

Kurzanalyse

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€15,10

(vormals €11,88)

Internationale Umsätze steigen deutlich an

- ifa systems berichtet starkes Q4/2011 - Jahresergebnis ebenfalls robust**
 Ende Januar 2012 berichtet die ifa systems die Unternehmensleistung im 4. Quartal mit € 3,6 Mio., einem Wachstum von 19,5% über dem Vorjahresquartal. Das EBIT lag in Q4/2011 bei € 1,06 Mio. und entsprach einer Steigerung von 20,5%. Auf Jahresbasis konnte die Gesellschaft die erwartete Unternehmensleistung mit € 9,4 Mio. nur knapp erfüllen, das EBIT lag jedoch mit € 2,01 Mio. deutlich höher als erwartet. Die Ergebnissteigerung von 24,8% gegenüber dem Vorjahr spricht für sich.
- Gelungener Markteintritt in den USA**
 Im Geschäftsjahr 2011 erzielte die ifa systems AG rd. 30% der Umsätze im Ausland; für das Geschäftsjahr 2012 erwarten wir den Absatz auf internationalen Märkten bei 65%. Wegen der Werthaltigkeit der Umsätze bewerten wir die Nachhaltigkeit der Internationalisierung als gegeben. Schon seit Beginn der internationalen Expansion achtete das Management auf die Einhaltung der angestrebten EBIT-Marge von mind. 25%. Ex post betrachtet war die internationale Expansion der Gesellschaft der richtige Schritt, um für die Aktionäre eine langfristige Wertsteigerung des Unternehmens herbeizuführen.
- Expansion in den USA durch Beteiligungen und Partnerschaften**
 Im Februar 2012 beteiligte sich die ifa systems mit 33,3% an der MedKaizen Corp., San Jose, CA. Als Unternehmensverbund zusammen mit der INCOLN und der Emerald Knowledge Corp. werden sowohl IT als auch Markt Know-How kombiniert. Die MedKaizen Corp. wird zukünftig auch an die Ophthalmologie angrenzende medizinische Bereiche mit IT-Lösungen bedienen, wogegen sich die ifa united i-tech ausschließlich auf die Healthcare-IT der Ophthalmologie konzentriert.
- Kapitalerhöhung** Die Gesellschaft hat jüngst eine kleine Kapitalerhöhung im Bezugsverhältnis 12:1 (Ausgabe von bis zu 184.000 Aktien) bekannt gegeben. Mit dem erwarteten Mittelzufluss von knapp € 1 Mio. sollen weitere Internationalisierungsmaßnahmen sowie Teile der weiteren Markterschließung am US-Markt finanziert werden. Im abgelaufenen GJ. hat die Gesellschaft rd. € 1,9 Mio. für die internationale Markterschließung investiert, konnte jedoch trotzdem eine EBIT-Marge von knapp 25% zeigen.
- Wir erhöhen den fairen Wert der Aktie auf €15,10**

Ergebniskennzahlen

Jahr	G.-Leist. (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2010	7,4	1,8	1,7	1,7	1,2	0,68	0,13	27,2%	20,0%
2011e	9,5	2,3	2,0	2,0	1,5	0,66	0,15	24,7%	18,1%
2012e	13,3	2,5	2,0	2,0	1,5	0,69	0,18	16,5%	12,1%
2013e	16,5	3,7	3,2	3,2	2,4	1,09	0,18	20,8%	15,5%
2014e	21,5	4,6	4,1	4,1	3,1	1,38	0,18	20,1%	15,0%

Quelle: BankM Research

*) G.-Leist. = Gesamtleistung

Branche	Enterpr. Software
WKN	783078
ISIN	DE0007830788
Bloomberg/Reuters	IS8 GR Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzbericht 2012	17.04.
Q1/2012	
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Entry Standard

Finanzkennzahlen

	2011e	2012e	2013e
EV/Umsatz	1,7	1,0	0,7
EV/EBITDA	6,0	5,1	3,2
EV/EBIT	6,9	6,1	3,6
P/E bereinigt	9,8	9,4	5,9
Preis/Buchwert	1,6	1,4	1,2
Preis/FCF	36,0	17,6	8,3
ROE	16,2	14,9	19,8
Dividendenrendite (%)	2,2	2,7	2,7

Anzahl Aktien

(Mio. Stück) € 2,21 Mio.

Marktkap. / EV

(Mio. €) 15,2 / 15,80

Free float

43,30%

Ø tägl. Handelsvol.

(3M, in €) 24.091 €

12 Monate hoch/tief

(XETRA-Schluss) € 11 / 5,55

Kurs 12.03.2012

(XETRA-Schluss) € 6,50

Performance

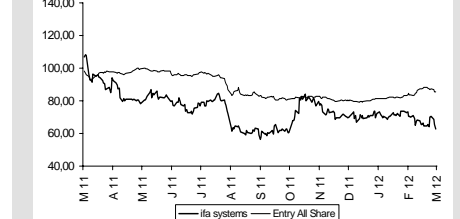
1M 6M 12M

absolut -8,1% 10,2% -40,3%

relativ -6,6% 9,6% -30,3%

Vergleichsindex

Entry All Share



ifa systems AG (schwarz/dick) vs. EntryAll Share (schwarz/dünn)

Quelle: Deutsche Börse

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 als Sole Lead Manager für eine Kapitalerhöhung beauftragt und 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, Willich.

Umsatz- und Ergebnissituation

Die vorliegende Gesamtleistung in Q4/2011 entspricht mit € 3,6 Mio. einem Wachstum von 19,3% gegenüber dem Vorjahresquartal. Auf Jahresbasis erwirtschaftet die ifa eine Gesamtleistung von €9,4 Mio. bei einem EBIT von €2,0 Mio.

Trotz erheblicher Investitionen, welche für die internationale Markterschließung verwendet wurden, erscheint die ifa systems als hoch profitables Unternehmen. Die im Jahr 2011 gezeigte Steigerung der Gesamtleistung von 27,2% im Vergleich zum Vorjahr bestärkt uns in der Aussage, dass das Unternehmen mehr und mehr vom internationalen Geschäft profitiert.

Wir haben nachfolgend die Umsatz- und Ertragssituation im Quartalsvergleich über 4 Jahre dargestellt:

Quartalsvergleich 2008												
in €('000)	12M	%-ual	Q1/08	%-ual	Q2/08	%-ual	Q3/08	%-ual	Q4/08	%-ual	2008	%-ual z.
GpA (in ct.)	2007	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	Gesamtl.	Gesamtl.
Gesamtleistung	5.928	19,3%	1.236	16,6%	1.326	-19,6%	1.296	11,2%	2.319	13,1%	6.177	100,0%
EBIT	860	-14,0%	160	-40,7%	57	-59,3%	47	17,2%	357	-12,9%	621	10,1%
Periodenergebnis	549	-12,7%	112		41		173		274		600	9,7%
GpA (in ct.)	0,42		0,08		0,03		0,13		0,20		0,44	

Quartalsvergleich 2009												
in €('000)	12M	%-ual	Q1/09	%-ual	Q2/09	%-ual	Q3/09	%-ual	Q4/09	%-ual	2009	%-ual z.
GpA (in ct.)	2008	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	Gesamtl.	Gesamtl.
Gesamtleistung	6.177	4,2%	1.230	-0,5%	1.430	7,8%	1.340	3,4%	2.696	16,3%	6.756	100,0%
EBIT	621	-27,8%	150	-6,4%	55	-3,5%	80	70,6%	850	138,1%	1.135	16,8%
Periodenergebnis	600	9,2%	102		37		54		578		772	11,4%
GpA (in ct.)	0,44		0,07		0,03		0,04		0,42		0,56	

Quartalsvergleich 2010												
in €('000)	12M	%-ual	Q1/10	%-ual	Q2/10	%-ual	Q3/10	%-ual	Q4/10	%-ual	2010	%-ual z.
GpA (in ct.)	2009	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	Gesamtl.	Gesamtl.
Gesamtleistung	6.756	9,4%	1.350	9,8%	1.550	8,4%	1.650	23,1%	2.890	7,2%	7.440	100,0%
EBIT	1.135	82,8%	200	33,3%	240	336,4%	290	262,5%	969	14,0%	1.699	22,8%
Periodenergebnis	772	28,8%	144		172		209		722		1.247	16,8%
GpA (in ct.)	0,56		0,08		0,09		0,11		0,39		0,68	

Quartalsvergleich 2011 *)												
in €('000)	12M	%-ual	Q1/11	%-ual	Q2/11	%-ual	Q3/11	%-ual	Q4/11 e	%-ual	2011	%-ual z.
bis auf GpA	2010	z. Vj.	zum Vorjahr		z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	z. Vj.	Gesamtl.	Gesamtl.
Gesamtleistung	7.440	10,1%	1.740	28,9%	1.850	19,4%	2.230	35,2%	3.640	26,0%	9.460	100,0%
EBIT	1.699	49,7%	270	35,0%	290	20,8%	390	34,5%	1.060	9,4%	2.010	21,2%
Periodenergebnis	1.247	61,5%	197		212		285		774		1.467	15,5%
GpA (in ct.)	0,68		0,09		0,10		0,13		0,35		0,66	

Quelle: Quartalsmeldungen ifa systems AG; Prognosen: BankM

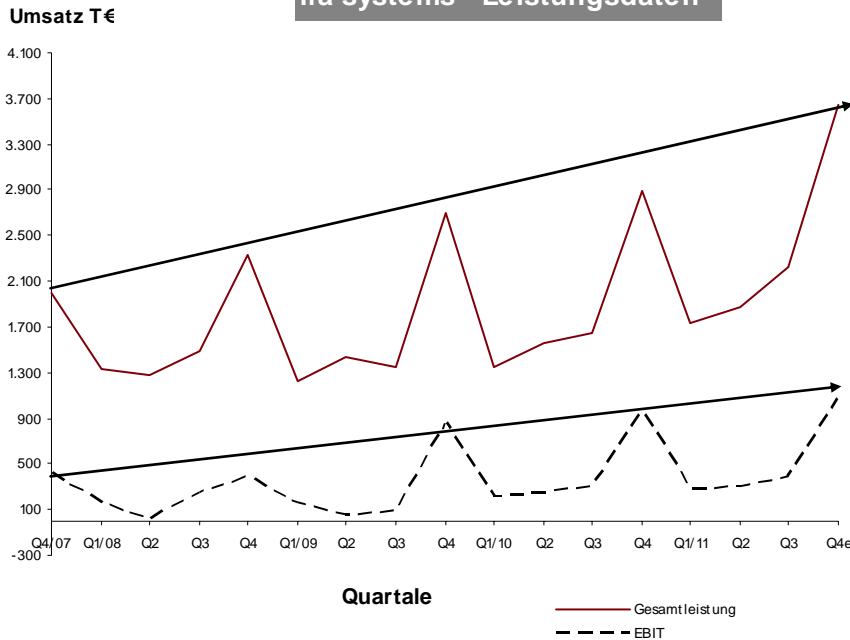
*) Prognosen beinhalten Konsolidierungseffekte

Der Trend zeigt immer noch ein deutliches, ungebrochenes Wachstum. In Anbetracht des hohen Auftragsbestandes (€2,5 Mio. per 31.12.2011) sehen wir die ifa systems AG weiterhin auf einem soliden Wachstumspfad. Unsere Argumente:

- » Beständiges Inlandsgeschäft [DACH] (stabil wachsende runtime Lizenzen)
- » US-Geschäft entfaltet sich jetzt deutlich mit Verdreifachung des Auftragsbestands gegenüber dem Vorjahr.
- » Die bestehende Produktpalette der ifa systems, d.h. Telemedizin, HIT, ecPACS wird in den USA gut angenommen.
- » Ausweitung der Produktbereiche (integrierte Practice Management Systeme/ PMS)
- » Erweiterung der Zielgruppen über Kooperationspartner in anderen medizinischen Disziplinen außerhalb der Ophthalmologie (bspw. Diabetologie).

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

Mehrjahresübersicht QoQ ifa systems - Leistungsdaten -



Stand des Internationalisierungsprozesses

Vor gut vier Jahren, im Geschäftsjahr 2008 leitete das Management der ifa systems den internationalen Wachstumsprozess ein. Im Geschäftsjahr 2011 werden bereits 30% der Unternehmensleistung im Ausland erbracht; für das Gj. 2012 schätzen wir den international erzielten Umsatzanteil mit 65% ein.

Wir ziehen heute Resumé und fragen uns:

- » Kann dies als gelungener internationaler Markteintritt gewertet werden?
- » Ist das Wachstum nachhaltig?

Unter Berücksichtigung der Werthaltigkeit der internationalen Umsätze kann diese Frage *positiv* beschieden werden. Das Management der ifa systems geht davon aus, dass im Geschäftsjahr 2013 der auf internationalen Märkten erzielte Umsatz bereits höher sein wird als der Binnenumsatz.

Die Forcierung des überregionalen/internationalen Wachstums war aus Sicht der zur Verfügung stehenden Wachstumsoptionen die richtige unternehmerische Entscheidung, sofern das Management das Ziel verfolgt, den hohen Spezialisierungsgrad im Unternehmen nicht aufzugeben.

In der Umsetzung führt dies dazu, dass die ifa systems auch international sofort als Technologieführer erkannt wird - das Unternehmen sich somit vom lokalen Wettbewerb deutlich abheben kann.

In den USA beschäftigt die ifa systems nach 4-jährigem Markteintritt an drei Standorten zwischenzeitlich 40 Mitarbeiter und hat durchschnittlich 1/3 der Vorstandspräsenz vor Ort.

Im Februar 2012 meldete das Management die 33,3%-ige Beteiligung an der MedKaizen Corp., San Jose, CA. (Namensidentität mit MedKaizen AG).

Die MedKaizen Corp. (MKC) ist eine vom Management seit ca. anderthalb Jahren vorbereitete Neugründung von 3 Unternehmen. Neben der ifa united i-tech Inc. sind jeweils auch mit einem Drittel die INCOLN Corp. (IT-Unternehmen aus dem Silicon Valley) und die Emerald Knowledge Corp. (medizinisches Consultingunternehmen in Oklahoma City, OK) beteiligt.

Das Unternehmen (MKC), das eine externe Finanzierung über US Venture Partner plant, ist auf den internationalen Health IT Markt ausgerichtet. Über diese Gesellschaft tritt die ifa systems mit ihrem HIT Know-How erstmals indirekt an andere Facharztgruppen heran, die in der med. Indikation an die Ophthalmologie angrenzen. Bislang war es die Strategie der ifa systems, ausschließlich IT-Anwender in der Facharztgruppe der Ophthalmologie zu bedienen.

Die MKC wird auf der Grundlage eines langjährigen Lizenz- und Kooperationsvertrags die ifa EMR-Software in anderen medizinischen Bereichen außerhalb der Augenheilkunde vermarkten. Die erste Version für Diabetes-Spezialisten soll nach der geplanten lokalen US-Finanzierungsrunde (Kapitalaufnahme zwischen \$ 6,0 und \$ 8,0 Mio.) im Juni 2012 vorgestellt.

Beteiligung an der MedKaizen Corp.

An der neu gegründeten MedKaizen Corp., San Jose, CA, hat sich die ifa systems AG über die Tochtergesellschaft (ifa united i-tech Inc.) mit 33,3% beteiligt. Das Unternehmen (MedKaizen), das eine Finanzierung über US Venture Partner plant, ist auf den internationalen Health IT Markt ausgerichtet. Über diese Gesellschaft tritt die ifa systems mit ihrem HIT Know-How erstmals (indirekt) an andere Facharztgruppen heran. Bislang war es die Strategie der ifa systems, ausschließlich IT-Anwender in der Facharztgruppe der Ophthalmologie zu bedienen.

Vertriebs-Kooperationen sind aus unserer Sicht ein geeigneter Schritt um das enorme Potential am US Markt abzuschöpfen. Der von der ifa united i-tech gewählte Durchführungsweg der Beteiligung ist risikominimiert, da dererseits keine nennenswerten Kapitalien gestellt werden, vielmehr jedoch Know-How eingebracht (verkauft) wird und nicht zuletzt erschließt sich die ifa systems einen weiteren Distributionskanal.

Dass das im 3er Verbund geführte Unternehmen mit zusätzlich lokalem Eigenkapital (Venture Capital) ausgestattet werden soll gefällt uns gut. Es entlastet die ifa systems von weiteren Finanzierungsmaßnahmen.

Dadurch, dass über die MedKaizen Corp. zukünftig andere Facharztgruppen als die Ophthalmologie bedient werden sollen, wird die Mono-Absatzstrategie der ifa systems im (Ophthalmologie only) entfesselt. Schließlich passt bspw. die elektronische Patientenakte in alle medizinischen Disziplinen. Dadurch gibt die ifa systems ihren hohen Anspruch der Spezialisierung nicht auf.

Bilanzielle Behandlung von Software

Im Geschäftsjahr 2010 hatte die ifa systems selbsterstellte immaterielle Vermögenswerte i.H.v. € 4,2 Mio. aktiviert (Vorjahr € 3,0 Mio.). Diese Praxis stößt im Analysten- und Investorenkreis seit jüngster Zeit auf eine kritische Resonanz.

Eine Erklärung hierzu kann allenfalls das zum Geschäftsmodell gehörende Lizenzmodell liefern und eine entsprechende Ertragsanalyse liefern.

Ertragsanalyse Lizenzgeschäft 2010 / 2011

Bereich	TEUR 2010	TEUR 2011	Veränderung
Umsatz Runtime-Lizenzen pro Jahr	2.450,0	2.780,0	330,0
Aufwendungen SW Wartung	-380,0	-410,0	-30,0
Aufwendungen Support und Verwaltung	-515,0	-550,0	-35,0
Nettoertrag Lizenzen: Mietanteil	1.555,0	1.820,0	265,0
Ertragswert Dauerverträge bei Verzinsung 10%	15.550,0	18.200,0	2.650,0
Ertragswert Dauerverträge bei Verzinsung 8%	19.437,5	22.750,0	3.312,5
Ertragswert Dauerverträge bei Verzinsung 6%	25.906,3	30.321,2	4.414,9
Ergebnis aus Neugeschäft	650,0	900,0	250,0
Markterschließung USA, China, Latein Amerika	-595,0	-500,0	-95,0
Nettoertrag, Gesamt (EBIT)	1.610,0	2.220,0	610,0

Quelle: Jahresabschluss ifa systems AG; BankM Research

In der ifa Gruppe werden jährlich € 2,4 Mio. an Laufzeitlizenzen oder ähnliche wiederkehrende Erlöse verbucht. Berücksichtigt man einen Erhaltungsaufwand von 30% für diese Lizenzmodelle, so ergibt sich eine kalkulatorische Bewertung von € 18,2 bis € 22,8 Mio. unter Zugrundelegung eines Zinssatzes von 8% bzw. 10%. Nur unter diesen Umständen, d.h. mit dem nachhaltigen Ertragswert lässt sich die von der Gesellschaft praktizierte Aktivierung vertreten.

Markt- und Absatzsituation

In dieser Studie möchten wir lediglich auf das Umfeld in den USA abstellen. Das Management der ifa systems betrachtet diesen Markt derzeit für das Unternehmen als attraktiv und zieht z.Zt. dort auch die höchsten Ressourcen zusammen, die für eine weitere Erschließung notwendig sind.

Der US-Markt zählte zu Beginn der Internationalisierungsstrategie im Jahr 2008 bereits zu den von der Gesellschaft gewählten, bevorzugten Expansionsregionen. Nicht zuletzt gab das vor 2 Jahren initiierte Stimulusprogramm im Bereich Healthcare IT den Impuls für die ifa systems, das Tempo der US-Markterschließung zu beschleunigen.

Der US Markt bietet durch die staatliche Förderung in den kommenden 5 Jahren außergewöhnliche Chancen. Das realistische Investitionsvolumen der ca. 21.000 Ophthalmologen und Optometristen in den USA, die förderberechtigt sind, wird in den kommenden 5 Jahren ca. US\$ 1 Mrd. betragen.

In der nachfolgenden Tabelle haben wir eine grobe Abbildung des Wettbewerbsumfelds dargestellt, dem die Gesellschaft in den USA gegenübersteht.

Anbieter	Land	Umsatz €2011	Anteil %	Anteil Ophtalm.
ifa systems	D	11.200.000	8,68%	100,00%
NextGen	USA	4.800.000	3,72%	1,80%
CompuGroup	D	3.500.000	2,71%	1,20%
Medflow	USA	4.200.000	3,26%	100,00%
Medisoft	UK	2.000.000	1,55%	100,00%
Versasuite	USA/UK	1.800.000	1,40%	100,00%
-Zwischensumme-		27.500.000	21,32%	
EPA andere	internat.	58.900.000	45,66%	2,00%
Telemedizin and.	internat.	24.000.000	18,60%	2,50%
Sonst. IT Services	internat.	6.000.000	4,65%	2,50%
EDC Clinical Trials	internat.	15.000.000	11,63%	1,50%
Gesamt		129.000.000	101,86%	

Quelle: ifa systems AG; BankM Research

Von US-Marktvolumen kann ifa unter optimalen Bedingungen (Kapazitäten) ca. 9,0 bis 11,0% Marktanteil realisieren. Voraussetzung ist der Aufbau eines professionellen Managements in den USA, die Rekrutierung der notwendigen Kapazitäten und natürlich die Finanzierung des Wachstums.

Aus der Gruppe der dargestellten Unternehmen hebt sich die ifa systems auch wegen des hohen Spezialisierungsgrades sofort ab.

Aus unserer Sicht gibt es eine Reihe von Merkmalen und Gründen, weswegen die ifa systems in der Gruppe der „präferierten“ Healthcare IT Anbieter am US Markt wiederzufinden sein sollte:

1. Ophthalmologisches Datenmodell zur digitalen Speicherung für die EPA, Telemedizin und EDC für klinische Studien
2. Integrierte Lösungen von der EPA über Telemedizin bis zu webbasierten klinischen Studien
3. Anschlussgarantie für alle ophthalmologischen Geräte und Systeme (aktuell mehr als 450/Wettbewerb max. 150)
4. Investitionssicherheit durch offene Standards wie HL7, DICOM etc.
5. Die ifa systems ist seit 15 Jahren in internationalen Gremien aktiv
6. Benutzeroberfläche für eine leicht erlernbare und intuitive Bedienung, die von klinischen Experten mitentwickelt wurde.
7. garantierte weltweite Supportinfrastruktur (24/7) in 4 Sprachen (Englisch, Deutsch, Spanisch und Chinesisch)

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

Bewertung / Kapitalmarkt Betrachtung

Die Vergleichswerte in unserer Peer-Group haben wir nachfolgend angepasst. Demnach ergibt sich eine Bewertung aufgrund der Erfolgskennzahlen i.H.v. € 11,60 je Aktie, bezogen auf die Gewinnschätzung im Jahr 2012.

Peer-Group

Daten vom 12.03.2012		Anz.				MCap/ Sales		EV/ EBITDA		EV/ EBIT		KGV	
Gesellschaft	Ticker	Kurs	Aktien	MCAP	EV	12e	13e	12e	13e	12e	13e	12e	13e
Nemetschek	NEM.DE	31,89	9,6	296,8	231,1	1,8	1,7	6,2	5,3	8,2	6,4	15,6	11,1
fabasoft	FAA.DE	3,98	5,0	20,0	1,4	0,9	0,8	0,6	0,6	1,8	1,5	27,4	24,9
AutoDesk USD	ADSK.US	36,62	226,6	7.888,1	6.544,5	3,2	2,9	12,2	10,6	15,9	13,8	26,1	23,9
CompuGroup Medical AG	COP.DE	10,75	53,2	571,0	649,1	1,3	1,1	6,6	5,8	9,9	8,3	15,9	15,4
Geratherm Medical AG	GMEG.DE	6,35	5,0	31,9	22,7	1,4	1,2	5,7	5,1	6,9	5,8	7,9	7,8
Carl Zeiss MediTech	AFX.DE	16,81	81,3	1.375,4	908,0	1,7	1,6	6,7	6,3	7,8	7,3	16,5	14,1
Mean						1,7	1,5	6,4	5,6	8,4	7,2	18,2	16,2
Median						1,5	1,4	6,4	5,5	8,0	6,8	15,9	15,4
ifa systems	IS8	6,50	2,21	14,20	13,30	1,07	0,86	5,4	3,6	6,4	4,1	9,4	6,0
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						10,34	11,55	7,12	9,31	7,88	10,58	12,58	17,68
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						9,14	10,46	7,19	9,18	7,51	10,06	10,96	16,82
Minderung w./ geringer Liquidität		20%											
Fair value p.A. unter Anwendung des Mittelwertes						8,27	9,24	5,70	7,45	6,30	8,46	10,07	14,15
Fair value p.A. unter Anwendung des Medians						7,31	8,37	5,76	7,34	6,01	8,05	8,77	13,46

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

Die beste Vergleichsmöglichkeit einer Aktie zur ifa systems bietet aus unserer Sicht die CompuGroup Medical AG. Für die Aktie der CompuGroup wird derzeit ein KGV12 von 15,9 X und ein KGV13 von 15,4X bezahlt. Hingegen wird die ifa systems am Markt nur mit einem KGV12 von 9,4X und einem KGV13 von 6,0X bewertet.

Würde man bei der ifa systems den gleichen Bewertungsmaßstab anlegen wie bei der CompuGroup, so wäre die Aktie der ifa systems mit einem Preis von € 16,70 bezahlt.

In Perspektive zu den dargestellten Vergleichsunternehmen sollte die ifa systems AG beim prognostizierten Ergebnis pro Aktie von € 1,09 im Gj. 2013 (KGV13 = 6,0X) mit einem Preis von € 13,46 fair bewertet sein.

Free Cash-Flow Betrachtung

in '000 €	11e	12e	13e	14e	15e	16e	17e	18e	19e	20e	ab 2021
	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	TV
Umsatzwachstum		54,7%	24,3%	30,7%	20,0%	18,0%	18,0%	15,0%	14,0%	14,0%	1,0%
Umsätze	8.111,6	12.550,0	15.600,0	20.385,0	24.462,0	28.865,2	34.060,9	39.170,0	44.653,8	50.905,4	51.414,4
EBIT Marge	24,7%	16,5%	20,8%	20,1%	24,0%	24,0%	24,0%	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%
EBIT	2.006,1	2.070,0	3.250,0	4.105,0	5.870,9	6.927,6	8.174,6	6.658,9	7.144,6	7.635,8	7.712,2
Steuern	489,0	507,0	805,0	1.018,8	1.761,3	2.078,3	2.452,4	1.997,7	2.143,4	2.290,7	2.313,6
Ergebnis vor Zinsen	1.517,1	1.563,0	2.445,0	3.086,3	4.109,6	4.849,3	5.722,2	4.661,2	5.001,2	5.345,1	5.398,5
+ Abschreibungen	292,5	405,0	420,0	480,0	504,0	529,2	555,7	583,4	612,6	643,2	675,4
- Sachanlageinvestitionen	2.300,0	2.500,0	2.300,0	2.000,0	400,0	400,0	500,0	500,0	500,0	500,0	675,4
- Veränderung Work. C.	-939,3	-1.390,7	-1.185,7	-1.223,0	-1.223,0	-1.247,5	-1.272,4	-1.221,5	-1.172,7	-1.125,8	-1.080,7
= Freier CF (FCFF)	448,9	858,7	1.750,7	2.789,3	5.436,6	6.226,0	7.050,3	5.966,2	6.286,5	6.614,1	6.479,3
Endwert											47.909,3
WACC Berechnung											
Steuerquote	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Verschuldungsgrad	20,0%	20,0%	20,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Eigenkapitalkosten	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Fremdkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nachsteuerkosten des FK	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Kapitalkosten WACC	13,4%	13,4%	13,4%	14,6%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Present Value Calculation											
Present Value des FCFF		757,0	1.360,4	1.855,4	3.160,4	3.160,3	3.124,9	2.309,0	2.124,4	1.951,6	
Present Value des Endwertes											14.136,8
Die Bewertung											
PV des FCFF	19.803,4	58,3%									
+ PV des Endwertes	14.136,8	41,7%									
= Wert der oper. Vermögensgegenst.	33.940,2										
+ Wert des Cash & nicht oper. Verm.	3.661,6										
= Wert des Unternehmens	37.601,8										
- Wert von FK und Pensionsrückst.	630,0										
= Wert des Eigenkapitals	36.971,8										
Preis je Aktie	16,74										

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
16,74					
1,00	20,36	20,57	20,80	21,03	21,28
1,15	18,24	18,40	18,57	18,75	18,93
1,30	16,49	16,62	16,74	16,88	17,02
1,45	15,03	15,12	15,22	15,33	15,44
1,60	13,79	13,86	13,94	14,02	14,11

Die Umsätze und Ergebnisbeiträge geben unsere mittelfristige Prognose wieder. Das Wachstum der Gesellschaft ist im Wesentlichen auf die internationale Expansion abgestellt. Die zukünftigen Wachstumsfaktoren beruhen auf den Erkenntnissen der Leistungsfähigkeit des Unternehmens in der Vergangenheit, die in den vergangenen Jahren 25% p.a. nicht unterschritten hatte.

Zwar weichen wir im Geschäftsjahr 2012 von der Guidance des Unternehmens im Umsatz um grob € +1 Mio. ab doch bleiben wir im EBIT um - 0,5 Mio. darunter. (Guidance 2012: Gesamtleistung € 11, Mio.; EBIT mind. € 2.45 Mio.)

In den kommenden 3 Jahren wird die ifa systems vom umsatzstarken US-Markt profitieren, der durch das Stimulus-Programm begünstigt wird. Jedoch beruht die Wachstumsstrategie der ifa systems nicht nur auf dem US-Markt. Die Gesellschaft ist in Asien ebenso erfolgreich wie im europäischen Ausland.

Vor diesem Hintergrund gehen wir in den kommenden 5 Jahren von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum i.H.v. 34,4% (CGAR) aus. Die EBIT Marge ist in diesem Zeitraum mit 24,7% (CAGR) bemessen.

Es sei darauf hingewiesen, dass wir in unserem Modell ab dem Jahr 2015 eine Steuerquote von 30% ansetzen. Wir rechnen damit, dass sich die betriebliche Steuerbelastung mittelfristig wieder erhöhen wird.

In der späteren Entwicklungsphase des Unternehmens lassen wir das Umsatzwachstum auf bis zu 14% absinken. In dieser Phase reduzieren wir dann auch die operative Marge von 24% auf bis zu 15%.

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

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 € 36,9 Mio. und einen entsprechenden Wert pro Aktie von € 16,74.

Zusammenfassung

Zur Ermittlung des fairen Wertes pro Aktie gewichten wir die Ergebnisse der beiden verwendeten Verfahren mit je ½ und erhalten folgendes Ergebnis:

Ergebnis aus der FCF Berechnung::	€ 16,74
Ergebnis aus der Peer Group:	€ 13,46
	€ 30,20 X 0,5
Fairer Wert - Gewichtung zu je 50%	€ 15,10 je Aktie

Kapitalmarktbeachtung

Seitdem die ifa systems in den vergangenen 2 Jahren regelmäßig Kapitalmaßnahmen in überschaubarer Größenordnung durchgeführt hat, genießt die Aktie eine stärkere Beachtung am Markt. Das durchschnittliche Handelsvolumen liegt zwischenzeitlich bei rd. € 24.000/Tag was einer durchschnittlichen Stückzahl von rd. 4.000 entspricht.

Die institutionelle Präsenz in diesem Papier lässt immer noch zu wünschen übrig. Ausschlaggebend dafür dürfte die Marktkapitalisierung der Gesellschaft sein, welche die Hürde von € 50 Mio. bislang noch nicht nehmen konnte.

Beim derzeitigen Kurs von € 6,70/Aktie ist das Papier aus unserer Sicht mit einem KGV13 von 6,0 X stark unterbewertet.

Würde die Aktie beim fairen Wert, d.h. zu einem Kurswert von € 15,10 handeln, so wäre mit weiterer institutioneller Nachfrage zu rechnen.

In allen Fällen ist das Papier stark unterbewertet und hat aus unserer Sicht einen Nachholbedarf von 100%. Die derzeit von der Gesellschaft angebotene Kapitalerhöhung ist somit ein „Sonderangebot“. Auch für das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 wird der Aktionär nach der HV im Mai d.J. wieder mit einer Dividende von mind. 18c pro Aktie rechnen können.

Kapitalerhöhung

In einer Pressemeldung hat die ifa systems AG am 14. März 2012 bekannt gegeben, dass die Gesellschaft eine Barkapitalerhöhung beschlossen hat. Im Rahmen des Bezugsangebots werden den Aktionären bis zu 184.000 neue Stückaktien voraussichtlich im März/April im Verhältnis 12:1 angeboten. Bei vollem Bezug wird das Grundkapital der Gesellschaft nach der Kapitalerhöhung € 2.392.000 betragen. Die neuen Aktien sollen für das Geschäftsjahr 2011 voll dividendenberechtigt sein.

Das vollständige Bezugsangebot wird am 19.3. bekannt gegeben. Als Bezugspreis erwarten wir einen Wert von ca. 15% unter dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 10 Börsentage.

Tabellenanhang

Bilanz- und Bilanzprognose

Bilanz

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	10	11e	12e	13e	14e	11e	12e	13e	14e
Aktiva									
Sachanlagen	538,2	1.165,7	1.760,7	2.260,7	2.590,7	6,8	7,3	7,2	6,1
Sonstiges Anlagevermögen	8.064,4	11.633,3	17.865,0	23.553,6	31.703,8	67,9	73,9	74,8	74,2
dav. akitvierte Eigenleistung (Software)	7.047,3	8.397,3	9.157,3	10.077,3	11.227,3	49,0	37,9	32,0	26,3
Anlagevermögen	8.602,6	12.799,0	19.625,7	25.814,3	34.294,5	74,7	81,1	82,0	80,2
Vorräte	102,9	130,8	184,0	228,4	297,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Forderungen	1.726,9	1.395,6	1.163,3	943,8	1.230,4	8,1	4,8	3,0	2,9
Barmittel	688,0	2.318,6	2.537,9	3.661,1	5.823,0	13,5	10,5	11,6	13,6
Sonstiges Umlaufvermögen	378,1	480,7	676,3	839,4	1.094,2	2,8	2,8	2,7	2,6
Umlaufvermögen	2.895,9	4.325,8	4.561,5	5.672,8	8.445,3	25,3	18,9	18,0	19,8
Bilanzsumme	11.498,5	17.124,8	24.187,2	31.487,0	42.739,7	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva									
Gezeichnetes Kapital	1.840,0	2.208,0	2.208,0	2.208,0	2.208,0	12,9	9,1	7,0	5,2
Kapitalrücklagen	2.140,1	2.140,1	2.140,1	2.140,1	2.140,1	12,5	8,8	6,8	5,0
Gewinnrücklagen	3.572,4	4.708,1	5.831,7	7.849,2	10.508,1	27,5	24,1	24,9	24,6
Eigenkapital	7.552,5	9.056,2	10.179,8	12.197,3	14.856,2	52,9	42,1	38,7	34,8
Anteile Konzernfremder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	7.552,5	9.056,2	10.179,8	12.197,3	14.856,2	52,9	42,1	38,7	34,8
Rückstellungen	431,5	548,6	771,8	957,9	1.248,7	3,2	3,2	3,0	2,9
dav. Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	3.514,5	7.520,0	13.235,6	18.331,8	26.634,9	43,9	54,7	58,2	62,3
Verbindlichkeiten	3.946,0	8.068,6	14.007,4	19.289,7	27.883,5	47,1	57,9	61,3	65,2
dav. zinstragende Verbindl.	1.225,0	857,5	506,3	228,4	-82,3	5,0	2,1	0,7	-0,2
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	2.721,0	3.459,6	4.866,7	6.040,4	7.874,1	20,2	20,1	19,2	18,4
Bilanzsumme	11.498,5	17.124,8	24.187,2	31.487,0	42.739,7	100,0	100,0	100,0	100,0

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

GuV-Rechnung und Prognose

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	10	11e	12e	13e	14e	11e	12e	13e	14e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
Umsätze - ifa united it-tech Inc.	N/A*)	1.347,0	5.140,0	7.485,0	11.290,0	N/A	281,6	45,6	50,8	48,2
Umsätze - ifa systems AG	N/A*)	5.759,9	6.450,0	7.015,0	7.715,0	N/A	12,0	8,8	10,0	9,4
Umsätze - IAG/INOVEON	N/A*)	1.004,7	960,0	1.100,0	1.380,0	N/A	-4,4	14,6	25,5	19,9
Umsatz	6.248,2	8.111,6	12.550,0	15.600,0	20.385,0	29,8	54,7	24,3	30,7	34,4
Aktivierete Eigenleistungen	1.193,5	1.350,0	760,0	920,0	1.150,0	13,1	-43,7	21,1	25,0	-0,9
Gesamtleistung	7.441,7	9.461,6	13.310,0	16.520,0	21.535,0	27,1	40,7	24,1	30,4	30,4
Materialaufwand	685,8	620,0	1.850,0	1.950,0	2.400,0	-9,6	198,4	5,4	23,1	36,8
Rohertrag	6.755,9	8.841,6	11.460,0	14.570,0	19.135,0	30,9	29,6	27,1	31,3	29,7
Sonstige betriebliche Erträge	726,0	690,0	400,0	200,0	200,0	-5,0	-42,0	-50,0	0,0	-27,6
Personalaufwand	2.678,4	3.398,0	5.110,0	6.150,0	8.700,0	26,9	50,4	20,4	41,5	34,2
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.011,6	3.835,0	4.275,0	4.950,0	6.050,0	27,3	11,5	15,8	22,2	19,1
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	1.791,9	2.298,6	2.475,0	3.670,0	4.585,0	28,3	7,7	48,3	24,9	26,5
Abschreibungen	93,1	292,5	405,0	420,0	480,0	214,2	38,5	3,7	14,3	50,7
Betriebsergebnis (EBIT)	1.698,8	2.006,1	2.070,0	3.250,0	4.105,0	18,1	3,2	57,0	26,3	24,7
Zinserträge	58,7	60,0	0,0	0,0	0,0	2,2	-100,0	0,0	0,0	-100,0
Zinsaufwand	92,2	110,2	42,0	30,0	30,0	19,5	-61,9	-28,6	0,0	-24,5
Finanzergebnis	-33,5	-50,2	-42,0	-30,0	-30,0	49,9	-16,3	-28,6	0,0	-15,8
Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	1.665,3	1.955,9	2.028,0	3.220,0	4.075,0	17,5	3,7	58,8	26,6	25,1
Außerord. Ergebnis (Ertrag +, Aufw. -)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	1.665,3	1.955,9	2.028,0	3.220,0	4.075,0	17,5	3,7	58,8	26,6	25,1
Ertragssteuern	418,1	489,0	507,0	805,0	1.018,8	17,0	3,7	58,8	26,6	24,9
Ergebnis nach Steuern	1.247,2	1.466,9	1.521,0	2.415,0	3.056,3	17,6	3,7	58,8	26,6	25,1
Anteile Dritter	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0
Adj. Ergebnis nach Steuern	1.247,5	1.466,9	1.521,0	2.415,0	3.056,3	17,6	3,7	58,8	26,6	25,1
Firmenwertabschreibungen (Goodwill)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	93,1	292,5	405,0	420,0	480,0	214,2	38,5	3,7	14,3	50,7
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	1.698,8	2.006,1	2.070,0	3.250,0	4.105,0	18,1	3,2	57,0	26,3	24,7
Adj. Anzahl der Aktien	1.840	2.208	2.208	2.208	2.208	20,0	0,0	0,0	0,0	4,7
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	0,68	0,66	0,69	1,09	1,38	-2,0	3,7	58,8	26,6	19,5
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,68	0,66	0,69	1,09	1,38	-2,0	3,7	58,8	26,6	19,5
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,73	0,80	0,87	1,28	1,60	9,4	9,5	47,2	24,7	21,8

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	10	11e	12e	13e	14e	11e	12e	13e	14e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
Adj. Ergebnis nach Steuern	1.247,5	1.466,9	1.521,0	2.415,0	3.056,3	17,6	3,7	58,8	26,6	25,1
+ Abschreibungen	93,1	292,5	405,0	420,0	480,0	214,2	38,5	3,7	14,3	50,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
= Cash Earnings	1.340,6	1.759,4	1.926,0	2.835,0	3.536,3	31,2	9,5	47,2	24,7	27,4
+ Anteile Dritter	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
- Veränderungen im Net Working Capital	595,5	-939,3	-1.390,7	-1.185,7	-1.223,0	-257,7	48,1	-14,7	3,1	n.a.
= Operating Cash Flow	745,4	2.698,7	3.316,7	4.020,7	4.759,3	262,0	22,9	21,2	18,4	59,0
- Investitionen in Sachanlagen	2.896,3	2.300,0	2.500,0	2.300,0	2.000,0	-20,6	8,7	-8,0	-13,0	-8,8
= Freier Cash Flow	-2.150,9	398,7	816,7	1.720,7	2.759,3	-118,5	104,9	110,7	60,4	90,6
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	905,9	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
- Dividende (Vorjahr)	244,4	331,2	397,4	397,4	397,4	35,5	20,0	0,0	0,0	12,9
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	2.610,5	2.763,1	0,0	0,0	0,0	5,8	-100,0	0,0	0,0	-100,0
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
+ Bankverbindlichkeiten	1.303,0	-1.200,0	-200,0	-200,0	-200,0	-192,1	-83,3	0,0	0,0	n.a.
Zufuss Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	612,3	1.630,6	219,3	1.123,2	2.161,8	166,3	-86,6	412,2	92,5	37,1

*) Im Geschäftsjahr 2010 wurden noch keine Segmente berichtet

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, Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Rüdiger Holzammer

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere 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.

Hinweis gem. § 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	27.4.2010	Kaufen	€ 9,15
Rüdiger Holzammer	29.7.2010	Kaufen	€ 10,22
Rüdiger Holzammer	13.9.2010	Kaufen	€ 11,52
Rüdiger Holzammer	16.3.2011	Kaufen	€ 13,35
Rüdiger Holzammer	2.8.2011	Kaufen	€ 11,25
Rüdiger Holzammer	7.12.2011	Kaufen	€ 11,88

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen 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 zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten geringfügige inhaltliche Änderungen.

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

Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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.

NEUTRAL: 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:

15.03.2012

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

Schlusskurse vom 12.03.2012

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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ist bei der aktuell angekündigten Kapitalerhöhung der ifa systems AG als Sole Lead Manger und Sole Bookrunner mandatiert und war bei der Kapitalerhöhung im Mai 2011 als Sole Lead Manager und Sole Bookrunner beauftragt und in diesem Zusammenhang an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), sowie im Zusammenhang der Tätigkeit der BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG gebundene Vermittler der biw Bank für Investments und Wertpapiere 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.
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte 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 Interessenkonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und 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 Bank für Investments und Wertpapiere 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 der BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Der Analyst hat zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Der auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführte Analyst erklärt, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen seine eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegelt und seine Vergütung weder direkt noch indirekt von seinen Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

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

C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 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 eine Empfehlung noch ein Angebot oder 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 in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

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

© 2012 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

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