

## Basisstudien-update

Analyst

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

Bewertungsergebnis

### KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

### € 16,45

(vormals € 13,50)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and [www.BankM.de](http://www.BankM.de)

## Strategische Weiterentwicklung im Konzern

- Kooperationen mit führenden Unternehmen der Branche**  
 Bereits vor 9 Monaten berichtete die ifa systems eine weltweite Zusammenarbeit mit Merge Healthcare, die sich im Rahmen der gemeinsamen Klinikinstallation am SNEC in Singapur entwickelte. Mitte Juni 2016 wird die ifa systems von IBM zu einer weiteren Kooperation aufgerufen. Zusammen mit 16 führenden Technologieunternehmen werden Topcon, ifa systems und inoveon als Technologiepartner der „Watson Health Medical Imaging Collaborative“ Entwicklungen im Bereich cognitive computing übernehmen. Ein erster Entwicklungsauftrag mit einem Volumen von US\$ 3,7 Mio. ist bereits unterzeichnet. Detaillierte Ausführungen dazu im Teil „Aktuelle Unternehmensentwicklung“.
- Umsatz/Unternehmensleistung 2015 überzeugt nicht wirklich**  
 Das jüngst berichtete Jahresergebnis 2015 blieb hinsichtlich Umsatz/Gesamtleistung mit € 10,5 Mio. trotz unserer vorsichtigen Prognosen zurück. Der Jahresüberschuss entspricht mit € 2,1 Mio. jedoch einer Rendite von 20%. Die Integration in den Topcon Konzern und der damit verbundene Verwaltungsaufwand beanspruchten das Management der ifa systems stärker als erwartet. Dennoch ist das Management davon überzeugt, dass die in der Vergangenheit verwendeten Ressourcen zukünftig zu einem Leistungsschub führen.
- Hauptversammlung 2015 (8.7.2016)**  
 Die Position des Mehrheitsaktionärs wird eine spektakuläre HV im Juli abschließen; gleichwohl werden u.a. mit der kompletten Umbesetzung des Aufsichtsrats richtungweisende Beschlüsse gefasst. In diesem Kontext haben die bisherigen AR-Mitglieder bereits allesamt ihre AR-Mandate per 9.7.2016 niedergelegt. Zur Neuwahl stehen zwei hochrangige Vertreter aus dem Führungskader des Mehrheitsaktionärs Topcon sowie der u.a. auf die refraktive Chirurgie spezialisierte Augenarzt Matthias Maus aus Köln.  
 Weiterhin wird die Anhebung der Dividende von € 0,12 auf € 0,15 pro Stückaktie vorgeschlagen. Einen weiteren Anstieg der Dividende auf € 0,18. im kommenden Geschäftsjahr betrachten wir als nicht ausgeschlossen.  
 Sollte die vorgeschlagene AR-Konstellation von der HV so beschlossen werden, so wären die Gremien der ifa systems für die Umsetzung der zukünftigen Strategie adäquat besetzt.
- Den fairen Wert der Aktie erhöhen wir um € 2,95 auf € 16,45. Gründe sind die gestiegenen Multiples an den Kapitalmärkten in der Branche sowie die technologische Weiterentwicklung der ifa am internationalen Markt.**

### 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	10,6	3,4	2,6	2,6	2,1	0,75	0,15	25,2%	19,3%
2016e	11,4	3,8	2,9	2,9	2,2	0,80	0,18	26,0%	19,3%
2017e	14,0	4,8	4,0	4,0	3,2	1,17	0,18	28,8%	22,9%
2018e	16,0	5,6	4,8	4,8	3,8	1,38	0,18	30,0%	23,6%

Quelle: BankM Research, ifa systems AG

\* ) G.-Leist. = Gesamtleistung \*\* ) Glossar s.S. 19

<b>Branche</b>	Enterprise Software
<b>WKN</b>	783078
<b>ISIN</b>	DE0007830788
<b>Bloomberg/Reuters</b>	IS8 GR Equity
<b>Rechnungslegung</b>	IFRS
<b>Geschäftsjahr</b>	31.12.
<b>Finanzbericht 2015 Q2/2016</b>	26.7.2016
<b>Marktsegment</b>	Open Market
<b>Transparenzlevel</b>	Entry Standard

### Finanzkennzahlen

	2016e	2017e	2018e
EV/Sales	3,4	2,6	2,3
EV/EBITDA	8,3	6,4	5,5
EV/EBIT	10,5	7,7	6,5
P/E adj.	14,1	9,4	8,0
Price/Bookvalue	1,4	1,3	1,3
Price/FCF	19,6	9,9	8,2
ROE (%)	10,0	12,9	13,4
Dividenden Rendite (%)	1,3	1,6	1,6

### Anzahl Aktien

(Mill. Aktien) 2,75 Mio.

### Marktkap. / EV

(Mill. €) 30,3 / 29,7

### Free float

40,90%

### Ø tägl. Handelsvol.

(3M, in €) 25.000

### 12 Monate hoch/tief

(XETRA-Close) € 15,00 / 9,05

### Kurs 5.7.2016

(XETRA-Close) € 11,02

### Performance

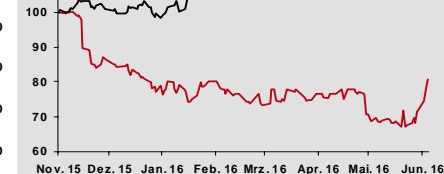
absolut 1M 6M 12M

relativ 12,6% -6,2% 19,2%

15,2% -16,8% N/A

### Vergleichsindex

Entry All Share - Perform.



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

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

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM - Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw - Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt/M.

## Investitionskriterien

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

## Definition der benutzten Begriffe „Big Data“ und „cognitive computing“

Mit der Etablierung prominenter Partnerschaften im Umfeld der Health-IT hat sich die ifa systems neuen, innovativen Herausforderungen gestellt. Die zukünftigen Entwicklungen, welchen sich die Partner Topcon, ifa systems und inoveon (Tii) zusammen mit IBM Watson Health widmen, beziehen sich auf Health-IT Lösungen im Umfeld von „Big Data“ und „cognitive computing“. Trotz der sich auch zukünftig ständig weiterentwickelnden Technologien erachten wir es als sinnvoll, einen Definitionsansatz der beiden Begriffe zu liefern.

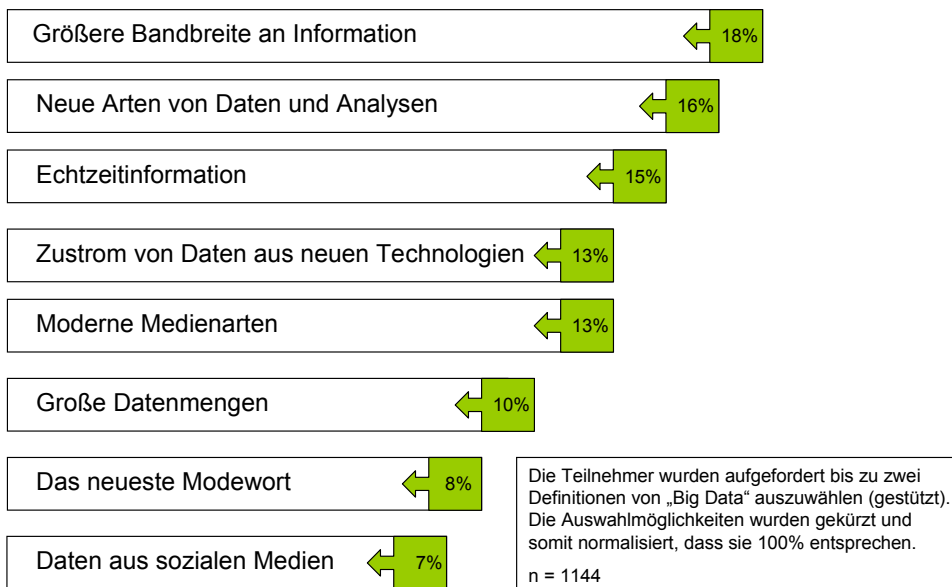
### 1. Big Data

Der Begriff „Big Data“ ist allgegenwärtig und wird für die unterschiedlichsten Konzepte verwendet: Wechselweise geht es um große Datenmengen, Social Media-Analysen, besseres Datenmanagement, Echtzeitdaten und vieles andere mehr.

Das Interesse an Big Data wächst gerade in letzter Zeit überproportional. Deshalb finden wir verschiedene Definitionen, deren Charakteristika jedoch alle auf die letztendliche Verwendung der Daten abzielen. Die Merkmale werden sich auch in Zukunft noch weiter verändern. Zur Definition von Big Data haben wir eine Studie<sup>1</sup> von IBM Global Business Services aus dem Jahr 2013 zitiert, welche Antworten von Experten für die Definition sammelte.

Bei der Auswertung der Erhebung (Schaubild unten) stellte sich heraus, dass kein einzelnes Merkmal deutlich hervorsteicht, sondern dass die Teilnehmer hinsichtlich der Frage, ob es sich bei Big Data um große Datenmengen, um neue Daten- und Analysetypen oder um den steigenden Bedarf an Echtzeitanalysen handelt, unterschiedlicher Auffassung waren.

#### Definition „Big Data“



Quelle: IBM Institute for Business Value

<sup>1</sup> Quelle: IBM Institute for Business Value in Zusammenarbeit mit Saïd B-School, Universität Oxford (2013) in: „Analytics: Big Data in der Praxis - Wie innovative Unternehmen ihre Datenbestände effektiv nutzen“

Die Ergebnisse spiegeln die weithin akzeptierten Kriterien zur Charakterisierung von Big Data nach der Formel „V4“ (**Volume, Variety, Velocity, Veracity**) wieder: Masse, Vielfalt, Geschwindigkeit und Präzision/Richtigkeit). Diese vier Dimensionen sind aus unserer Sicht für Big Data relevant.

Unabhängig von diesen unterschiedlichen Interpretationen haben sich einige Unternehmen bereits intensiv mit dem Thema auseinandergesetzt und für sich geklärt, welche neuen Methoden es für die Verarbeitung und Analyse von großen Datenmengen gibt und wie sie am besten davon profitieren können.

## 2. cognitive computing

Künstliche Intelligenz beschäftigt die Wissenschaft seit der Inbetriebnahme erster Rechner und Großrechner. Cognitive computing ist die Zusammenführung der Wissenschaft des humanen Denkprozesses, d.h. wie funktioniert unser Gehirn, (wie und was wird wahrgenommen), und der Computerwissenschaft.

Ziel des cognitive computing ist die Stimulierung menschlicher Denk- und Wahrnehmungsprozesse mit Computermodellen. Also die Anwendung selbstlernender Algorithmen unter Zugriff auf Datenbanken, welche Erkennungsmuster und die natürliche Sprache als Unterscheidungsmerkmale führen. Der Rechner ahmt also die Art und Weise nach, wie das menschliche Gehirn arbeitet.

Während die Prozessgeschwindigkeit moderner Rechner schon längst schneller ist als das menschliche Gehirn, so können Computer bislang noch nicht die einfachsten Aufgaben lösen, welche der Mensch, bzw. das menschliche Gehirn als gegeben betrachtet. Beispielsweise die natürliche Sprache oder das Erkennen einfacher Objekte, Bilder oder Muster.

Cognitive computing stellt somit die Dritte Dimension der Computeranwendung dar, nach Summen und Tabellen in der ersten Epoche und programmierbaren Systemen in der zweiten Epoche.

Als Technologieführer auf dem Gebiet cognitive computing ordnet IBM Watson cognitive Computersysteme in Algorithmen des „tiefen Lernens“ und neuronaler Netzwerke ein, um Information mit einem „lehrenden Datenmodell“ ständig zu vergleichen. Je höher die Datenmenge, mit der das System gespeist wird, desto höher der Lernerfolg und desto präziser die im Zeitablauf daraus resultierende Information/Antwort.

### Naheliegende Einsatzgebiete des cognitive computing

Während die Nachahmung der menschlichen Sinne noch in weiter Ferne liegt, erscheinen Anwendungsmöglichkeiten in der Diagnostik und der Medizin als naheliegend und sinnvoll. So könnte „Watson Health“ viele bereits existierende Wissensdatenbanken sortieren, vereinen und zuordnen, um so zu weiteren evidenzbasierten Befunden mit globaler Herkunft und zu sinnvollen Behandlungspfaden unter „best practice“ Gesichtspunkten zu gelangen.

## Finanzsituation / Quartalsergebnisse

Die jetzt berichtete Gesamtleistung 2015 im Konzern i.H.v. 10,6 Mio. überzeugt mit einer Steigerung um rd. T€ 250 gegenüber dem Vorjahr nicht wirklich. Zugute halten wir dem Management, dass das Geschäftsjahr mit verschiedenen wichtigen strategischen Weichenstellungen den Gremien im Unternehmen außerordentliche Beanspruchungen abverlangte. So konnte eine deutliche Weiterentwicklung des Unternehmens stattfinden um die ifa systems für die Zukunft zu rüsten. Mit Blick auf die Wirtschaftlichkeit lässt sich hinsichtlich des EBIT i.H.v. € 2,69 Mio. und dem Jahresüberschuss i.H.v. € 2,06 Mio. dennoch ein Rekordergebnis ablesen, dies bei Sonderkosten von rd. € 0,5 Mio. für die Topcon Beteiligung.

Zur Hauptversammlung 2016 hat der Vorstand eine Anhebung der Dividende für das Geschäftsergebnis 2015 auf € 0,15 pro Stückaktie (Vorjahr € 0,12) vorgeschlagen. Vor dem Hintergrund der zwischenzeitlich exzellenten Marktpositionierung der ifa systems und dem Wohlwollen des Mehrheitsaktionärs Topcon halten wir es nicht für ausgeschlossen, dass die Dividende auch im kommenden Geschäftsjahr (2016) erneut in einer ähnlichen Größenordnung angehoben wird.

**Mäßige Umsatzsteigerung in 2015, dennoch Rekordergebnis**

**Erhöhte Dividende als Zeichen der erfolgreichen Weiterentwicklung und zukünftigen Rentabilität**

### Quartalsvergleich 2013

in €('000) bis auf GpA	12M 2012	%-ual z. Vj.	Q1/13 zum Vorjahr	%-ual	Q2/13	%-ual z. Vj.	Q3/13	%-ual z. Vj.	Q4/13	%-ual z. Vj.	2013	%-ual v. 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 2013	%-ual z. Vj.	Q1/14 zum Vorjahr	%-ual	Q2/14	%-ual z. Vj.	Q3/14	%-ual z. Vj.	Q4/14	%-ual z. Vj.	2014	%-ual v. 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

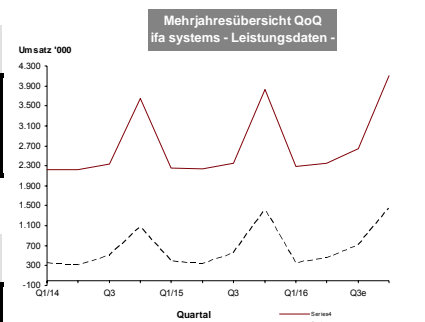
in €('000) bis auf GpA	12M 2014	%-ual z. Vj.	Q1/15 zum Vorjahr	%-ual	Q2/15	%-ual z. Vj.	Q3/15	%-ual z. Vj.	Q4/15	%-ual z. Vj.	2015	%-ual v. Umsatz
Gesamtleistung	10.418	3,1%	2.250	1,4%	2.230	0,5%	2.350	0,4%	3.832	5,3%	10.662	100,0%
EBIT	2.419	51,1%	395	9,7%	335	10,6%	550	10,0%	1.406	11,9%	2.686	25,2%
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 2015	%-ual z. Vj.	Q1/16 zum Vorjahr	%-ual	Q2/16e	%-ual z. Vj.	Q3/16e	%-ual z. Vj.	Q4/16e	%-ual z. Vj.	2016e	%-ual v. Umsatz
Gesamtleistung	10.662	2,3%	2.290	1,8%	2.350	5,4%	2.651	12,8%	4.104	7,1%	11.395	100,0%
EBIT	2.686	11,0%	361	-8,6%	445	32,8%	710	29,1%	1.450	3,1%	2.966	26,0%
Periodenergebnis	2.062	34,0%	268		331		528		1.077		2.204	19,3%
GpA (in ct.)	0,75		0,10		0,12		0,19		0,39		0,80	

\*) Prognosen beinhalten Konsolidierungseffekte  
alle Werte beziehen sich auf ifa systems AG im Konzern

Quelle: Quartalsmeldungen ifa systems AG; Prognosen: BankM



Quelle: Quartalsberichte ifa systems, BankM Research

Für das kommende Geschäftsjahr 2016 erwarten wir ähnlich wie im Vorjahr rückläufige Hardwareumsätze und Umsatzsteigerungen von rd. 10%+ in den restlichen Geschäftsfeldern, d.h. eine Umsatzsteigerung von insgesamt rd. 8%.

Dem vorliegenden Konzernbericht 2015 ist zu entnehmen, dass das Management zukünftig erneut höhere Kosten der Markterschließung einplant. Wir gehen davon aus, dass dies mit der Übernahme neuer Aufgaben im Topcon Konzern im Bereich „cognitive computing“ und „Big Data“ Technologien zurückzuführen ist. Es

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

bleibt also abzuwarten, welche freie Marge für die neuen Geschäftsfelder zukünftig bei den Aktionären ankommen wird.

Bilanzierungsrelevante Faktoren ergeben sich aus dem jüngsten, vom Emittenten gemeldeten Großauftrag im Volumen von US\$ 3,7 Mio. Die ifa systems bilanziert u.a. selbst erstellte Software, Terminologie-Datenbanken und weitere relevante immaterielle Wirtschaftsgegenstände. Im Geschäftsjahr sind insgesamt € 19,9 Mio. an immateriellen Vermögenswerten ausgewiesen. Auf selbst erstellte Wirtschaftsgegenstände (IWG) entfallen € 14,7 Mio. (s. IFRS Konzernbilanz 2015)

Es gilt als generell schwierig, die Notwendigkeit und Substanz solcher immateriellen Vermögenswerte gegenüber den Anteilseignern zu kommunizieren. Dennoch stand der nun erhaltene Großauftrag im Zusammenhang mit den von der Gesellschaft in der Vergangenheit selbst entwickelten Software- Datenbank- und CDSS-Modulen. Die in der Bilanz angeführten immateriellen Wirtschaftsgüter betrachtet die ifa systems als intellectual property (IP). Für den Erhalt des IBM Watson Zuschlags waren diese IP-Rechte entscheidend. Auch berechnet IBM die Lizenzaufteilung der zukünftigen Umsätze nach den eingebrachten, nachgewiesenen IP-Rechten.

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

## Aktuelle Unternehmensentwicklung

### Hauptversammlung 2015 (8.7.2016)

Wegen der Position des Mehrheitsaktionärs Topcon erwarten wir keine spektakuläre HV im Juli; gleichwohl werden unter anderem mit der kompletten Umbesetzung des Aufsichtsrats richtungweisende Beschlüsse gefasst werden. In diesem Kontext haben die bisherigen AR-Mitglieder bereits allesamt ihre AR-Mandate zum 9.7.2016 niedergelegt. Zur Wahl stehen zwei hochrangige Vertreter aus dem Führungskader des Mehrheitsaktionärs Topcon sowie der unter anderem auf die refraktive Chirurgie spezialisierte Augenarzt Matthias Maus aus Köln. Mit einer ausgeprägt unternehmerischen Vita ist Herr Maus der ifa systems schon lange Zeit verbunden und unseres Wissens seit Beginn der Börsennotiz Aktionär. Er bringt die notwendige fachliche Kompetenz ein, um sowohl die Interessenslage des Mehrheitsaktionärs zu verstehen, als auch die in der Vergangenheit aufgebauten Ressourcen der ifa systems in der Weiterentwicklung über die neuen Geschäftsfelder mit eigenen Impulsen zu begleiten.

Es wird sinnvoll sein, dem Aufsichtsrat einen Beirat zuzuordnen, in dem sich die bisherigen Know-How Träger der ifa systems wiederfinden. Damit wäre eine langfristige, kohärente Weiterentwicklung der strategischen Ziele in der ifa systems AG gesichert.

Die von einzelnen Aktionärsvertretern auf vergangenen Hauptversammlungen stets vorgebrachten Einwände hinsichtlich der bisherigen AR-Besetzung in Bezug auf die Corporate Governance wären damit auch vom Tisch.

### Kooperationen mit Technologieführern der Branche

Bereits vor 9 Monaten berichtete die ifa systems eine globale Zusammenarbeit mit Merge Healthcare, einem am Weltmarkt führenden Unternehmen von digitalen, klinischen Systemen zur Optimierung im Healthcare Bereich. Insbesondere bieten beide Unternehmen Picture Archive and Communication Systems (PACS) und internationale Health-IT Standards DICOM/HL7 an. Nach Übernahme der Merge Healthcare durch IBM Watson werden die Topcon, ifa systems, und inoveon Inc. (Tii) neben 13 weiteren Marktführern auf dem Gebiet der Health-IT Mitte

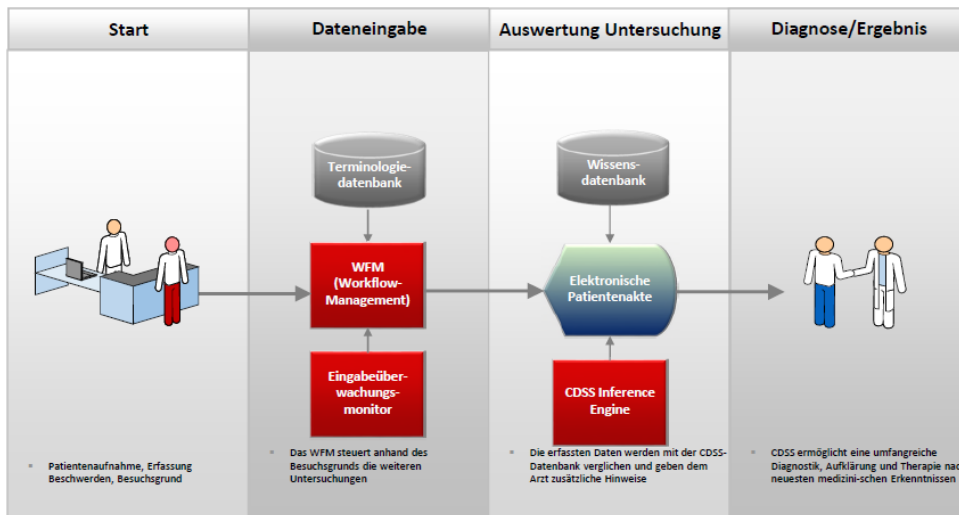
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Juni 2016 von IBM Watson Health zu einer innovativen Entwicklungsvereinigung für klinisches Image Management aufgerufen. Prof. Dr. Peter Lloyd Hildebrand, Oklahoma University, USA, und CEO der inoveon Corp. wurde als medizinischer Leiter des Life Science Geschäftsbereichs gewonnen. Im Unternehmensverbund verantwortet er als Health-IT Spezialist die klinischen Produktentwicklungen in Zusammenarbeit mit dem neuen internationalen Kooperationspartner. Ziel dieser Initiative sind Entwicklungen im Bereich cognitive computing (lernende Informationstechnologie).

IBM Watson Health wurde vor ca. einem Jahr von der Muttergesellschaft IBM ins Leben gerufen um innovative, auf „Big Data“ basierende Anwendungen in der medizinischen Informationstechnologie zu entwickeln. Das IBM-Projekt erhielt wegen der Notwendigkeit von branchenübergreifendem Spezial Know-How ein überdimensionales Ausmaß. Heute ist sich IBM Watson sicher, ein Einsatzfeld in der medizinischen Informationstechnologie zu besetzen, welches bislang „unsichtbare“ und unstrukturierte Massendaten in Wissensdatenbanken aufbereitet/transformiert und diese für medizinische Anwendungen gezielt zur Verfügung stellt. Die Rohdaten werden aus elektronischen Patientenakten, aus Befunden der Radiologie, aus wissenschaftlichen Studien, pathologischen Berichten, Laborergebnissen, u.a. zuverlässigen, jedoch unstrukturierten Quellen gewonnen.

Die so über cognitive computing gewonnenen Ergebnisse stellen einen erheblichen Mehrwert in der modernen Medizin dar. Die Lösung bietet Kliniken/Fachärzten aller Disziplinen wissensbasierte Information in bislang unbekannter Tiefe, Schärfe, Schnelligkeit und Anwenderfreundlichkeit.

Die Herausforderung wird es sein, solche Applikationen in den Workflow von Krankenhausinformationssystemen, CDSS, elektronischen Patientenakten und PACS einzubinden, um sowohl die medizinische Diagnostik als auch die Patientenversorgung im Gesundheitswesen mit Health-IT Lösungen höchster Leistungsfähigkeit aufzurüsten.



Quelle: ifa systems AG

## Erster Auftrag im Umfeld „Big Data“ / Telemedizin liegt bereits vor

Jüngst teilte die ifa systems mit, dass die US-Tochtergesellschaft, ifa united i-tech Inc., einen Entwicklungsauftrag im Umfeld Telemedizin/CDSS i.H.v. US\$ 3,7 Mio. unterzeichnete. Es handelt sich hierbei um keine kompletten Neuentwicklungen, sondern überwiegend um Implementierungen der ifa Terminologie-Datenbanken und der CDSS Strukturen. Die bereits weitgehend vorhandenen Ressourcen waren ein wesentlicher Grund dafür, weshalb Topcon, ifa systems und inoveon (Tii)

in den Kreis der 16 Know-How Träger der Watson Health Medical Imaging Collaborative aufgenommen wurden. Die gewünschte zeitnahe Umsetzung (Markenführung) wäre ansonsten auch nicht möglich. In den ifa Terminologie-Datenbanken und CDSS Strukturen liegt ein Entwicklungsaufwand von rd. 5 Jahren. In den vergangenen Jahren hatte das ifa-Management erhebliche Mühe, den Zweck dieses stetigen Entwicklungsaufwands, der zwischenzeitlich mit rd. € 14 Mio. in den Büchern der Gesellschaft steht, den Aktionären zu vermitteln. (s. Bilanz im Tabellenanhang)

Die Partner Topcon, ifa und inoveon (Tii) sind jetzt in der Lage, komplette Projekte von der Medizintechnik über das Datenmanagement bis hin zur klinischen Ergebnisoptimierung anzubieten. Zielgruppen für diese Lösungen sind neben Augenkliniken und ophthalmologischen Versorgungsnetzwerken auch Unternehmen der Pharma- und Medizintechnikindustrie sowie Versicherungen und staatliche Organisationen.

Hieraus ergeben sich insbesondere für Topcon langfristig angelegte Perspektiven, welche für die genannten Zielgruppen für Anwendungen in der Präzisionsmedizin und der Genforschung von Interesse sind. Topcon arbeitet seit geraumer Zeit mit einer namhaften Universität in Japan an diesem Themenkomplex, der jetzt über die Watson Health Medical Imaging Collaborative forciert wird.

## Etablierte Produkte und Märkte

Der Erfolg, den die ifa systems mit der angebotenen elektronischen Patientenakte (EPA) und den CDSS auf internationalen Märkten erzielt, beruht in erster Linie auf der Vollständigkeit der geforderten Funktionalitäten und der Anpassungsfähigkeit an das jeweilige Krankenhaus-Informationssystem. Hierfür bietet die ifa-Lösung alle international geforderten Standards für den Daten-Informationsaustausch in der Klinik. (HL7, DICOM, IHE).

In jüngster Zeit ist zu beobachten, dass die international etablierten Märkte, insbesondere im Umfeld der EPA zunehmend einem höheren Wettbewerb gegenüberstehen. Davon betroffen ist speziell der Markt für Arztpraxen kleinerer und mittlerer Größen, auf dem sich eine zunehmende Anzahl neuer Anbieter drängen. Der Wettbewerbsdruck zieht konsequenter Weise einen Preisverfall nach sich.

Durch die technologische Weiterentwicklung der ifa systems in den Bereichen CDSS und Telemedizin entzieht sich die Unternehmensgruppe dem angewachsenen Preisdruck und positioniert sich weiterhin erfolgreich im anspruchsvollen, gehobenen Segment der integrierten Ophthalmologie. Die ganz neuen Geschäftsfelder „Big Data“ und „cognitive computing“ in Zusammenarbeit mit IBM Watson sind Anzeichen dafür, dass die ifa systems ihre technologische Führungsrolle auch zukünftig beansprucht.

## Stärkere Fokussierung auf Lateinamerikanische Märkte

Vor dem Hintergrund des inzwischen zunehmenden Preiskampfs am US-Markt hat sich das Management entschlossen, sich zukünftig stärker auf den Lateinamerikanischen Markt zu konzentrieren, auf dem die ifa schon seit Jahren präsent ist.

Weitere Pilotprojekte in Peru und Kolumbien wurden akquiriert. Auf lokalen und internationalen Messen wurden die spanischsprachigen ifa-Produkte vorgestellt. Parallel wurde die Markterschließung für die Standardprodukte (Medical Device Interfaces, Vendor Neutral Archives, Electronic Medical Record) insbesondere auf dem lateinamerikanischen Markt ausgebaut. Der Angebotsbestand verdoppelte sich gegenüber dem Vorjahr auf ca. US\$ 5,0 Mio.



## inoveon Corp.

Für die neuen Entwicklungsfelder, insbesondere für Big Data (CDSS)-Anwendungen kann die ifa systems mit der Tochtergesellschaft inoveon bereits auf ein umfangreiches, geschlossenes Datensystem zurückgreifen. Das Geschäftsmodell der im Jahr 2013 zur ifa systems hinzugekommenen inoveon eignet sich in besonderem Maße für die neuen Entwicklungsprojekte von IBM Watson Health.

Die Spezialsoftware der inoveon Corp. und der kombinierte Analyseservice für Gesundheitseinrichtungen liegt in der Indikation Diabetische Retinopathie DR<sup>2</sup> und Makulaödem (CME<sup>3</sup>).

Die Gesellschaft hat nachgewiesene Expertise auf dem Gebiet der Frühdiagnostik, d.h. Diagnose und Beobachtung hinsichtlich der Entwicklung der Krankheitsbilder DR und CME.

In dieser Rolle hat die inoveon den ophthalmologischen Goldstandard im DCCT<sup>4</sup>) gesetzt, der vom US National Institute of Health zu Grunde gelegt wurde.

Eine Reihe von Augenkliniken, voran das amerikanische Government Hospital (VA/Veteran Administration Hospital) arbeiten bereits mit der inoveon „Reading“ Methode. Eine höhere Marktdurchdringung der inoveon Reading Methode via Telemedizinischer Standardanwendungen und Big Data wäre sowohl ein hoher Vorteil der medizinischen Versorgung als auch ein großer Erfolg der Topcon/ifa systems.

## Anwendung

Diabetische Netzhauterkrankung: Bei Auftreten einer Verschlechterung der Blutversorgung (Verengung der Blutbahn).

In der beeinträchtigten Blutversorgung des Auges kann aus der Blutbahn Flüssigkeit austreten, die ins Augengewebe eindringt. Das Austreten der Flüssigkeit verursacht ein Anschwellen des Auges (med. Makulaödem).

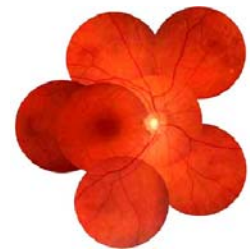
Bei nahezu allen Diabetikern wird im Laufe des Lebens eine DR festgestellt, welche eine Folge von **therapierbarer** Erblindung ist, vorausgesetzt, dass diese frühzeitig diagnostiziert wird.

Die beiden von inoveon bereits entwickelten und am Markt etablierten Verfahren iScan™ und iSite™ sind ideale Beispiele für Big Data und Telemedizinische Anwendung, die mit den drei genannten Topcon/ifa Gesellschaften (Tii) im Rahmen der Watson Healthcare Initiative zurzeit an den Start gehen.

### 1.) iScan™

Das **iScan™** Verfahren der inoveon analysiert den Zustand der Netzhaut stereoskopisch, d.h. in 3-D Ansicht, um das Stadium der Netzhautwucherung präzise zu bestimmen.

Durch das **iScan™** Verfahren wird das gesamte Auge unter Verwendung von NIH<sup>5</sup>-Protokollen überprüft. Es werden dabei sieben Fundusaufnahmen (7-Field Analysis) eines jeden Auges in 3-D dargestellt, um Anzeichen der DR frühzeitig zu erkennen und entsprechende Maßnahmen einzuleiten. Nach erfolgtem Sehtest und Pupillenerweiterung wählt der **iScan™** Experte verschiedene Aufnah-



**7-field Analysis**

<sup>2</sup> Diabetische Retinopathie, Abk.: DR / engl. diabetic retinopathy

<sup>3</sup> **Cystoid Macular Edema**, Abk.: **CME** / dt. Bezeichnung: **Makulaödem**

<sup>4</sup> **D**iabetes **C**ontrol and **C**omplications **T**rial

<sup>5</sup> **N**ational **I**nstitute of **H**ealth

**Die Funktionsweise der inoveon Technologie eignet sich ideal für Big Data Anwendungen und die Telemedizin**

**Selbst Ophthalmologen ohne hohen Spezialisierungsgrad können DR diagnostizieren und behandeln**

men, die er in digitalem Format an inoveon zur Auswertung sendet. Der Befund liegt bereits am kommenden Tag beim behandelnden Augenarzt vor.

Bei Folgeuntersuchungen erfolgt die fortlaufende Speicherung innerhalb der ifa Patientenakte, um aus der Befundentwicklung relevante diagnostische und therapeutische Rückschlüsse zu ziehen.

## **Funktionsweise**

Unter Verwendung einer Fundus Kamera werden Fotos vom Augenhintergrund der Patienten in der Klinik oder in der Praxis aufgenommen. Die Daten werden mittels vorhandener Schnittstelle vom Kamerasystem an bspw. die ifa Software übertragen und können dann unmittelbar an inoveon übermittelt werden.

Bei inoveon als empfangende Stelle sitzen speziell ausgebildete Fachkräfte und Ärzte, die sowohl auf die eigene Datenbank zugreifen, als auch die Bilder vermessen, auswerten und den pathologischen Befund stellen (Reading Services).

Die Bestimmung des Stadiums der Netzhautwucherung ist die spezielle Expertise von inoveon. Wie bereits oben erwähnt, stellt das Verfahren von inoveon den „Goldstandard“ in der DR dar.

## **2.) iSite™**

An einem speziellen iSite™ Center, führen die Patienten zusammen mit der regulären Diabetes-Behandlung die iScan™ Behandlung durch. Der iSite™ ist mit entsprechenden Kamera-Systemen ausgestattet, die von inoveon gestellt werden. Auf diese Weise wird auch Kliniken ohne zentrale Lage die höchste Qualität des telemedizinischen Bildgebungsverfahrens zuteil ohne eigene Geräte oder zusätzlichen Investitionen und Platz dafür zur Verfügung zu stellen.

Dieser Service versetzt Augenärzte ohne hohen Spezialisierungsgrad in die Lage, die Krankheitsbilder „DR“ und „CME“ zu diagnostizieren, den Krankheitsverlauf zu beobachten und entsprechend zu behandeln.

## Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

Daten vom 5.7.2016 Gesellschaft im Vergleich	Peer Group - Deutschland					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
	Ticker	Kurs	Anzahl		EV (Mio.)	17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e
			Aktien	MCAP		17e	18e	17e	18e	17e	18e		
Nemetschek	NEM	48,84	38,5	1.880,3	1.891,3	5,1	4,5	19,6	17,0	23,8	17,0	41,1	34,3
Nexus	NXU	16,93	15,7	266,4	237,5	2,3	2,3	9,8	9,4	16,0	9,4	25,1	21,3
CompuGroup Medical AG	COP	35,49	53,2	1.888,7	2.246,7	3,0	2,6	14,8	12,2	19,9	12,2	31,8	24,6
Geratherm Medical AG	GME	11,63	5,0	57,6	61,1	2,3	2,2	11,1	9,7	13,6	11,5	20,4	18,2
Carl-Zeiss MediTech	AFX	36,04	81,3	2.930,4	2.726,4	2,5	2,3	14,3	13,2	16,3	13,2	29,3	26,1
Mittelwert						3,0	2,8	13,9	12,3	17,9	12,7	29,5	24,9
Median						2,5	2,3	14,3	12,2	16,3	12,2	29,3	24,6
<b>ifa systems</b>	<b>IS8</b>	<b>11,02</b>	<b>2,75</b>	<b>30,30</b>	<b>29,70</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>6,9</b>	<b>5,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						15,5	16,2	21,7	25,1	26,2	22,1	34,6	34,4
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						12,6	13,5	22,4	25,0	23,8	21,3	34,3	33,9
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						12,37	12,96	17,40	20,07	21,00	17,65	27,65	27,48
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						10,09	10,83	17,90	19,96	19,06	17,05	27,44	<b>27,15</b>

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

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

Gemessen an der Peer Group der deutschen Vergleichsunternehmen erhalten wir eine Marktbewertung der ifa systems in Höhe von € **27,15** pro Aktie, berechnet auf das KGV<sub>2018</sub>. Wir lehnen uns hierbei an den errechneten Median und haben das Ergebnis wegen geringer Marktkapitalisierung und entsprechend geringer Handelsliquidität in der Aktie um 20% reduziert.

Skala (Kurs ./ Bewertung)

Price	P/E 2017	P/E 2018	EV/EBIT 2017	EV/EBIT 2018
8,00	6,8	5,8	5,3	4,5
8,40	7,2	6,1	5,6	4,7
8,70	7,4	6,3	5,8	4,9
9,20	7,9	6,7	6,1	5,2
9,50	8,1	6,9	6,3	5,3
10,00	8,5	7,2	6,7	5,6
10,30	8,8	7,5	6,9	5,8
10,55	9,0	7,6	7,1	5,9
11,05	9,4	8,0	7,4	6,2
11,55	9,9	8,4	7,7	6,5
12,15	10,4	8,8	8,1	6,9
12,50	10,7	9,1	8,4	7,1
13,00	11,1	9,4	8,7	7,3
13,50	11,5	9,8	9,1	7,6
13,90	11,9	10,1	9,3	7,9

Berechnung: BankM Research

Daten vom 5.7.2016 Gesellschaft im Vergleich	U.S. Peer Group					MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		P/E	
	Ticker	Kurs	Anzahl		EV (Mio.)	17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e
			Aktien	MCAP		17e	18e	17e	18e	17e	18e		
Allscripts Healthcare Sol.	MDRX	12,78	186,9	2.388,6	2.875,6	1,4	1,3	8,7	8,0	12,1	8,0	75,2	38,3
Quality Systems, Inc.	QSII	12,00	61,0	731,8	806,8	1,4	1,4	8,9	8,1	10,7	8,1	87,6	20,2
Mittelwert						1,4	1,3	8,8	8,1	11,4	8,1	81,4	29,2
<b>ifa systems AG</b>	<b>IS8</b>	<b>11,02</b>	<b>2,75</b>	<b>30,30</b>	<b>29,70</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>6,9</b>	<b>5,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,0</b>
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						7,2	7,8	13,7	16,4	16,7	14,0	95,2	40,3
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						5,74	6,21	10,99	13,15	13,35	11,23	76,18	32,25

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

**Seit Übernahme von Merge durch Watson Health stieg die Bewertung des gesamten Sub-Sektors „Health-IT“ am US Kapitalmarkt sprunghaft an. Wir stehen heute bei einem KGV<sub>2018</sub> zwischen 20x und 35x**

Gemessen an der Peer Group US-amerikanischen Wettbewerber erhalten wir eine Marktbewertung von **€32,25/Aktie**.

In den USA liegt der Sektor Health-IT bewertungstechnisch im Top-Quartil. Einen wesentlichen Impuls dazu gab die Übernahme von Merge durch Watson Health im Oktober 2015. In dieser Transaktion bezahlte Watson Health/IBM einen Kaufpreis, welcher einer 4-fachen Umsatzbewertung und dem 30-fachen Unternehmensgewinn entsprach.

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

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

Ergebnis aus Peer Group GE	$27,15 \times \frac{2}{3} = € 18,10$
Ergebnis aus Peer Group US	$32,25 \times \frac{1}{3} = € 10,75$
<b>Gewichtetes Ergebnis aus Peer Group</b>	<b>€28,85</b>

## 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		11,8%	28,0%	16,4%	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	1,0%
Umsatz	8.267	9.245	11.834	13.771	15.836	18.212	20.944	23.666	26.743	30.220	30.522
EBIT Marge	32,5%	32,1%	34,1%	34,8%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	15,0%
EBIT	2.686	2.966	4.038	4.799	3.801	4.371	5.026	5.680	6.418	7.253	4.578
Steuern	598	760	825	1.011	1.140	1.311	1.508	1.704	1.925	2.176	1.373
Ergebnis vor Zinsen	2.088	2.206	3.212	3.788	2.661	3.060	3.519	3.976	4.493	5.077	3.205
+ Abschreibungen	728	790	800	820	861	904	949	997	1.047	1.099	1.154
- Sachanlageinvestitionen	2.100	2.150	1.400	1.400	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.154
- Veränderung Work. C.	-137	-738	-536	-603	-723	-738	-708	-680	-653	-627	-602
= Freier CF (FCFF)	853	1.584	3.149	3.811	3.045	3.501	3.976	4.453	4.992	5.602	3.806
Endwert											33.371
<b>WACC Berechnung</b>											
Steuerquote	22,5%	25,6%	20,5%	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%	3,7%	4,0%	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%
<b>Present Value Calculation</b>											
Present Value des FCFF		1.403	2.471	2.650	1.907	1.951	1.971	1.964	1.959	1.956	
Present Value des Endwertes											11.648
<b>Die Bewertung</b>											
PV des FCFF	18.232	65,4%									
+ PV des Endwertes	9.648	34,6%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	<b>27.880</b>										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	823										
= Wert des Unternehmens	28.303										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	85										
= Wert des Eigenkapitals	<b>28.218</b>										
Preis je Aktie	<b>10,26</b>										

Quelle: BankM Research

Wachstum - Endwert

		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
Beta	1,00	12,73	12,90	13,08	13,27	13,47
	1,15	11,00	11,12	11,25	11,38	11,51
	1,25	10,07	10,16	<b>10,26</b>	10,36	10,47
	1,35	9,26	9,34	9,42	9,50	9,59
	1,50	8,25	8,30	8,36	8,42	8,49

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

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

Das Geschäftsmodell der ifa systems - jetzt auch unter Berücksichtigung der neuen Partnerschaften - rechtfertigt die von uns angesetzte Wachstums- und Ertragsprognose. Die Mehrzahl der zukünftig möglichen Potentiale hieraus sind in unseren Planungsannahmen nicht enthalten. Vielmehr haben wir dokumentenfest geplante Planzahlen verwendet, die mit einem hohen Wahrscheinlichkeitsgrad eintreffen werden. 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, kurzfristige Anpassungen vorzunehmen.

In den Geschäftsjahren 2016-2020 legen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 18,5% (CAGR) zugrunde. Das EBIT steigt in diesem Zeitraum um 10,2% (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 € 28,2 Mio. und einen entsprechenden **Wert pro Aktie von €10,26**.

## Zusammenfassung

Die Bewertungen der Vergleichsunternehmen am US-Markt sind immer noch sehr hoch. Die KGVs<sub>2017</sub> bewegen sich dort immer noch auf einem Niveau von 75x-80x. Wegen der höheren Gewinnprognosen ab dem Jahr 2018 kommt das Niveau auf ein erträgliches, doch immer noch hohes KGV-Maß zwischen 20x-40x zurück.

Wegen der derzeit hohen Kapitalmarktbewertungen (KGVs) weichen wir von unserem zuletzt verwendeten Verteilungsschlüssel (Peer Group 50%:50% FCF-Wert ab und gewichten die gewonnenen Ergebnisse mit einem Verteilungsschlüssel  $\frac{2}{3}$  FCF-Wert zu  $\frac{1}{3}$  Peer Group.

		<u>Gewichtung</u>	<u>Ergebnis</u>
Ergebnis aus der FCF-Berechnung:	€ 10,26	$\frac{2}{3}$	€ 6,84
Ergebnis aus der Peer Group:	€ 28,85	$\frac{1}{3}$	<u>€ 9,61</u>
			<b>€16,45</b>

**Fairer Wert mit proportionaler Gewichtung €16,45 je Aktie**

Seit Vollzug der Mehrheitsbeteiligung der Topcon an der ifa systems AG hat sich der Kurs der ifa Aktie stetig zurück entwickelt.



Quelle: Deutsche Börse AG

Grund dafür dürfte sein, dass sich die Residual Aktionäre noch nicht sicher sind, welche Strategie nun der Hauptaktionär in der mehrheitlich beteiligten Gesellschaft verfolgen wird.

Seitdem die ifa systems wieder Unternehmensinformationen über die weitere Entwicklung veröffentlicht, sehen wir eine abrupte Wende. Mit den Meldungen des IBM Watson Health deals und dem Erhalt des Großauftrags im Umfeld telemedizinischer/Big Data-Anwendungen sahen wir die Aktie in kürzestem Zeitraum um 30% anspringen, d.h. einen Kursauschlag bis € 11,50.

Die ifa systems sehen wir zwischenzeitlich optimal am Markt positioniert, um Teile der Erträge aus den Pionierleistungen in der Telemedizin / Big Data für sich zu verbuchen. Schließlich verfügt die Gesellschaft in der Indikation Diabetische Retinopathie bereits über ein geschlossenes Datenmodell, welches im Umfeld der Watson Health Medical Imaging Collaborative unmittelbar genutzt werden kann. Dies ist ein Alleinstellungsmerkmal innerhalb einer Expertengruppe, in welcher die ifa systems unter dem Blickwinkel der schieren Unternehmensgröße kaum ins Gewicht fallen würde.

Eine heutige Bewertung bei rd. € 11,00 zu einem KGV unter dem Faktor 10x ist für uns ein klares Kaufsignal.

**Wir betrachten die ifa systems bei einem Kurswert von € 16,45 als fair bewertet.**

**Weiteres Kurspotential ist vorhanden.**

## Tabellenanhang

### Bilanz und Bilanzprognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	14	15	16e	17e	18e	15	16e	17e	18e
<b>Aktiva</b>						<b>% der Bilanzsumme</b>			
Sachanlagen	214	184	454	414	294	0,7	1,6	1,1	0,7
Sonstiges Anlagevermögen	19.033	22.696	24.471	30.839	35.905	85,8	84,3	82,0	82,1
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	16.585	19.978	22.128	24.328	26.578	75,5	76,2	64,7	60,8
<b>Anlagevermögen</b>	<b>19.247</b>	<b>22.880</b>	<b>24.925</b>	<b>31.253</b>	<b>36.199</b>	<b>86,5</b>	<b>85,9</b>	<b>83,1</b>	<b>82,8</b>
Vorräte	74	141	151	186	212	0,5	0,5	0,5	0,5
Forderungen	1.964	2.300	2.458	3.027	3.456	8,7	8,5	8,1	7,9
Barmittel	1.852	823	1.169	2.733	3.394	3,1	4,0	7,3	7,8
Sonstiges Umlaufvermögen	309	301	322	396	452	1,1	1,1	1,1	1,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>4.199</b>	<b>3.565</b>	<b>4.100</b>	<b>6.342</b>	<b>7.514</b>	<b>13,5</b>	<b>14,1</b>	<b>16,9</b>	<b>17,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>23.446</b>	<b>26.445</b>	<b>29.025</b>	<b>37.595</b>	<b>43.713</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Passiva</b>						<b>% der Bilanzsumme</b>			
Gezeichnetes Kapital	2.500	2.750	2.750	2.750	2.750	10,4	9,5	7,3	6,3
Kapitalrücklagen	5.828	7.305	7.305	7.305	7.305	27,6	25,2	19,4	16,7
Gewinnrücklagen	7.820	10.216	12.007	14.804	18.176	38,6	41,4	39,4	41,6
<b>Eigenkapital</b>	<b>16.148</b>	<b>20.271</b>	<b>22.062</b>	<b>24.859</b>	<b>28.231</b>	<b>76,7</b>	<b>76,0</b>	<b>66,1</b>	<b>64,6</b>
<b>Eigenkapital inkl. Anteile Dritter</b>	<b>16.148</b>	<b>20.271</b>	<b>22.062</b>	<b>24.859</b>	<b>28.231</b>	<b>76,7</b>	<b>76,0</b>	<b>66,1</b>	<b>64,6</b>
Rückstellungen	865	1.031	1.102	1.357	1.549	3,9	3,8	3,6	3,5
dav. Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	6.433	5.143	5.861	11.379	13.933	19,4	20,2	30,3	31,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7.298</b>	<b>6.174</b>	<b>6.963</b>	<b>12.736</b>	<b>15.482</b>	<b>23,3</b>	<b>24,0</b>	<b>33,9</b>	<b>35,4</b>
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	3.520	4.335	4.949	12,5	12,1	11,5	11,3
<b>Bilanzsumme</b>	<b>23.446</b>	<b>26.445</b>	<b>29.025</b>	<b>37.595</b>	<b>43.713</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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
	Changes YoY (%)									
<b>Umsätze - CIS</b>	<b>2.127</b>	<b>2.234</b>	<b>2.550</b>	<b>3.250</b>	<b>3.520</b>	<b>5,0</b>	<b>14,1</b>	<b>27,5</b>	<b>8,3</b>	<b>17,5</b>
<b>Umsätze - Interfaces &amp; Register</b>	<b>805</b>	<b>817</b>	<b>1.050</b>	<b>1.250</b>	<b>1.450</b>	<b>1,5</b>	<b>28,5</b>	<b>19,0</b>	<b>16,0</b>	<b>17,5</b>
<b>Umsätze - Telemedizin</b>	<b>345</b>	<b>271</b>	<b>700</b>	<b>1.600</b>	<b>2.000</b>	<b>-21,4</b>	<b>158,3</b>	<b>128,6</b>	<b>25,0</b>	<b>69,0</b>
<b>Umsätze - Handelsware</b>	<b>1.020</b>	<b>865</b>	<b>500</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>-15,2</b>	<b>-42,2</b>	<b>-20,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-10,6</b>
<b>Umsätze - Lizenzen</b>	<b>3.780</b>	<b>4.080</b>	<b>4.445</b>	<b>5.334</b>	<b>6.401</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
<b>Umsatz</b>	<b>8.077</b>	<b>8.267</b>	<b>9.245</b>	<b>11.834</b>	<b>13.771</b>	<b>2,4</b>	<b>11,8</b>	<b>28,0</b>	<b>16,4</b>	<b>14,3</b>
Aktivierete Eigenleistungen	2.341	2.395	2.150	2.200	2.250	2,3	-10,2	2,3	2,3	-1,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>10.418</b>	<b>10.662</b>	<b>11.395</b>	<b>14.034</b>	<b>16.021</b>	<b>2,3</b>	<b>6,9</b>	<b>23,2</b>	<b>14,2</b>	<b>11,4</b>
Materialaufwand	730	558	450	400	400	-23,6	-19,4	-11,1	0,0	-14,0
<b>Rohrertrag</b>	<b>9.688</b>	<b>10.104</b>	<b>10.945</b>	<b>13.634</b>	<b>15.621</b>	<b>4,3</b>	<b>8,3</b>	<b>24,6</b>	<b>14,6</b>	<b>12,7</b>
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	4.450	5.520	6.400	10,7	9,7	24,0	15,9	15,0
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.115	3.647	3.939	4.727	5.152	17,1	8,0	20,0	9,0	13,4
<b>Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)</b>	<b>3.297</b>	<b>3.414</b>	<b>3.756</b>	<b>4.838</b>	<b>5.619</b>	<b>3,5</b>	<b>10,0</b>	<b>28,8</b>	<b>16,2</b>	<b>14,3</b>
Abschreibungen	878	728	790	800	820	-17,1	8,5	1,3	2,5	-1,7
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>2.419</b>	<b>2.686</b>	<b>2.966</b>	<b>4.038</b>	<b>4.799</b>	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>36,1</b>	<b>18,9</b>	<b>18,7</b>
Zinserträge	8	6	5	5	5	-25,0	-16,7	0,0	0,0	-11,1
Zinsaufwand	62	32	7	8	9	-48,4	-78,1	14,3	12,5	-38,3
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-54</b>	<b>-26</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-51,9</b>	<b>-92,3</b>	<b>50,0</b>	<b>33,3</b>	<b>-46,4</b>
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>2.365</b>	<b>2.660</b>	<b>2.964</b>	<b>4.035</b>	<b>4.795</b>	<b>12,5</b>	<b>11,4</b>	<b>36,1</b>	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>
Ertragssteuern	827	598	760	825	1.011	-27,7	27,1	8,6	22,5	5,1
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>1.538</b>	<b>2.062</b>	<b>2.204</b>	<b>3.209</b>	<b>3.784</b>	<b>34,1</b>	<b>6,9</b>	<b>45,6</b>	<b>17,9</b>	<b>25,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	878	728	790	800	820	-17,1	8,5	1,3	2,5	-1,7
<b>Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)</b>	<b>2.419</b>	<b>2.686</b>	<b>2.966</b>	<b>4.038</b>	<b>4.799</b>	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>36,1</b>	<b>18,9</b>	<b>18,7</b>
Adj. Anzahl der Aktien	2.500	2.750	2.750	2.750	2.750	10,0	0,0	0,0	0,0	2,4
<b>Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)</b>	<b>0,62</b>	<b>0,75</b>	<b>0,80</b>	<b>1,17</b>	<b>1,38</b>	<b>21,9</b>	<b>6,9</b>	<b>45,6</b>	<b>17,9</b>	<b>22,3</b>
<b>Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill</b>	<b>0,62</b>	<b>0,75</b>	<b>0,80</b>	<b>1,17</b>	<b>1,38</b>	<b>21,9</b>	<b>6,9</b>	<b>45,6</b>	<b>17,9</b>	<b>22,3</b>
<b>Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie</b>	<b>0,97</b>	<b>1,01</b>	<b>1,09</b>	<b>1,46</b>	<b>1,67</b>	<b>5,0</b>	<b>7,3</b>	<b>33,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,7</b>

## Cash-Flow & Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	14	15	16e	17e	18e	15	16e	17e	18e	5Y ø
	Changes YoY (%)									
<b>Adj. Ergebnis nach Steuern</b>	<b>1.538</b>	<b>2.062</b>	<b>2.204</b>	<b>3.209</b>	<b>3.784</b>	<b>34,1</b>	<b>6,9</b>	<b>45,6</b>	<b>17,9</b>	<b>25,2</b>
+ 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
<b>= Cash Earnings</b>	<b>2.416</b>	<b>2.790</b>	<b>2.994</b>	<b>4.009</b>	<b>4.604</b>	<b>15,5</b>	<b>7,3</b>	<b>33,9</b>	<b>14,8</b>	<b>17,5</b>
- Veränderungen im Net Working Capital	-661	-137	-738	-536	-603	-79,3	438,6	-27,3	12,4	63,9
<b>= Operating Cash Flow</b>	<b>3.077</b>	<b>2.927</b>	<b>3.732</b>	<b>4.546</b>	<b>5.207</b>	<b>-4,9</b>	<b>27,5</b>	<b>21,8</b>	<b>14,5</b>	<b>14,1</b>
- Investitionen in Sachanlagen	2.500	2.100	2.150	1.400	1.400	-16,0	2,4	-34,9	0,0	-13,5
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>577</b>	<b>827</b>	<b>1.582</b>	<b>3.146</b>	<b>3.807</b>	<b>43,3</b>	<b>91,3</b>	<b>98,9</b>	<b>21,0</b>	<b>60,3</b>
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividende (Vorjahr)	300	330	413	413	413	10,0	25,0	0,0	0,0	8,3
+ 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
<b>Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)</b>	<b>1.852</b>	<b>823</b>	<b>1.169</b>	<b>2.733</b>	<b>3.394</b>	<b>-55,6</b>	<b>42,1</b>	<b>133,7</b>	<b>24,2</b>	<b>16,4</b>

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	10.3.2014	Kaufen	€ 8,77
Rüdiger Holzammer	7.1.2015	Kaufen	€ 9,60
Rüdiger Holzammer	4.5.2015	Kaufen	€ 11,15
Rüdiger Holzammer	17.2.2016	Kaufen	€ 13,50

### 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 textliche Änderungen.

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

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

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

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

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

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

#### 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**7.7.2016**

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

**Schlusskurse vom 5.7.2016**

#### 5. Aktualisierungen:

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

### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

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

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an keine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben aus solchen Vereinbarungen keine Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

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

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG 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](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

### C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Rottfeder-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