

Basisstudien-Update

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 10,00

(vormals € 8,27)



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

Die vorgelegten Geschäftsergebnisse sprechen für sich

Die ifa systems berichtete jüngst über das Geschäftsjahr 2019. Der vorliegende Bericht bestätigt die abgegebene Guidance und erfüllt unsere Prognosen in vollem Umfang.

- Beindruckendes Jahresergebnis 2019 ungeachtet der Sondereffekte**
 Erwirtschaftet wurde ein EBIT i.H.v. € 1,2 Mio. bei einem Produkt-Umsatz i.H.v. € 9,7 Mio. Der operative Cash-Flow beläuft sich in der Periode auf beachtliche € 3,4 Mio., die Finanzverbindlichkeiten wurden um € 3.0 Mio. reduziert. Auf die Sondereffekte gingen wir bereits in unserem letzten Bericht ein.
- Neuer EK-Partner eröffnet weitere Chancen des Wachstums und Festigung der Marktführerschaft**
 Die Zusammenarbeit mit dem neuen Partner NEXUS betrachten wir als chancenreiche Voraussetzung für die ifa systems um den weiteren Ausbau der Marktführerschaft im Bereich Ophthalmologie und ggf. angrenzender Bereiche in der Klinik zu forcieren. Auch das Management des Partners NEXUS sieht der partnerschaftlichen Weiterentwicklung mit der ifa systems mit hoher Erwartung entgegen.
- Verlautbarung über den Kaufpreis beim Wechsel des Mehrheitsaktionärs**
 Im nun vorliegenden Jahresabschluss der NEXUS AG legte die Gesellschaft ihren Aktionären Rechnung für den Erwerb des 52,6%-igen Aktienpakets, welches sie von Topcon Anfang Juni 2019 erwerben hatte. Der offen gelegte Brutto-Kaufpreis, der für das Aktienpaket entrichtete wurde, betrug demnach € 2,7 Mio. in bar. Trotz dessen, dass verschiedene Verpflichtungen übernommen wurden kann man nahezu von einem „Geschenk“ sprechen. Eine Wert-Analyse ist im Finanzteil dieses Berichts zu finden.
- Vervollständigung des Aufsichtsrats**
 Mit dem Wechsel der Mehrheitsbeteiligung (Topcon ./ NEXUS) schieden Anfang Juni 2019 die beiden von Topcon entsandten Vertreter aus dem AR-Gremium aus. Bis Ende Oktober 2019 verblieb der Vorsitzende, Robert Gaulke als alleiniger Aufsichtsrat. Das Gremium ist nun satzungsgemäß ergänzt. Zwei Delegierte der NEXUS AG sind jetzt Teil des Aufsichtsrats.
- Weitere Aussichten - Management Guidance**
 Seit Abschluss der Unternehmenstransformation und dem „Onboarding“ an die NEXUS AG sind die Vorzeichen bei der ifa systems wieder auf Wachstum gesetzt. Vor dem Hintergrund der derzeitigen globalen Krise hat das Management verständlicherweise keine Guidance für das Jahr 2020 bzw. darüber hinaus abgegeben.
- Wir erhöhen den Fairen Wert um € 1,73 von € 8,27 auf € 10,00. Die Aktie stellen wir weiterhin auf „KAUFEN“.**

Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. €) *	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2017	9,4	-2,9	-7,8	-10,3	-9,3	-3,38	0,00	neg.	neg.
2018	7,1	1,3	0,1	0,1	0,7	0,27	0,00	1,5%	10,4%
2019	10,2	3,9	1,2	1,2	1,2	0,44	0,00	11,9%	11,8%
2020e	7,3	1,4	0,2	0,1	0,1	0,05	0,10	2,0%	1,8%
2021e	8,2	2,2	0,9	0,9	0,9	0,33	0,10	11,1%	11,1%

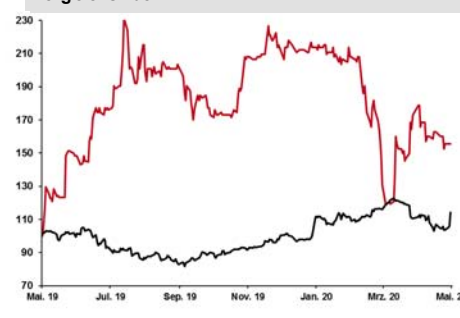
Quelle: ifa systems AG, BankM Research (Prognosen)

* G.-Leist. = Gesamtleistung

Branche	Enterprise Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Fin.-Berichte: HJ/20	7.8.2020
Hauptversammlung	25.9.2020
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen	2019	2020e	2021e
EV/Sales	2,2	3,2	2,8
EV/EBITDA	5,6	16,1	6,5
EV/EBIT	17,9	N/A	15,8
P/E adj.	11,8	N/A	16,2
Price/Bookvalue	1,6	1,6	1,5
Price/FCF	2,2	5,2	3,9
ROE (%)	13,7	1,6	9,8
Dividenden Rendite (%)	0,0	1,9	1,9

Anzahl Aktien (Mio. Aktien)	2,75 Mio.
Marktkap. / EV (Mio. €)	18,9 / 19,7
Free float	43,80%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	4.000
12 Monate hoch/tief (XETRA-Close)	€ 7,95 / 3,30
Kurs 18.5.2020 (XETRA-Close)	€ 5,15
Performance	1M 6M 12M
absolut	-11,4% -23,8% 58,4%
relativ	-15,0% -17,6% 52,6%
Vergleichsindex	DAX All Software - Perform.



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

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

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

Investitionskriterien

- Mit Health-IT Lösungen der ifa systems arbeiten Ophthalmologen in mehr als 20 Ländern. Mehr als 60 Mio. Patienten und deren Fälle sind in den Datenbanken der ifa systems global angelegt. Insgesamt sind weltweit rd. 15.000 Arbeitsplatzlizenzen in unterschiedlichen Sprachversionen installiert, wobei täglich rund 200.000 klinische Patientenfälle betreut werden.
- Als Deutsches Unternehmen ist die ifa systems im globalen Markt für Health-IT positioniert. Für die Gesellschaft bedeutet dies ein relevantes Umsatzpotential von rd. € 40 Mrd. Der relevante Health-IT Markt wächst seit vielen Jahren ungebrochen. Das Wachstum der kommenden fünf Jahre ist mit durchschnittlich 8-10% (CAGR) bemessen. Nach Umsetzung des eHealth Gesetzes, i.e. der Telematikinfrastruktur im Heimatmarkt D/A/CH steigt die Zahl der möglichen digitalen Lösungen, die zum Einsatz kommen können, noch deutlich. Dieses Potenzial wird sich die ifa systems erschließen.
- Die TI ist ein Katalysator für eine Vielzahl weiterer Anwendungen, wie bspw. eArztbrief, eDMP¹, eDoku², Telekonsil, Videosprechstunde, die über die TI Plattform erreicht werden können. Vor diesem Hintergrund wird die ifa-EPA, mit der auf eine Vielzahl von Schnittstellen zu Geräten und externer Software zugegriffen werden kann, noch stärker ins Zentrum der Ärzteschaft rücken.
- Das Angebots- und Leistungsspektrum der ifa systems ist für Anwender in größeren Augenarztpraxen und Augenkliniken ausgerichtet. Wegen des erforderlichen hohen klinischen Know-how ist der relevante Anbieterkreis dort begrenzt; die Margen in diesem speziellen Marktsegment sind somit noch auskömmlich. Die ständige, auch technologische Weiterentwicklung der ifa systems und die etablierte Marke verschaffen der Gesellschaft Wettbewerbsvorteile. Die Partnerschaft mit der NEXUS AG wird der ifa systems weitere Wachstumsimpulse im Klinikgeschäft verleihen.
- Die Einnahmen aus Softwarelizenzen über Dauervertragsverhältnisse bilden eine stabile Erlösquelle im Unternehmen. Dies zeigt sich insbesondere in der derzeitigen Krisenphase. Installationen in Kliniken generieren eine hohe Anzahl von Runtime-Lizenzen mit wiederkehrenden Umsätzen.

¹ Elektronischer Datenaustausch im Disease-Management

² Elektronisch Dokumentieren in der Qualitätssicherung

Finanzlage 2019

Mit dem jüngst vorgelegten Jahresabschluss 2019 überrascht die ifa systems positiv auf breiter Front. Zwar ist darin wie auch im Zwischenabschluss der Einmaleffekt aus der Lizenzierung der Inoveon-Datenbank enthalten, doch überzeugen auch die davon bereinigten Ergebnisse in der GuV:

Glänzende Erfolgsrechnung mit hoher Umsatzqualität

Konzern GuV

für den Zeitraum 1.1. bis 31.12.2019

	1. Januar bis 31. Dezember 2019			
TEUR	2019	2018	Δ 2019/18	Δ %
Umsatzerlöse	9.675	6.611	3.064	46,3%
aktivierte Eigenleistungen	491	522	-31	-5,9%
Gesamtleistung	10.166	7.133	3.033	42,5%
Aufwendungen f. bezogene Waren	-934	-604	-330	54,6%
sonstige Erträge	440	797	-357	-44,8%
Personalaufwand	-4.301	-3.515	-786	22,4%
sonstige Aufwendungen	-1.469	-2.545	1.076	-42,3%
EBITDA	3.902	1.266	2.636	
AfA	-2.690	-1.160	-1.530	131,9%
EBIT	1.212	106	1.106	
Finanzerträge	96	116	-20	
Finanzaufwendungen	-100	-113	13	
EBT	1.208	109	1.099	
Ertragsteuern	-6	631	-637	
Jahresüberschuss / Fehlbetrag	1.202	740	462	

Quelle: ifa systems AG / BankM Research

Im Vergleich zum Vorjahr konnte der Gruppen-Umsatz im Gesamtjahr um rd. 46% auf 9,7 Mio. gesteigert werden. (Vorjahr € 6,6 Mio.). Bereinigt um den „Einmal-Effekt“ aus der Lizenzierung der Inoveon Datenbank liegt darin immer noch eine Steigerung um knapp 10% gegenüber dem Vorjahr. Ausschlaggebend für die Umsatzsteigerung waren das starke Installationsgeschäft zur Erfüllung der KV-Vorgaben hinsichtlich der Telematik-Infrastruktur und der Anlauf eines Klinikprojektes.

Interessanter sind jedoch die Entwicklungen im Lizenzgeschäft. Die Umsätze mit Basislizenzen stiegen um € 2,8 Mio. auf € 3,7 Mio. Darin enthalten ist der Sondereffekt aus der Lizenzierung der Inoveon Datenbank. Bereinigt um diesen Effekt verbuchte die ifa systems Basislizenzen aus dem laufenden Geschäft i.H.v. €1,2 Mio., was einer Steigerung von 25% entspricht. Auch die Umsätze mit Runtime-Lizenzen (RT) konnten im Geschäftsjahr 2019 um knapp 10% auf € 3,9 Mio. gesteigert werden. (2018: € 3,5 Mio.)

Erfreuliche Steigerung der Basislizenzen +25% RT-Lizenzen +10%

Auch das marktseitige Interesse an den Inoveon-Daten und der Lizenzierungsfähigkeit dieser Information gibt uns Evidenz für die wirtschaftliche Nutzbarkeit des Health-IT Know-How, welches in den ifa-Datenbanken enthalten ist.

Auf der von der ifa systems betriebenen Plattform mit der „European Society of Cataract and Refractive Surgeons“ EUREQUO sind mittlerweile Daten von mehr als 3,2 Mio. refraktiven und Katarakt-Operationen enthalten. Die auf dieser Platt-

Deutlich verbesserte Umsatzqualität durch reduzierte Aktivierungen

form gesammelten Daten unterstützen Ophthalmologen bei Operationen und in der Forschung im Bereich der Implantat- und refraktiven Chirurgie. Die ESCRS hat mehr als 7.500 Mitglieder aus 130 Ländern weltweit. Das Register wurde bereits vor 10 Jahren von der ifa systems entwickelt.

Die um rd. € 1 Mio. verringerten sonstigen Aufwendungen erklären sich aus den im Vorjahr noch angefallenen Kosten im Zusammenhang mit der Restrukturierung. Das jetzige Niveau i.H.v. € 1,5 Mio. dürfte ein realistischer Richtwert auch für zukünftige Geschäftsjahre sein.

Bei den aktivierten Eigenleistungen liegt die ifa systems nach langer Zeit wieder unter T€ 500,- - eine Reduzierung von knapp 6% gegenüber dem Vorjahr (T€ 522,-). Dieser Umstand erhöht die Umsatzqualität deutlich.

Auffällig sind die hohen Abschreibungen i.H.v. T€ 2.690,-. Lediglich T€ 20 betreffen die Abschreibung auf Sachanlagen. Der Rest, d.h. T€ 2.670,- wurden gegen immaterielle Wirtschaftsgüter gebucht. Die Hälfte davon, ca. € 1,3 Mio. betreffen Maßnahmen der Portfoliobereinigungen, u.E. sogenannte „Altlasten“. Damit wurden die immateriellen Wirtschaftsgüter bilanziell von € 12,6 Mio. auf € 10,9 Mio. reduziert. Es bleibt abzuwarten, ob zukünftige weitere Abschreibungen für Portfoliobereinigungen durchgeführt werden und in welcher Größenordnung dies notwendig sein wird. Wir gehen davon aus, dass der Mehrheitsaktionär das Ziel verfolgt, die in der Bilanz ausgewiesenen immateriellen Wirtschaftsgüter aus selbst erstellter Software so gering wie möglich zu halten.

Aus der Cash-Flow Betrachtung lässt sich das im Geschäftsjahr 2019 von der ifa systems erwirtschaftete Jahresergebnis am deutlichsten darstellen:

Robuster Cash-Flow ermöglicht dem Management neuen Investitionsspielraum und gleichzeitig den Abbau von Fremdkapital

in T€	01.01. bis 31.12.2019	01.01. bis 31.12.2018	Δ 2019/18
Cash-Flow aus OP Tätigkeit	3.366	-70	3.436
Cash-Flow aus Investitionstätigkeit	-526	-536	10
Cash-Flow aus Finanzierungstätigkeit	-3.049	-20	-3.029
Cash-Flow, gesamt	-209	-626	417
Freier Cash-Flow	2.840	-606	3.446

Rückführung der KK-Verbindlichkeiten um € 3,0 Mio. im Gj. 2019 und weiteren T€ 500 in Q1/2020

Der starke operative Cash-Flow i.H.v. € 3,4 Mio. ermöglichte es dem Management, einerseits T€ 526,- in die Weiterentwicklung des Unternehmens zu investieren und gleichzeitig € 3,0 Mio. an Fremdkapital abzubauen. Lt. Bilanz beträgt die Nettoverschuldung T€ -521,-, d.h. die Gesellschaft verfügt über ein bilanzielles Netto-Vermögen. Innerhalb von Q1/2020 erlaubte es der erwirtschaftete Cash-Flow, weitere T€ 500,- an kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten abzubauen, so dass das b.a.w. gewährte Gesellschafterdarlehen der NEXUS AG aktuell noch mit € 2,5 Mio. in der Bilanz steht.

Zusammenfassend stellen wir fest, dass das Management der ifa systems die zurückliegende Konsolidierung genutzt hat, um das Unternehmen auf einen erneuten Wachstumskurs zu bringen.

Vor dem Hintergrund der derzeitigen globalen Krise hat das Management verständlicherweise keine Guidance für das Jahr 2020 bzw. darüber hinaus abgegeben. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass die ifa systems in ihrer Marktnische keine nennenswerten Einbußen hinnehmen muss. Die oben aufgezeigten Dauervertragsverhältnisse bzw. das starke Lizenzgeschäft bieten der Gesellschaft ausreichend Schutz vor zeitlich begrenzten Marktstörungen.

Aktuelle Entwicklungen im Unternehmen

I. Veränderung im Eigenkapital

II. Health-IT Markt D/A/CH

III. Bewertung / Kapitalmarktbetrachtung

I. Veränderung im Eigenkapital (inkl. Kurzanalyse des Kaufpreises)

Veränderungen im Aufsichtsrat

Anfang Juni meldete die ifa systems die Übernahme der Anteile des Mehrheitsaktionärs TopCon (52,6%) durch die NEXUS AG. Wir führten dazu in unserem letzten Bericht bereits aus und gingen auf die möglichen Synergien ein.

Die veränderte Beteiligungssituation erforderte eine Veränderung im Aufsichtsrat, da bislang 2 Vertreter des Mehrheitsaktionärs Topcon im ifa-Aufsichtsrat vertreten waren. Bis Ende Oktober 2019 verblieb der Vorsitzende Robert Gaulke als alleiniger Aufsichtsrat, bis schließlich gerichtlich zwei Ersatzmitglieder bestellt wurden. Die 4-monatige 1-Mann Besetzung, allein mit dem AR-Vorsitzenden, Herrn Gaulke ist ein Anzeichen des hohen Vertrauens seitens der NEXUS in die ifa-Gremien. Wunschgemäß konnten im Oktober 2019 zwei Vertreter des neuen Mehrheitsaktionärs ins AR-Gremium entsandt werden, wonach die satzungsgemäße Anzahl des Aufsichtsrats wieder erreicht wurde.

Die beiden vom Nexus-Konzern delegierten Vertreter, die Herren Dr. Uwe Hannemann und Ralf Heilig sind ein Zeichen der Relevanz, welche die NEXUS AG der neu hinzugekommenen Beteiligung beimisst. Ralf Heilig ist Vertriebsvorstand und kennt den Health-IT Markt im Detail, Dr. Uwe Hannemann ist Integrationsexperte, verantwortlich für die Betreuung neuer Tochtergesellschaften. Trotz mehrheitlicher Veränderungen im Aufsichtsrat entschied sich das Gremium dafür, den Vorsitzenden, Herrn Robert Gaulke weiterhin in dieser Funktion zu belassen.

Kurzanalyse des Kaufpreises für die 52,6%-ige Beteiligung an der ifa systems AG

Im jüngst vorgelegten Geschäftsbericht 2019 der NEXUS AG wird die erworbene neue Beteiligung (ifa Systems AG) im Anhang unter der Rubrik „Unternehmenszusammenschlüsse offen gelegt. Ausgewiesen ist ein

Brutto-Kaufpreis, entrichtet in bar i.H.v. **T€ 2.700,- und ein**

Netto-Kaufpreis (Firmenwert) in Höhe von T€ 445,-

der sich lt. Geschäftsbericht der NEXUS AG folgendermaßen errechnet:

Bezahlter Kaufpreis, bar	2.700.000,00
./. Nettovermögen	4.289.587,34
Bewertete Anteile o. beherrschenden Einfluss	2.034.980,24
zu bilanz. Firmenwert/Käufer	445.392,90
≈ cent am Euro	0,63

Veränderungen im Eigenkapital löst die Lethargie im Unternehmen auf.

Beide der neuen AR-Mitglieder werden von der NEXUS AG gestellt.

AR-Mitglieder der NEXUS bilden die Relevanz der neuen Beteiligung ab

Bislang nicht veröffentlichter Kaufpreis für die 52,6%-ige Beteiligung ist jetzt im NEXUS Geschäftsbericht 2019 offengelegt

Der von NEXUS entrichtete Kaufpreis i.H.v. € 2,7 Mio. entspricht einer Bewertung von 0,63 EUR pro € 1,- des erworbenen Nettovermögens

Ermittlung des Nettovermögens: (NEXUS AG)

Gesamte Aktiva	11.677.773,27
Rückstellungen	1.118.675,51
Latente Steuern, pass.	1.056.478,00
Steuerrückstellungen	135.003,70
Verbindlichkeiten	5.078.028,72
Gesamte Passiva	7.388.185,93
Nettovermögen	4.289.587,34

Erworbene Zahlungsmittel	3.409.663,66
./i. Bezahlter Kaufpreis, bar	2.700.000,00
Zufluss an Zahlungsmitteln	709.663,66

Quelle: Nexus AG Geschäftsbericht 2019; BankM Research

Interpretation des Kaufpreises (aus Sicht der NEXUS AG)

Für die im Juni 2019 von der NEXUS AG übernommenen 52,56% der Anteile am Eigenkapital der ifa systems AG wurden an den Verkäufer € 2,7 Mio. in bar entrichtet.

Aus der Kaufpreisallokation ergab sich in der Bilanzierung bei der NEXUS AG ein Firmenwert von T€ 445,-. (s. oben)

Bilanztechnisch wurden bezahlt:

→ **0,8X Umsatz**₂₀₁₉

→ **2,4X Ergebnis**₂₀₁₉

Börsentechnisch wurde, bezahlt:

→ **€ 1,87 p.A.**

→ **0,35-facher Börsenwert**

(per 4.6.2019)

	100%	52,56%
1. Umsatzerlöse 2019	T€ 6.691,-	3.516,8
2. Jahresüberschuss 2019	T€ 2.168,-	1.139,5

a. Aus bilanzieller Sichtweise:

Kaufpreis, bar T€ 2.700,- : Umsatz (anteilig) T€ 3.516,8 = **0,8X Umsatz**

Kaufpreis, bar T€ 2.700,- : Ergebnis (anteilig) T€ 1.139,5 = **2,4X Ergebnis**

b. Aus börsentechnischer Sichtweise:

Mit einem in bar entrichteten Kaufpreis von € 2,7 Mio. für 52,56% der ifa-Anteile lässt sich ein bezahlter Unternehmenswert von 5,14 Mio. ableiten.

Bezogen auf die 2,75 Mio. ausstehenden Aktien der ifa systems AG entspricht der **Kaufpreis € 1,87 pro Aktie**.

Der Börsenkurs der ifa-Aktie am Stichtag 4.6.2019 (Übernahmezeitpunkt) wurde mit € 5,25 taxiert. Demnach wurde die Beteiligung an der ifa zu einer **0,35-fachen Börsenbewertung**, d.h. für **35 cent am Euro** erworben.

Bewertet man den Erwerb des ifa Aktienpakets einen Monat später, d.h. am 30. Juli mit einem Börsenwert der ifa-Aktie von € 7,30 so entspricht die Bewertung c.p. nur noch 25 cent am Euro.

Abschließende Beurteilung des Erwerbs

Die NEXUS AG konnte mit dem Erwerb des 52,56%-igen Aktienanteils an der ifa systems AG zu einem Kaufpreis von € 2,7 Mio. ein sehr preiswertes Asset erwerben. Die Einstiegsbewertung reflektiert einen Börsenkurs von € 1,87 p.A. bzw. eine Ergebnisbewertung₂₀₁₉ von 2,4X. In die hier durchgeführte Bewertung ist das nach dem Anteilserwerb abgeschlossene Lizenzgeschäft der Inoveon-Datenbanken noch nicht enthalten. Schon allein darüber sind der ifa systems und der NEXUS anteilig zusätzlich Umsatzerlöse i.H.v. knapp € 2,5 Mio. ohne nennenswerte Umsatzkosten zugeflossen. Betrachtet man das EBITDA₂₀₁₉, d.h. das Ergebnis vor Abschreibungen i.H.v. T€ 3.902,-, so entfällt auf den NEXUS-Anteil ein Wert von T€ 2.051,-.

Schon mit dem anschließend zustande gekommenen Zusatzgeschäft ist der Kaufpreis von € 2,7 Mio. nahezu abgegolten. Die von der NEXUS erworbene ifa-Beteiligung hat sich u.E. in spätestens 1,5 Jahren für den Käufer amortisiert.

Der Einstiegspreis für die knapp 53%-ige Beteiligung an der ifa systems war für die NEXUS AG eine Gelegenheit, die sich nicht jeden Tag bietet!

II. Health-IT Markt D/A/CH

Seit Entstehung dieser technologischen Ausrichtung verfolgt die ifa systems Ziele im Health-IT Markt. Durch die kontinuierliche Weiterentwicklung hat sich das Unternehmen zwischenzeitlich eine führende Position im Wachstumsmarkt Health-IT für die Ophthalmologie erarbeitet, die es gilt ständig auszubauen und weiterzuentwickeln.

Die elektronische Patientenakte ist ein zentraler Bestandteil der Health-IT Strategie. Durch angrenzende Produkte und Lösungen fokussiert sich das Unternehmen darauf, die Rolle als Lösungsanbieter und Integrationsplattform einzunehmen. Eine Kernkompetenz dabei ist die Fähigkeit, Geräte und Software anderer Hersteller über Schnittstellen zu integrieren und so alle Daten für die Anwender der ifa-Software verfügbar zu machen. Diese Schnittstellen kontinuierlich zu erweitern ist deshalb ebenso im strategischen Fokus wie der weitere Ausbau des Vertriebs und der Kundenbindung. Durch gezielte Technologiepartnerschaften, die 2019 forciert wurden, wird der Nutzen der ifa-Lösungen für die Anwender erweitert und der Marktzugang ausgebaut. Die bundesweite Umstellung auf die aktuelle Telematik-Infrastruktur ist zwischenzeitlich so gut wie abgeschlossen.

Der deutsche Gesundheitsmarkt befindet sich derzeit an einem weiteren Wendepunkt, obwohl wir den Eindruck haben könnten, durch die mühsame Umsetzung der Telematik-Infrastruktur sei glücklicherweise die Digitalisierung im Gesundheitswesen endlich abgeschlossen. Nein. Dies war nur der Auftakt!

Das zwischenzeitlich vorhandene Digitalisierungsverständnis in der Ärzteschaft ermöglicht neue Ansätze in der Medizin und bietet die Chance, einige der dringlichsten Gesundheitsthemen des Landes zu umzusetzen.

Obwohl latent Bedenken seitens der Patienten hinsichtlich der Datensicherheit bestehen, nutzen die Patienten heute schon digitale Lösungen wie Onlinedienste und interaktive Tools im Gesundheitsbereich. Der Einsatz digitaler Assistenten kann außerdem dazu beitragen, das System effizienter zu machen und einen stärker integrierten Ansatz zu etablieren.

Der Health-IT Markt wird in der Region D/A/CH weiterhin attraktive Wachstumschancen bieten

Die Umsetzung der Telematik-Infrastruktur hat das Verständnis der Ärzteschaft für Health-IT Lösungen wesentlich geschärft

Einsparungen im Gesundheitswesen durch Einsatz von Health-IT

Nach einer Studie des Bundesverbandes Managed Care (BMCEV) in Zusammenarbeit mit McKinsey & Co. beträgt das Einsparungspotential im Gesundheitswesen durch Einsatz von Health-IT in Deutschland rd. € 34 Mrd. Dies entspricht ca. 12% des jährlichen Marktvolumens i.H.v. € 290 Mrd. Auf die Ophthalmologie entfallen entsprechend rd. 6% dieser Aufwendung, d.h. rd. € 2,0 Mrd. Kategorisiert werden die Digitalisierungs-/Health-IT Maßnahmen in 26 Gesund-

Health-IT Lösungen bieten dem deutschen Gesundheitsmarkt Einsparungen von rd. € 34 Mrd. p.a.; allein in der Facharztgruppe Augenheilkunde betragen die Einsparungen bis zu € 2,0 Mrd.

heitstechnologien, die sich wiederum in sechs breite Lösungskategorien zusammenfassen lassen:

Einsparungspotential im Gesundheitswesen durch Einsatz von Health-IT

Health-IT Lösungskategorien	Gesamt Aufwand	Nutzenpotential	
		Alle FA-Grp.	Ophtalmologie
Papierlose Daten	75,0	9,0	0,54 Mrd.
Online-Interaktionen	74,2	8,9	0,53 Mrd.
Arbeitsabläufe/Automatisierung	50,8	6,1	0,37 Mrd.
Ergebnistransparenz	46,7	5,6	0,34 Mrd.
Patientenselbstbehandlung	32,5	3,9	0,23 Mrd.
Patienten-Self-Service	4,2	0,5	0,03 Mrd.
HIT-Lösungen	in Mrd. EUR 283,3	34,0	2,04 Mrd.

Quelle: BMC eV

Die Nutzungspotenziale der Digitalisierung im Detail

Das gesamte Nutzungs- und Verbesserungspotential des deutschen Gesundheitswesens liegt bei rd. € 34 Mrd. Es setzt sich einerseits aus Effizienzsteigerungen, andererseits aus Nachfragereduzierungen zusammen.

Die geringere Nachfrage ergibt sich, wenn Doppeluntersuchungen vermieden, Krankenhauseinweisungen reduziert und durch bessere Qualität der Behandlungen Folgebehandlungen minimiert werden.

Geschätztes Nutzenpotential, in Mrd. EUR

 Papierlose Daten	 Einheitliche elektronische Patientenakte/Austausch	6,4
	 Elektronische Rezepte („E-Rezept“)	0,9
	 Krankenhausinterne Mitarbeiterkommunikation	0,9
	 Virtuelle Arztassistenten (künstliche Intelligenz)	0,8

Insgesamt 9,0 Mrd. EUR

 Online- interaktionen	 Teleberatung	4,4
	 Fernüberwachung chronisch kranker Patienten	3,3
	 E-Triage	1,2

Insgesamt 8,9 Mrd. EUR

 Arbeitsabläufe/ Automatisierung	 Mobile Vernetzung des Pflegepersonals	2,1
	 Barcodebasierte Verabreichung von Medikamenten	1,1
	 RFID-Tracking	1,0
	 Überwachung von Vitalparametern (eICU)	0,8
	 Roboter für Krankenhauslogistik	0,5
	 Prozessautomatisierung mittels Robotik	0,4
	 E-Überweisungen	0,2

Insgesamt 6,1 Mrd. EUR

 Ergebnis- transparenz/ Entscheidungs- unterstützung	 Leistungs-Dashboards	2,0
	 Steuerung der Patientenströme	1,7
	 Klinische Entscheidungsunterstützung	1,4
	 Erweiterte Kostenträgeranalyse	0,5
	 Genetische Tests	0,1
Insgesamt 5,6 Mrd. EUR		
 Patientenselbst- behandlung	 Tools für das Management chronischer Erkrankungen	2,0
	 Psychische Gesundheit	1,1
	 Diabetes	0,5
	 Atemwegserkrankungen	0,3
	 Herz-Kreislauf-Erkrankungen	0,1
	 Medizinische Chatbots	1,0
	 Tools zur Vorbeugung von Erkrankungen	0,4
	 Patientenunterstützende Netzwerke	0,3
	 Digitale Diagnosetools	0,1
	 Virtual Reality für Schmerzbehandlung	0,0*
* Rundungsbereinigt = 0,04		
Insgesamt 3,8 Mrd. EUR		
 Patienten- Self-Service	 Elektronische Terminvereinbarung („E-Booking“)	0,5

Quelle: BMC eV

Sieben digitale Lösungen stehen für 50% des Einsparpotenzials

Allein durch die Anwendung der sieben vielversprechendsten Lösungen könnte das deutsche Gesundheitssystem mehr als 50% der gesamten Einsparungen erzielen, die im Zuge verbesserte Health-IT möglich sind. Die größten Wirtschaftlichkeiten werden von der Umstellung auf eine austauschbare Gesundheitsakte erwartet, die ein Einsparpotential von € 6,4 Mrd. darstellt.

Auch das E-Rezept (€ 0,9 Mrd.) ermöglicht papierlose Prozesse, spart Aufwand und erhöht die Qualität, weil automatische Prüfungen von Wechselwirkungen zwischen rezeptierten Medikamenten möglich sind.

Der Trend zu digitalen Versorgungsmodellen wird sich fortsetzen. Die systematische Aufstellung zeigt, wie groß der ökonomische Nutzen durch Digitalisierung für das (deutsche) Gesundheitswesen sein kann und wo sich die Hebel befinden, an welchen anzusetzen ist.

Durchdringung der ifa Software am deutschen Markt

Die ifa systems bietet eine traditionell marktführende Softwarelösung in der Facharztgruppe der Augenärzte an internationalen Märkten an. Vor dem Hintergrund der wieder einsetzenden Dynamik am deutschen HIT-Markt verstärkt die Gesellschaft derzeit den Fokus auf diese Markt- und Absatzregion. Gemäß der halbjährlichen statistischen Erhebung der Kassenärztlichen Bundesvereinigung (KBV) ergibt sich in Deutschland folgendes Bild der führenden IT Systeme:

Sieben digitale Lösungen stehen für 50% des Einsparpotenzials

Die 20 führenden IT-Systeme in der Fachgruppe Augenheilkunde

Rang	Praxis-Software	Hersteller	31.12.2018	30.06.2019	Δ
1	MEDISTAR	CompuGroup Medical Deutschland AG	20,80%	21,00%	0,20%
2	IFA-AUGENARZT	ifa systems AG	16,60%	16,40%	-0,20%
3	FIDUS	FIDUS Software Entwicklungs-GmbH	14,20%	14,60%	0,40%
4	TURBOMED	CompuGroup Medical Deutschland AG	11,80%	11,40%	-0,40%
5	DURIA	Duria eG	9,10%	9,20%	0,10%
6	x.isynet	medatixx GmbH & Co. KG	3,80%	3,60%	-0,20%
7	Praxis-Programm	MediSoftware Computersysteme für Ärzte	2,50%	2,50%	0,00%
8	tomedo	Zollsoft GmbH	2,30%	2,40%	0,10%
9	Medical Office	INDAMED EDV-Entwicklung und Vertrieb	2,20%	2,20%	0,00%
10	ORBIS®	Agfa HealthCare GmbH	2,10%	2,10%	0,00%
11	ALBIS	CompuGroup Medical Deutschland AG	1,30%	1,30%	0,00%
12	SAP Ambulatory Care	SAP SE	1,30%	1,30%	0,00%
13	CGM M1 PRO	CompuGroup Medical Deutschland AG	1,20%	1,10%	-0,10%
14	SED-DOC	MEDEDV Michael Henke	1,00%	1,10%	0,10%
15	MEDICO WIPS	Cerner Health Services Deutschland GmbH	0,90%	0,90%	0,00%
16	IMedOne	Deutsche Telekom Clinical Solutions GmbH	0,80%	0,90%	0,10%
17	S3-Win	S3 Praxiscomputer GmbH / Armin Flender	0,80%	0,70%	-0,10%
18	easymed	medatixx GmbH & Co. KG	0,70%	0,70%	0,00%
19	x.comfort	medatixx GmbH & Co. KG	0,60%	0,60%	0,00%
20	MEDYS	MEDYS GmbH	0,60%	0,60%	0,00%

Quelle: Kassenärztliche Bundesvereinigung (KBV)

Stand 6/2019

Die KBV-Erhebung basiert auf der Anzahl von Software-Lösungen, die in Praxen oder Kliniken in Deutschland installiert sind. Das abgebildete Ergebnis ist deshalb differenziert zu beurteilen.

Mit einem Marktanteil von 16,4% (16,6%) an ifa-Installationen in Praxen und Kliniken rangiert das Unternehmen hinter der CompuGroup mit MediStar, die mit einem Marktanteil von 21,0% (20,8%) genannt sind. Als Anbieter von High-End Lösungen dürfte die ifa systems mit ihrer HIT-Lösung absolut betrachtet höhere Umsätze erzielen als die CompuGroup mit MediStar. In der KBV-Statistik nicht berücksichtigt sind Installationen außerhalb der Regionen mit KV-Zuständigkeit. Die von der ifa systems im Ausland installierten Anwendungen sind also hier noch zu addieren.

Gleichwohl wartet die CompuGroup mit einer stärkeren Produktdifferenzierung auf, die sich von Angeboten mit Mindestfunktionalitäten bis hin zu vollständigen klinikfähigen Versionen erstreckt. Der Hauptkonkurrent CompuGroup arbeitet mit insgesamt 4 Produktversionen am Markt (MediStar, TurboMed, Albis und CGM Pro) und kommt damit auf einen Marktanteil von insgesamt rd. 35%.

HIT-Lösungen der ifa systems sind hingegen modular aufgebaut und können in verschiedenen Ausbaustufen, Sprachversionen und mit verschiedenen Funktionalitäten, je nach den Erfordernissen der Praxis/Klinik, angeboten werden.

Mehr als 50% der Umsätze erzielt die ifa systems auf Absatzmärkten außerhalb Deutschlands. Wenn wir diesen Umstand und die vielen Referenzkliniken in Betracht ziehen, welche sich für eine ifa-Lösung im Ausland (Asien, Mittlerer Osten, Europa und Nord/Süd-Amerika) entschieden haben, so wird die am Markt führende Position der ifa systems in der Ophthalmologie unterstrichen.

III. Bewertung / Kapitalmarktbetrachtung

Daten vom 14.5.2020		Peer-Group - Deutschland				MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
Gesellschaft		Anzahl											
im Vergleich	Ticker	Kurs	Aktien	MCAP	EV (Mio.)	21e	22e	21e	22e	21e	22e	21e	22e
Nemetschek	NEM	63,20	57,5	3.634,0	3.762,3	748,3	4,9	19,7	17,0	24,9	20,4	95,3	57,5
Nexus	NXU	33,00	-15,1	-498,3	-517,0	180,3	-2,8	-12,9	-11,4	-20,9	-17,2	47,8	47,8
CompuGroup Medical AG	COP	77,05	53,2	4.100,5	4.528,5	886,3	4,6	20,1	19,1	28,2	26,4	45,1	51,7
Geratherm Medical AG	GME	10,80	5,0	53,5	50,9	35,8	1,5	12,7	11,6	28,5	25,9	58,1	42,9
Carl Zeiss MediTech	AFX	91,90	89,4	8.220,4	8.404,8	1.794,6	4,6	23,6	21,5	27,1	24,1	64,9	50,9
Mittelwert						2,8	2,6	12,6	11,5	17,6	15,9	62,2	50,2
Median						4,8	4,6	19,7	17,0	27,1	24,1	58,1	50,9
ifa systems	IS8	5,35	2,75	14,99	14,47	1,9	1,5	6,5	4,6	15,8	8,9	16,2	7,6
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,8	8,7	9,9	12,7	5,6	9,0	20,4	34,7
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						13,1	15,4	15,4	19,6	8,6	13,6	18,6	34,5
Minderung w./ geringer Liquidität													
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						5,46	6,11	6,92	8,88	3,92	6,31	14,25	24,27
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						9,14	10,78	10,81	13,69	6,03	9,55	13,05	24,17

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

Im Vergleich zu unserem letzten Bericht (08/2019) haben sich die Kapitalmarktbewertungen zwar kaum verändert. Der Kapitalmarkt per se hat jedoch eine völlig andere Dynamik erhalten im Vergleich zum Zeitpunkt unserer letzten Bewertung im August 2019. Dazwischen lag der Wechsel des Mehrheitsgesellschafters und die aktuelle globale Krise im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie, verbunden mit erheblichen Verwerfungen am Kapitalmarkt.

Für die durchzuführende Kapitalmarktbewertung im Peer-Group Vergleich haben wir die Gewinnerwartungen und die jeweiligen Kurse der Vergleichsunternehmen aktualisiert.

Demnach liegt der Median der KGV-Bewertung unserer Peer-Group zwischen 58,1x bezogen auf den Prognosezeitraum 2021 und 50,9x auf den Zeitraum 2022. Die entsprechenden Bewertungen der ifa systems liegen in den vergleichbaren Bewertungszeitraum zwischen 16,2x₂₀₂₁ und 7,6x₂₀₂₂.

Als Prognose- und Bewertungsjahr setzen wir das zukünftige Geschäftsjahr 2021e an. Grund dafür ist ein möglichst kurzer Prognosezeitraum, welcher der Unsicherheit sowohl auf den Produktmärkten der ifa systems als auch am Kapitalmarkt Rechnung trägt.

Gemessen an der Peer-Group unserer Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von € 13,05 pro Aktie, berechnet auf das KGV₂₀₂₁. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median an und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung um 30% reduziert.

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Price	KGV 2021	KGV 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
4,00	12,1	5,7	4,8	3,4
4,20	12,7	6,0	5,0	3,6
4,40	13,3	6,3	5,3	3,7
4,60	13,9	6,6	5,5	3,9
4,80	14,5	6,9	5,8	4,1
5,05	15,3	7,2	6,1	4,3
5,35	16,2	7,6	6,5	4,6
5,50	16,7	7,9	6,6	4,7
5,70	17,3	8,1	6,9	4,9
6,00	18,2	8,6	7,3	5,2
6,20	18,8	8,9	7,5	5,3
6,40	19,4	9,1	7,8	5,5
6,72	20,4	9,6	8,2	5,8
6,90	20,9	9,9	8,4	6,0
7,15	21,7	10,2	8,7	6,2

Berechnung: BankM Research

Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	19	20e	21e	22e	23e	24e	25e	26e	27e	28e	ab 2029
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Terminal
Umsatzwachstum		-28,9%	13,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	1,0%
Umsatz	9.675	6.880	7.775	8.397	9.069	9.794	10.578	11.636	12.799	14.079	14.220
EBIT Marge	12,5%	2,2%	11,8%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%
EBIT	1.212	150	915	1.679	1.814	1.959	1.587	1.745	1.920	2.112	1.422
Steuern	6	0	0	588	635	686	555	611	672	739	498
Ergebnis vor Zinsen	1.206	150	915	1.092	1.179	1.273	1.031	1.134	1.248	1.373	924
+ Abschreibungen	2.690	1.200	1.300	1.365	1.433	1.505	1.580	1.659	1.742	1.829	1.921
- Sachanlageinvestitionen	526	1.100	1.700	1.400	1.300	1.300	1.200	1.200	1.200	1.200	1.921
- Veränderung Work. C.	-3.155	-2.513	-3.130	-3.756	-4.507	-4.597	-4.413	-4.237	-4.067	-3.905	0
= Freier CF (FCFF)	6.525	2.763	3.645	4.813	5.819	6.075	5.825	5.831	5.857	5.907	924
Endwert											5.612
WACC Berechnung											
Steuerquote	0,5%	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Verschuldungsgrad	41,6%	31,1%	29,2%	30,0%	30,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
Eigenkapitalkosten	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
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	5,0%	5,0%	5,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Kapitalkosten WACC	13,2%	14,7%	14,9%	14,3%	14,3%	14,3%	15,9%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		2.409	2.759	3.222	3.408	3.113	2.404	1.889	1.615	1.387	
Present Value des Endwertes										1.318	
Die Bewertung											
PV des FCFF	22.206	88,0%									
+ PV des Endwertes	1.318	12,0%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	23.524										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	3.521										
= Wert des Unternehmens	27.045										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	3.650										
= Wert des Eigenkapitals	23.395										
Preis je Aktie	8,48										

Quelle: BankM Research

		Wachstum - Endwert				
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
Beta	1,65	9,25	9,26	9,27	9,29	9,30
	1,80	8,76	8,77	8,78	8,79	8,80
	1,90	8,46	8,47	8,48	8,49	8,49
	2,00	8,18	8,19	8,19	8,20	8,21
	2,15	7,79	7,80	7,80	7,81	7,81

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge in der Free Cash-Flow Bewertung resultieren aus den vier von der ifa systems definierten Umsatzträgern (s. GuV im Tabellenanhang). Der für das Geschäftsjahr 2019 vorgelegte Geschäftsbericht ist für uns die Evidenz dafür, dass sich die ifa systems wieder auf einem nachhaltigen Wachstumspfad befindet.

Das überdurchschnittlich gute Jahresergebnis 2019 stellt die Basis unserer FCF-Bewertung dar und fließt somit nicht in die Bewertung ein.

Wegen der Sondereinflüsse im Gj. 2019 und der aktuellen Pandemie müssen wir von einem Umsatzrückgang i.H.v. rd. 29% im laufenden Geschäftsjahr ('20) ausgehen. Danach folgen Wachstumsperioden von 13,0% in 2021 und jeweils 8% in den Jahren 2022 bis 2025. Die Geschäftsjahre 2026 bis 2028 haben wir mit einem Wachstum von 10% p.a. geplant. Im Endwert rechnen wir noch mit einem Wachstum von 1% p.a.

Dabei berücksichtigen wir die zwischenzeitlich höhere Ertragsqualität der ifa systems. Seit Durchführung der Restrukturierungsmaßnahmen geht das Management verantwortungsvoller mit der Aktivierung von Eigenleistungen (selbsterstellter Software) um. Mit diesen Wachstumsannahmen erhalten wir über unser FCF-Modell einen Wert des Eigenkapitals von € 23,4 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von € 8,48.**

Zusammenfassung

Wegen der anhaltenden Unsicherheit am Kapitalmarkt ziehen wir es vor, unser Ergebnis aus der Peer-Group Berechnung mit lediglich $\frac{1}{3}$ zu gewichten und den höheren Gewichtsanteil von $\frac{2}{3}$ auf die FCF-Rechnung zu legen. Auf diese Weise glätten wir das aus unserer Sicht wenig realistisch erscheinende Ergebnis aus der PeerGroup Berechnung.

		<u>Gewichtung</u>	<u>Ergebnis</u>
Ergebnis aus der FCF-Berechnung:	€ 8,48	$\frac{2}{3}$	€ 5,65
Ergebnis aus der Peer-Group:	€ 13,05	$\frac{1}{3}$	€ 4,35
			€ 10,00

Der daraus resultierende **Faire Wert** mit der o.a. $\frac{2}{3}$ / $\frac{1}{3}$ Gewichtung von FCF- und Peer-Group beträgt **€ 10,00 je Aktie**.

Kapitalmarktbetrachtung

Die 1-Jahresgrafik kann als Event-Chart der Ereignisse betrachtet werden. Nach Übernahme der Mehrheitsbeteiligung durch die NEXUS AG und Vorlage des Halbjahresberichts 2019 mit Meldung der Lizenzierung der Inoveon-Datenbank i.H.v. rd. € 2,5 Mio. erhielt die Aktie der ifa systems wieder Aufmerksamkeit im Markt. Der Kurs lief binnen 3 Monaten aus der Talsohle von € 3,00 in Intervallen hoch zu Höchstständen von bis zu € 7,60. Während dieser Zeit erkannte der Markt den erfolgreichen Abschluss der Neuausrichtung. In den folgenden 8 Monaten (Aug. 19 bis Feb. 20) bewegte sich die ifa-Aktie seitwärts in einer Bandbreite von € 1,25 bis zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Pandemie mit der Folge massiver Marktverwerfungen.



Die Aktie der ifa systems wird derzeit bei einem Kurs von € 5,35 mit einem EV/EBITDA₂₀₂₁ Faktor von 6,5x bzw. EV/EBITDA₂₀₂₂ Faktor von 4,6x gehandelt. Aus unserer Sicht ist diese Bewertung unrealistisch insbesondere unter dem Blickwinkel der abgelieferten TOP-Ergebnisse im Gj. 2019. Wir verstehen den Kurs und die damit verbundene Bewertung als Folge der Markverwerfung und der geringen Liquidität. Wir gehen nicht davon aus, dass sich der Kapitalmarkt schnell aus der eingetretenen Rezession erholen wird. Dies ist auch der Grund, weswegen wir den erhaltenen Wert aus der Kapitalmarktbewertung nur mit $\frac{1}{3}$ der Ge-

wichtung angesetzt haben. Ansonsten wäre die Schere der Unterbewertung noch deutlicher auseinander gelaufen.

Trotz des ausgezeichneten Geschäftsergebnisses und der zwischenzeitlich wieder vorbildlichen Unternehmensausrichtung muss sich die ifa-Aktie mit einer erheblichen Unterbewertung zufrieden geben. Im aktuellen Kurs von € 5,35 verbirgt sich ein Aufhol-Potenzial von knapp 100%.

Tabellenanhang

Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	17	18	19	20e	21e	18	19	20e	21e
Aktiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	119	54	66	106	126	0,3	0,4	0,7	0,8
Sonstiges Anlagevermögen	13.577	12.663	10.890	10.452	10.628	68,1	66,2	72,8	70,0
dav. akivierte Eigenleistung (Software)	13.577	12.663	10.890	10.452	10.628	68,1	66,2	72,8	70,0
Anlagevermögen	13.696	12.717	10.956	10.558	10.754	68,4	66,6	73,5	70,9
Vorräte	46	31	29	36	40	0,2	0,2	0,3	0,3
Forderungen	1.242	601	855	1.016	1.141	3,2	5,2	7,1	7,5
Barmittel	4.328	3.693	3.521	1.973	2.365	19,9	21,4	13,7	15,6
Sonstiges Umlaufvermögen	1.428	1.546	1.083	781	876	8,3	6,6	5,4	5,8
Umlaufvermögen	7.044	5.871	5.488	3.806	4.422	31,6	33,4	26,5	29,1
Bilanzsumme	20.740	18.588	16.444	14.364	15.176	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva in '000 €						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	2.750	2.750	2.750	2.750	2.750	14,8	16,7	19,1	18,1
Kapitalrücklagen	7.305	7.305	7.305	7.305	7.305	39,3	44,4	50,9	48,1
Gewinnrücklagen	-1.788	-2.443	-1.280	-1.420	-785	-13,1	-7,8	-9,9	-5,2
Eigenkapital	8.267	7.612	8.775	8.635	9.270	41,0	53,4	60,1	61,1
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	8.267	7.612	8.775	8.635	9.270	41,0	53,4	60,1	61,1
Rückstellungen	2.377	1.107	972	701	786	6,0	5,9	4,9	5,2
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	10.096	9.869	6.697	5.028	5.120	53,1	40,7	35,0	33,7
Verbindlichkeiten	12.473	10.976	7.669	5.729	5.906	59,0	46,6	39,9	38,9
dav. zintragende Verbindl.	6.000	4.620	3.650	2.682	2.709	24,9	22,2	18,7	17,9
dav. nicht zintragende Verbindl. <1J.	6.473	6.356	4.019	2.898	3.252	34,2	24,4	20,2	21,4
Bilanzsumme	20.740	18.588	16.444	14.364	15.176	100,0	100,0	100,0	100,0

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

GuV-Rechnung und Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	17	18	19	20e	21e	18	19	20e	21e	5Y ø
in '000 €	Veränderungen YoY (%)									
Basislizenzen	744	952	3.740	1.250	1.725	28,0	292,9	-66,6	38,0	-32,1
Runtime Licences	3.538	3.526	3.873	3.600	3.900	-0,3	9,8	-7,0	8,3	0,3
Hardware, Fremd SW	676	703	991	1.010	900	4,0	41,0	1,9	-10,9	-4,7
Services & sonstige	2.340	900	895	920	1.100	-61,5	-0,6	2,8	19,6	10,9
Sonst. Umsätze (2016-18 Topcon)	1.255	530	176	100	150	-57,8	-66,8	-43,2	50,0	-7,7
Umsatz - gesamt	8.553	6.611	9.675	6.880	7.775	-22,7	46,3	-28,9	13,0	-2,4
Aktivierete Eigenleistungen	824	522	491	450	450	-36,7	-5,9	-8,4	0,0	-14,0
Gesamtleistung	9.377	7.133	10.166	7.330	8.225	-23,9	42,5	-27,9	12,2	-3,2
Materialaufwand	869	604	934	780	700	-30,5	54,6	-16,5	-10,3	-5,3
Rohertrag	8.508	6.529	9.232	6.550	7.525	-23,3	41,4	-29,1	14,9	-3,0
Sonstige betriebliche Erträge	215	797	440	500	600	270,7	-44,8	13,6	20,0	29,2
Personalaufwand	4.949	3.515	4.301	4.200	4.300	-29,0	22,4	-2,3	2,4	-3,5
Sonstige betriebl. Aufwendungen	6.716	2.545	1.469	1.500	1.610	-62,1	-42,3	2,1	7,3	-30,0
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	-2.942	1.266	3.902	1.350	2.215	-143,0	208,2	-65,4	64,1	20,5
Abschreibungen	4.855	1.160	2.690	1.200	1.300	-76,1	131,9	-55,4	8,3	-28,1
Betriebsergebnis (EBIT)	-7.797	106	1.212	150	915	-101,4	---	-87,6	510,0	105,1
Zinserträge	7	116	96	45	30	---	-17,2	-53,1	-33,3	43,9
Zinsaufwand	2.492	113	100	60	35	-95,5	-11,5	-40,0	-41,7	-65,6
Finanzergebnis	-2.485	3	-4	-15	-5	-100,1	-233,3	275,0	-66,7	-218,6
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-10.282	109	1.208	135	910	-101,1	---	-88,8	574,1	102,9
Ertragssteuern	-991	-631	6	0	0	-36,3	-101,0	-100,0	0,0	-100,0
Ergebnis nach Steuern	-9.291	740	1.202	135	910	-108,0	62,4	-88,8	574,1	7,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	4.855	1.160	2.690	1.200	1.300	-76,1	131,9	-55,4	8,3	-28,1
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	-7.797	106	1.212	150	915	-101,4	---	-87,6	510,0	105,1
Adj. Anzahl der Aktien	2.750	2.750	2.750	2.750	2.750	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	-3,38	0,27	0,44	0,05	0,33	-108,0	62,4	-88,8	574,1	7,1
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	-3,38	0,27	0,44	0,05	0,33	-108,0	62,4	-88,8	574,1	7,1
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	-1,61	0,69	1,42	0,49	0,80	-142,8	104,8	-65,7	65,5	5,2

Cash-Flow & Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	17	18	19	20e	21e	18	19	20e	21e	5Y ø
in '000 €	Veränderungen YoY (%)									
Adj. Ergebnis nach Steuern	-9.291	740	1.202	135	910	-108,0	62,4	-88,8	574,1	7,1
+ Abschreibungen	4.855	1.160	2.690	1.200	1.300	-76,1	131,9	-55,4	8,3	-28,1
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Cash Earnings	-4.436	1.900	3.892	1.335	2.210	-142,8	104,8	-65,7	65,5	5,2
- Veränderungen im Net Working Capital	-4.076	-2.359	-3.155	-2.513	-3.130	-42,1	33,7	-20,4	24,6	9,9
= Operating Cash Flow	-360	4.259	7.047	3.848	5.340	---	65,5	-45,4	38,8	7,8
- Investitionen in Sachanlagen	840	536	526	1.100	1.700	-36,2	-1,9	109,1	54,5	19,3
= Freier Cash Flow	-1.200	3.723	6.521	2.748	3.640	-410,3	75,2	-57,9	32,5	-0,7
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	0	0	0	275	275	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Bankverbindlichkeiten	5.528	-30	-3.000	-500	-1.000	-100,5	N/A	-83,3	100,0	N/A
Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	4.328	3.693	3.521	1.973	2.365	-14,7	-4,7	-44,0	19,9	-14,0

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

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

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

A. Allgemeine Risikohinweise

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

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

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: BankM AG, Frankfurt am Main („BankM“).

Verfasser der vorliegenden Kurzanalyse: Rüdiger Holzammer

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main. Emittent des analysierten Finanzinstruments ist ifa systems AG

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Rüdiger Holzammer	11.5.2018	Halten	€ 6,45
Rüdiger Holzammer	14.9.2018	Kaufen	€ 7,27
Rüdiger Holzammer	18.4.2019	Kaufen	€ 6,40
Rüdiger Holzammer	21.8.2019	Kaufen	€ 8,27

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

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

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

Die BankM 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:

20.05.2020, 11:00 (MESZ)

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

Schlusskurse vom 18.05.2020, 17:30 Uhr (MESZ)

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, 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 eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

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

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der 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 BankM durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

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

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

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

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

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

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die 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 individuals that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2020 BankM AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.