d.h. gemessen im 3M Durchschnitt stieg das EURO-gewichtete tägliche Handelsvolumen von rd. € 40.000/Tag auf aktuell € 80.000/Tag.

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	1,6	1,1	0,7
Sonstiges Anlagevermögen	19.033	22.696	24.418	30.839	35.905	85,8	84,8	83,1	82,6
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	16.585	19.978	22.474	24.674	26.924	75,5	78,1	66,5	62,0
Anlagevermögen	19.247	22.880	24.872	31.253	36.199	86,5	86,4	84,2	83,3
Vorräte	74	141	150	186	212	0,5	0,5	0,5	0,5
Forderungen	1.964	2.300	2.453	3.027	3.456	8,7	8,5	8,2	8,0
Barmittel	1.852	823	992	2.269	3.124	3,1	3,4	6,1	7,2
Sonstiges Umlaufvermögen	309	301	321	396	452	1,1	1,1	1,1	1,0
Umlaufvermögen	4.199	3.565	3.916	5.878	7.244	13,5	13,6	15,8	16,7
Bilanzsumme	23.446	26.445	28.788	37.131	43.443	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	9,6	7,4	6,3
Kapitalrücklagen	5.828	7.305	7.305	7.305	7.305	27,6	25,4	19,7	16,8
Gewinnrücklagen	7.820	10.216	11.831	14.362	17.463	38,6	41,1	38,7	40,2
Eigenkapital	16.148	20.271	21.886	24.417	27.518	76,7	76,0	65,8	63,3
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	16.148	20.271	21.886	24.417	27.518	76,7	76,0	65,8	63,3
Rückstellungen	865	1.031	1.099	1.357	1.549	3,9	3,8	3,7	3,6
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	6.433	5.143	5.802	11.357	14.376	19,4	20,2	30,6	33,1
Verbindlichkeiten	7.298	6.174	6.902	12.714	15.925	23,3	24,0	34,2	36,7
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	3.512	4.335	4.949	12,5	12,2	11,7	11,4
Bilanzsumme	23.446	26.445	28.788	37.131	43.443	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 - Clinical Info. Systems (CIS)	2.127	2.234	2.300	3.450	3.720	5,0	3,0	50,0	7,8	27,2
Umsätze - Interfaces & Register	805	817	1.050	1.400	1.650	1,5	28,5	33,3	17,9	25,4
Umsätze - Telemedizin	345	271	600	900	1.200	-21,4	121,4	50,0	33,3	41,4
Umsätze - Handelsware	1.020	865	500	500	500	-15,2	-42,2	0,0	0,0	0,0
Umsätze - Lizenzen	3.780	4.080	4.424	5.584	6.701	7,9	8,4	26,2	20,0	23,1
Umsatz	8.077	8.267	8.874	11.834	13.771	2,4	7,3	33,4	16,4	14,3
Aktivierete Eigenleistungen	2.341	2.395	2.496	2.200	2.250	2,3	4,2	-11,9	2,3	-1,0
Gesamtleistung	10.418	10.662	11.370	14.034	16.021	2,3	6,6	23,4	14,2	11,4
Materialaufwand	730	558	530	400	400	-23,6	-5,0	-24,5	0,0	-14,0
Rohrertrag	9.688	10.104	10.840	13.634	15.621	4,3	7,3	25,8	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	4.550	5.520	6.400	10,7	12,2	21,3	15,9	15,0
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.115	3.647	3.953	4.727	5.152	17,1	8,4	19,6	9,0	13,4
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	3.297	3.414	3.537	4.838	5.619	3,5	3,6	36,8	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	2.747	4.038	4.799	11,0	2,3	47,0	18,9	18,7
Zinserträge	8	6	5	5	5	-25,0	-16,7	0,0	0,0	-11,1
Zinsaufwand	62	32	1	8	9	-48,4	-96,9	700,0	12,5	-38,3
Finanzergebnis	-54	-26	4	-3	-4	-51,9	-115,4	-175,0	33,3	-46,4
Ergebnis vor Steuern (EBT)	2.365	2.660	2.751	4.035	4.795	12,5	3,4	46,7	18,8	19,3
Ertragssteuern	827	598	641	1.009	1.199	-27,7	7,1	57,4	18,8	9,7
Ergebnis nach Steuern	1.538	2.062	2.110	3.026	3.596	34,1	2,3	43,4	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	2.747	4.038	4.799	11,0	2,3	47,0	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	0,77	1,10	1,31	21,9	2,3	43,4	18,8	20,7
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,62	0,75	0,77	1,10	1,31	21,9	2,3	43,4	18,8	20,7
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,97	1,01	1,05	1,39	1,61	5,0	4,0	31,9	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	2.110	3.026	3.596	34,1	2,3	43,4	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	2.900	3.826	4.416	15,5	4,0	31,9	15,4	16,3
- Veränderungen im Net Working Capital	-661	-220	-737	-338	-603	-66,7	234,8	-54,1	78,5	39,9
= Operating Cash Flow	3.077	3.010	3.637	4.164	5.019	-2,2	20,8	14,5	20,5	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	910	1.487	2.764	3.619	57,7	63,4	85,9	30,9	58,3
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	300	413	495	495	495	37,5	20,0	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	824	992	2.269	3.124	-55,5	20,4	128,7	37,7	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	4.5.2015	Kaufen	€ 11,15
Rüdiger Holzammer	17.2.2016	Kaufen	€ 13,50
Rüdiger Holzammer	7.7.2016	Kaufen	€ 16,45
Rüdiger Holzammer	7.11.2016	Kaufen	€ 17,88

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:

21.2.2017

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

Schlusskurse vom 20.2.2017

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 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 einer 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 § 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 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.

© 2017 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