

Report

Aktien | Deutschland | Software
17. Juni 2010

Softship AG



Empfehlung: Kaufen

Risiko: Hoch

Akt. Kurs: EUR 2,30

Fairer Wert: EUR 3,58

Sektor: Software

Reuters Code: SFOG.F

Bloomberg Code: SFO GR

Internetseite: www.softship.de

Fiskaljahrende: Dezember

Handelszahlen:

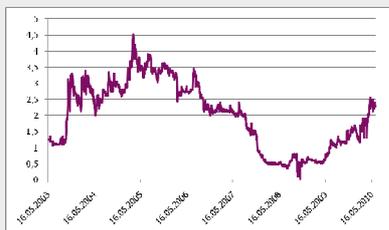
Hoch –Tief 52w (EUR): 2,64 – 0,9

Kapitalisierung (in EUR Mio.): 4,31

Ausst. Aktien (in Mio.): 1,88

Free Float: 56,4%

Kursverlauf:



Finanzkalender:

21. August 2010: H1 2010

Datum und Zeitpunkt der Kurse:

17. Juni 2010, 14:00 MEZ

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA

VEM Aktienbank

r.saier@vem-aktienbank.de

T +49 (0) 89 30 903 - 4881

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 21

...auf der Erfolgswelle

Das Hamburger Softwareunternehmen Softship AG entwickelt und vertreibt weltweit erfolgreich Softwarelösungen und bietet Dienstleistungen für die Schifffahrts- und Luftverkehrsindustrie an. Im ersten Quartal 2010 war das Unternehmen in der Lage, seinen Umsatz um 12,8% gegenüber dem Vorjahresquartal auf EUR 1,767 Mio. zu erhöhen. Die EBIT Marge konnte auf 11,2% gesteigert werden. Historisch bewegte diese sich noch im einstelligen Bereich. Wir glauben, dass die Softship AG auch in Zukunft erfolgreich agieren und wachsen sollte. Unser fairer Wert pro Aktie liegt bei EUR 3,58, was einem Unternehmenswert von EUR 6,73 Mio. entspricht. Wir raten die Aktie zu kaufen.

Hauptpunkte

- > Die Schifffahrts- und Luftfahrtsindustrie war und ist immer noch von der Weltwirtschaftskrise betroffen und kämpft mit Überkapazitäten. Unternehmen sind gezwungen, ihre Betriebsprozesse zu optimieren. Dies sollte sich positiv auf die Nachfrage nach Produkten der Softship AG auswirken.
- > Das Unternehmen baut seine attraktive Produktpalette weiter aus und investiert vermehrt in ein erfahrenes Entwicklungsteam. Dies sollte die Neukundengewinnung im In- und Ausland erleichtern.
- > Die Softship AG verfügt mit aktuell EUR 1,59 Mio. über genügend liquide Mittel, um ihre Expansionspläne durch- und fortzusetzen.

Finanzen

Wir erwarten, dass sich die positive Entwicklung des ersten Quartals 2010 fortsetzen sollte, und rechnen für das Gesamtjahr 2010 mit einem Umsatzwachstum von 8% gegenüber 2009 auf EUR 7,39 Mio.. Die operative Gewinnmarge sollte 9,6% betragen. Ab 2011 kalkulieren wir mit EBIT Margen im unteren zweistelligen Bereich. Die zukünftigen Investitionen sollten sich im Rahmen halten und wir rechnen längerfristig mit einem weiteren Ausbau des Cashbestandes. Dieser sollte am Ende des Geschäftsjahres 2010 EUR 1,589 Mio. betragen.

Bewertung

Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell.

(in EUR Mio.)	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatz	4,81	6,22	6,84	7,39	8,13
EBITDA Marge	-23,0%	6,7%	13,1%	11,8%	13,4%
EBIT Marge	-30,3%	2,2%	9,4%	9,6%	11,3%
Nettogewinn	(1,5)	0,2	0,6	0,6	0,7
Gewinn Pro Aktie	(0,83)	0,09	0,31	0,31	0,40
Kurs/Umsatz				0,59	0,53
Kurs/Gewinn				7,5	5,8
Kurs/Buchwert				1,46	1,29

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Swot Analyse	3
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren	3
Bewertung	4
DCF Bewertung	4
Unternehmensprofil	6
Das Geschäftsmodell	6
Die Produkte	8
Schifffahrt	8
Luftfahrt	9
Das Management und die Mitarbeiter	9
Das Wettbewerbsumfeld	10
Die Aktionärsstruktur	10
Die Werttreiber	12
Kostendruck bei Schifffahrts- und Luftfahrtsunternehmen führt zu höherer Nachfrage	12
Neue Produkte	12
Vermarktung und Distribution	13
Höhere Effizienz	13
Finanzen	14
Rückblick	14
Ausblick	15
Anhang	17
Gewinn- und Verlustrechnung	17
Bilanz	18
Cash Flow	19
Kennzahlen	20
Legal Disclaimer	21

Swot Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Die Softship AG verfügt über eine attraktive Produktpalette mit modularen Aufbaumöglichkeiten, welche regelmäßig mit neuen Anwendungen erweitert wird. • Das Unternehmen hat ein weltweites Vertriebsnetz aufgebaut und kann somit überproportional vom globalen Nischenmarkt Schifffahrt/Luftfahrt profitieren. • Die Softship AG verfügt über ein gut ausgebildetes und erfahrenes Mitarbeiterteam. 	<ul style="list-style-type: none"> • Historisch ist das Unternehmen nur unterproportional gewachsen und zeichnet sich durch für die Softwareindustrie geringe Gewinnmargen aus. • Die Ergebnisse der Softship AG sind abhängig vom Erfolg weniger Mitarbeiter in Schlüsselpositionen. • Aktuell sind nur geringe Synergien zwischen der Schifffahrts- und Luftfahrtsbranche
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Der oligopolistische Markt macht die Wettbewerbssituation überschaubar und den Preisdruck geringer. • Verschärfte gesetzliche Auflagen erhöhen die Dokumentenpflicht und somit die Nachfrage nach dem Einsatz einer Softship Lösung. • Softships Zielbranchen sind zu weiteren Effizienzsteigerungen gezwungen und investieren in attraktive kosteneinsparende Lösungen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Schifffahrtsindustrie ist sehr konservativ, was generell den Innovationswillen hemmt und Entscheidungsprozesse verlangsamt. • Die globale Präsenz erhöht die Kostenstruktur des Unternehmens. • Die Konkurrenzunternehmen sind hauptsächlich in Billiglohnländern angesiedelt, was diesen einen gewissen Wettbewerbsvorteil gibt.

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Das Unternehmen hält am 2. Juli 2010 seine Hauptversammlung ab. Das Management wird sich zu der aktuellen und zukünftigen Entwicklung des Unternehmens äußern und unserer Erwartung nach einen positiven Ausblick geben.
- Wir erwarten, dass der Newsflow vor allem im Bezug auf Produktinnovationen und Vertrieb ansteigt, was neues Interesse an einem Finanzengagement wecken könnte.

Bewertung

Wir errechnen einen fairen Unternehmenswert der Softship AG mittels eines Discounted Cash flow Modells (DCF).

Auf eine Peer Gruppen Analyse haben wir verzichtet. Zum einen sind nur wenige mit der Softship AG ähnliche Unternehmen an der Börse notiert, und zum anderen machen die größeren börsennotierten Softwarehäuser nur einen geringen Umsatz mit vergleichbaren Softwarelösungen.

DCF Bewertung

Wir verwendeten den Free Cash Flow zu Equity (FCFE), um den DCF Wert des Eigenkapitals der Softship AG zu berechnen. Als langfristige Wachstumsrate nahmen wir einen Wert von 2,5% an. Wir verwendeten Kapitalkosten von 12,04%. Es ist uns durchaus bewusst, dass diese Methodik einige Risiken beinhaltet. Deshalb haben wir zusätzlich eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um verschiedene Szenarien durchspielen zu können.

Die DCF Methode ergab einen fairen Unternehmenswert von EUR 6,73 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 3,58 entspricht. Der aktuelle Aktienpreis steht bei EUR 2,32. Unsere Anlageempfehlung lautet „Kaufen“.

DCF Modell

(in EUR Mio)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Nettoeinkommen				0,58	0,75	0,66	0,63	0,59	0,55	0,58	0,61
(+) Abschreibungen und Amortisation				0,16	0,18	0,17	0,18	0,19	0,20	0,21	0,22
(-) Cash flow aus working capital				0,08	(0,13)	(0,14)	(0,09)	(0,09)	(0,10)	(0,10)	(0,11)
(-) Investitionsaufwand				(0,16)	(0,18)	(0,17)	(0,18)	(0,19)	(0,20)	(0,21)	(0,22)
(-) Schuldenveränderung				-	-	-	-	-	-	-	-
FCFE				0,66	0,62	0,52	0,54	0,50	0,45	0,48	0,50
FCFE adjustiert				0,66	0,62	0,52	0,54	0,50	0,45	0,48	0,50
PV der FCFE				0,62	0,52	0,39	0,36	0,30	0,24	0,23	0,21
Summe der PV der FCFE - 1. Phase	1,52										
Summe der PV der FCFE - 2. Phase	1,34										
Langfristige Wachstumsrate	2,5%										
Terminal Value	5,39										
PV des Terminal Values	2,28										
PV des FCFE	5,14										
(+) Liquide Mittel	1,59										
	6,73										

Source: VEM Aktienbank

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% von Total
PV - 1. Phase	1,52	22,6%
PV - 2. Phase	1,34	19,9%
PV des Terminal Value	2,28	33,9%
Cash	1,59	23,6%
Unternehmenswert	6,73	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	12,04%
Beta	1,30
Risikoprämie	7,0%
Risikoloser Zinssatz	3,0%

Source: VEM Aktienbank

Sensitivitätsanalyse

Unternehmenswert in EUR Mio.							Wert pro Aktie in EUR						
Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC							WACC						
9,0%	8,015	8,252	8,523	8,836	9,201	9,632	9,0%	4,26	4,39	4,53	4,70	4,89	5,12
9,5%	7,667	7,871	8,101	8,364	8,667	9,022	9,5%	4,08	4,19	4,31	4,45	4,61	4,80
10,0%	7,359	7,534	7,731	7,955	8,210	8,505	10,0%	3,91	4,01	4,11	4,23	4,37	4,52
10,5%	7,082	7,235	7,405	7,596	7,813	8,061	10,5%	3,77	3,85	3,94	4,04	4,16	4,29
11,0%	6,833	6,966	7,114	7,279	7,465	7,676	11,0%	3,63	3,71	3,78	3,87	3,97	4,08
11,5%	6,608	6,725	6,854	6,997	7,158	7,338	11,5%	3,51	3,58	3,65	3,72	3,81	3,90
12,0%	6,403	6,506	6,619	6,745	6,884	7,040	12,0%	3,41	3,46	3,52	3,59	3,66	3,74
12,5%	6,215	6,307	6,407	6,517	6,639	6,774	12,5%	3,31	3,35	3,41	3,47	3,53	3,60
13,0%	6,044	6,125	6,214	6,311	6,418	6,536	13,0%	3,21	3,26	3,31	3,36	3,41	3,48
13,5%	5,885	5,958	6,037	6,123	6,218	6,322	13,5%	3,13	3,17	3,21	3,26	3,31	3,36
14,0%	5,739	5,804	5,875	5,952	6,036	6,127	14,0%	3,05	3,09	3,12	3,17	3,21	3,26
14,5%	5,603	5,662	5,725	5,794	5,869	5,950	14,5%	2,98	3,01	3,05	3,08	3,12	3,17

Source: VEM Aktienbank

Unternehmensprofil

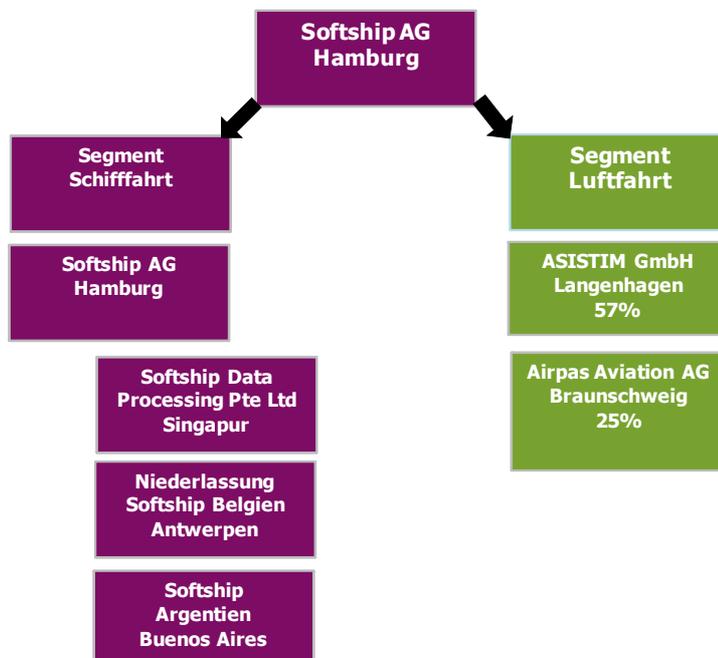
Das Geschäftsmodell

Die Softship AG wurde 1989 gegründet, hat ihren Hauptsitz in Hamburg und ist seit 2001 an der Börse in Frankfurt und Hamburg notiert. Das Unternehmen entwickelt und vertreibt Lösungen hauptsächlich für Logistikprozesse in der Schifffahrtsindustrie. Zudem ist die Softship AG mit 25% an der Airpas Aviation AG mit Sitz in Braunschweig und mit 57% an der ASISTIM GmbH in Langenhagen beteiligt. Die Airpas Aviation AG konzentriert sich auf Anwendungslösungen für die Luftfahrt im Bereich Kostenrechnung und Emissionsmanagement. Die ASISTIM GmbH bietet verschiedene Dienstleistungen für die Luftfahrtindustrie wie z.B. Navigation, Training, Crewing etc. an.

Um ihre Produktpalette bietet die Softship AG weitere Dienstleistungen wie Schulungen , Wartungen und Hosting an. Die Produkte finden weltweit ihre Anwendung. Bislang hat das Unternehmen mehr als 200 Softwareinstallationen durchgeführt.

Außer dem Stammhaus in Hamburg hat die Softship AG ein Tochterunternehmen in Singapur, eine Repräsentanz in Buenos Aires/Argentinien und eine Niederlassung Antwerpen/Belgien. Anfang Juni 2010 wurde eine Repräsentanz in den New York/USA zu eröffnet.

Organigramm der Softship AG

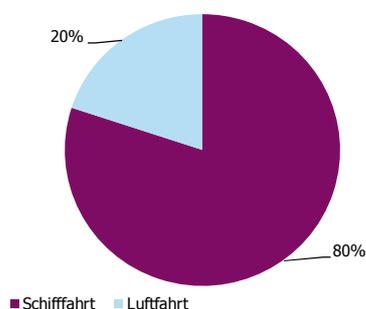


Source: Softship AG

Im Geschäftsjahr 2009 erzielte das Unternehmen einen Gesamtumsatz von EUR 6,84 Mio., was einem Wachstum von 10% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die operative Gewinnmarge betrug 9,3%. Der Kassenbestand betrug EUR 1,1 Mio. (Vorjahr: EUR 0,439 Mio.).

80% des Gesamtumsatzes erzielt das Unternehmen mit dem Segment Schifffahrt, 20% wurde mit der Luftfahrtsindustrie generiert.

Umsatzverteilung nach Segmenten (2009)



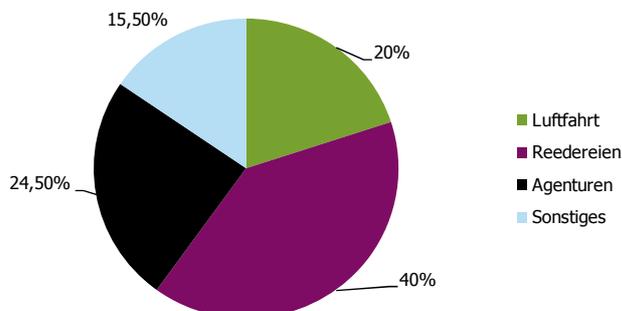
Source: Softship AG

Die Kunden der Softship AG sind über den ganzen Globus verteilt. Bei der Schifffahrt umfasst das Interessentenuniversum circa 1000 Liniendienste und einige tausend Schiffsmakler. Innerhalb des Bereichs Schifffahrt ist der Großteil der Kunden Reedereien (50%), gefolgt von Agenturen (30%). Hinzu kommen Transport- und Logistikunternehmen sowie Terminals.

Zu den Kunden im Segment Luftfahrt gehören renommierte Unternehmen wie Air Berlin oder TUIfly, aber auch Fluggesellschaften mit weniger als 10 Flugzeugen.

Einige wenige aber wichtige Kunden mit Individualprojekten stammen aus anderen Branchen.

Umsatzverteilung nach Kunden (2009)



Source: Softship AG

Die Produkte

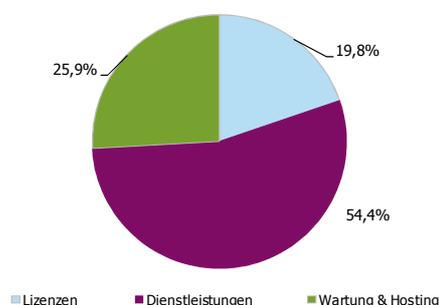
Die Softship AG unterteilt ihr Unternehmen und damit auch ihre Produktpalette in die Segmente Schifffahrt und Luftfahrt.

Diese lassen sich wie folgt beschreiben:

Schifffahrt

In dem Segment Schifffahrt bietet das Unternehmen Standardsoftwarelösungen mit kundenspezifischen Adaptionen an. Diese werden von Reedereien und Agenturen für die Transportabwicklung, das Containerparkmanagement sowie die Schadensbearbeitung eingesetzt. Die Einnahmequellen bestehen aus Lizenzen, einem Dienstleistungsbereich (Programmierung, Schulung, Beratung) sowie aus Wartung und Hosting. Die beiden Hauptprodukte werden unter dem Markennamen LIMA (für Reedereien) und ALFA (für Agenturen) vertrieben. Beide sind modular aufgebaut und können problemlos um zusätzliche Funktionen erweitert werden.

Umsatzverteilung Schifffahrt nach Einnahmequellen (2009)



Source: Softship AG

Die Lizenzeinnahmen sind für ein Software Unternehmen essenziell. Denn mit ihnen folgen Zusatzumsätze mit auf Jahren hinaus wiederkehrenden Zahlungen aus Wartung, Schulungen, Softwareupdates und Ähnlichem. 2009 erzielte die Softship AG mit Lizenzen einen Umsatz von EUR 1,03 Mio. (knapp 20% der Gesamtumsätze im Bereich Schifffahrt). Insgesamt verkaufte das Unternehmen 18 neue Lizenzen mit einem durchschnittlichen Volumen von EUR 58 Tsd.. Dies ist 70,5% höher als das Durchschnittsvolumen im Vorjahr. Wir interpretieren größere Aufträge als ein sehr gutes Zeichen. Die Profitabilität sollte sich dadurch erhöhen.

Hauptabnehmer waren mit knapp 90% des Gesamtvolumens Reedereien gefolgt von Agenten (10% der Lizenzeinnahmen).

Der größte Umsatzträger 2009 im Segment Schifffahrt waren Dienstleistungen mit 54,4% am Gesamtumsatz. Nichtsdestotrotz bekam die Softship AG die weltweite Wirtschaftskrise in diesem

Bereich am meisten zu spüren, da sich die bestehenden Kunden mit Schulungen und dem Erwerb von Updates deutlich zurückhielten. Trotz allem entsprachen die Umsätze dem Vorjahresniveau.

Auf Wartung und Hosting entfielen mit EUR 1,36 Mio. 26% des Schifffahrtsumsatzes. Dies entspricht einer sehr erfreulichen Steigerung von 19,2% gegenüber dem Vorjahr.

Luftfahrt

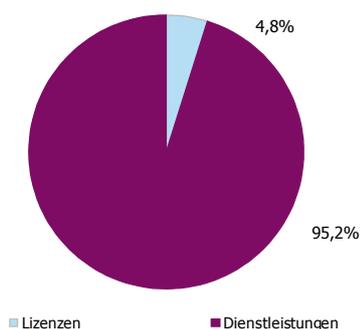
Die Softship AG hat im Bereich Luftfahrt zwei Beteiligungen. An der ASISTIM GmbH ist die Softship AG zu 57% beteiligt. Diese wird somit voll konsolidiert. Die Beteiligung an der Airpas Aviation AG beträgt 25%.

Die Dienstleistungen der ASISTIM GmbH werden von kleineren Flugunternehmen in Anspruch genommen, welche über nur wenig Personal verfügen. Somit ist eine Ausgliederung verschiedener Dienstleistungen sinnvoll. Die Airpas Aviation AG unterstützt Fluggesellschaften im Bereich Kostenrechnung (Planung, Entwicklung, Controlling) und Emissionsmanagement (Berichterstattung, Prüfung, Handel von Emissionszertifikaten).

Mit beiden Unternehmen wurde 2009 ein Gesamtumsatz von EUR 1,39 Mio. erzielt.

Die Einnahmequellen aus dem Segment „Luftfahrt“ bestehen aus Lizenzen, einem Dienstleistungsbereich (Programmierung, Schulung, Beratung) sowie Wartung und Hosting. Die Hauptumsatzquelle ist der Bereich Dienstleistungen (Programmierung, Wartung, Schulung, Beratung) mit einem Anteil von 95% des Gesamtumsatzes. Auf Lizenzeinnahmen entfielen 5%.

Umsatzverteilung Luftfahrt (2009)



Source: Softship AG

Das Management und die Mitarbeiter

Der Vorstand der Softship AG besteht aus Detlef Müller und Thomas Wolff. Herr Müller zeigt sich verantwortlich für die Bereiche Finanzen & Produktion. Er ist Diplom Wirtschaftsinformatiker und ist seit 1994 in der Geschäftsleitung der Softship AG. Auch Herr Wolff ist seit 1994 in der Geschäftsleitung und

ist für die Bereiche Produktion und Vertrieb zuständig. Die jahrelange Unternehmenszugehörigkeit demonstriert die große Erfahrung der beiden Vorstände und garantiert eine hohe Stabilität.

Auch die Mitarbeiter zeichnen sich durch langjährige Loyalität dem Unternehmen gegenüber aus. Die durchschnittliche Betriebszugehörigkeit beträgt circa 7 Jahre. Die meisten Mitarbeiter sind in Hamburg (insgesamt 41), in Singapur sind es 16 Angestellte. Es sind neben den Verwaltungsangestellten vor allem Diplominformatiker, Systemingenieure, Wirtschaftswissenschaftler und Vertriebsexperten; alle mit einer hohen Fachkenntnis in der Schifffahrtsindustrie.

Das Wettbewerbsumfeld

Es gibt nicht viele Unternehmen, welche spezifische Schifffahrts- bzw. Luftfahrtssoftware anbieten, und der „offizielle“ Markt hat quasi einen oligopolistischen Charakter. Viele große Schifffahrts- wie auch Luftfahrtsunternehmen verwenden eine selbsterstellte Software. Auch die Zielkunden der Softship AG haben oft „selbstgebastelte“ Softwarelösungen in Betrieb. Nicht selten basieren diese auf Excel und laufen alles andere als stabil bzw. sind nicht mit externer Software integrierbar.

Es gibt aber einige wenige Hauptwettbewerber der Softship AG. Eindeutige Kostenvorteile besitzen die indischen Konkurrenten, da diese auf im Vergleich zu Deutschland billige Arbeitskräfte im immer noch Billiglohnland Indien zurückgreifen können. Einer der in Indien beheimateten Konkurrenten der Softship AG ist die Four Soft Ltd..

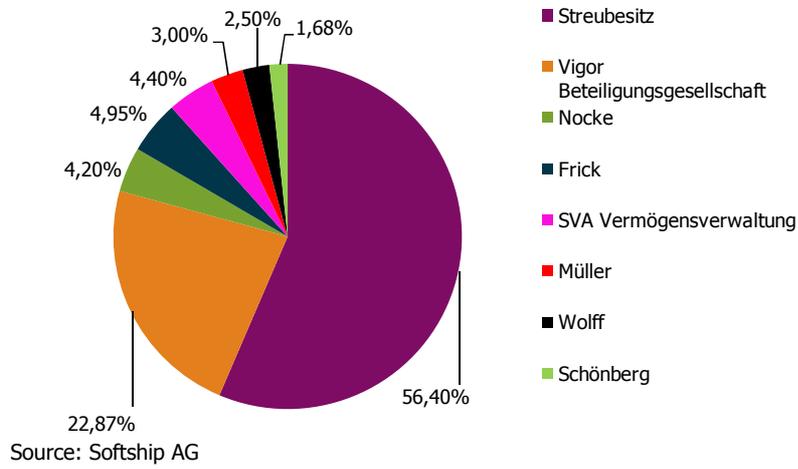
Hinzu kommen die die US amerikanische N.Y. Trade Ship und die norwegische Shipnet AS, welche auch in Hamburg eine Dependenz hat.

Führende Softwarehäuser - wie die deutsche SAP AG oder US amerikanische Oracle - spielen als Konkurrent der Softship AG keine Rolle, da diese in der Kernkompetenz der Softship AG keine passende Software anbieten.

Die Aktionärsstruktur

Das Unternehmen verfügt über 1,877 Mio. Aktien, wovon sich 56,4% im Streubesitz befinden. Mit einem Anteil von 22,9% ist die Vigor Beteiligungsgesellschaft, ein Unternehmen des Warburg Verbundes aus Hamburg, der größte institutionelle Investor. Zweigrößter institutioneller Investor ist die SVA Vermögensverwaltung aus Stuttgart.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Die Werttreiber

Die zukünftige Geschäftsentwicklung der Softship AG wird von der Entwicklung verschiedenster Faktoren abhängen. Diese sind makroökonomischer, sektor- wie auch unternehmensspezifischer Natur. Wir glauben, dass die optimale Kombination der Werttreiber dazu führen dürfte, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren ein höheres Umsatzwachstum als in den vergangenen Jahren erzielen wird. Längerfristig rechnen wir mit einem Ausbau der Gewinnmargen.

Folgende Werttreiber für die Unternehmensentwicklung der Softship AG haben wir identifiziert:

Kostendruck bei Schifffahrts- und Luftfahrtsunternehmen führt zu höherer Nachfrage

Trotz der langsam anziehenden Wirtschaftsentwicklung befindet sich die Schifffahrtsindustrie weiterhin in der Krise. Überkapazitäten dominieren den Markt. Die Ertragslage der Reedereien ist angespannt. Dies sollte sich in den nächsten 2 Jahren nicht massiv verbessern.

Wir gehen davon aus, dass in der Zukunft Reedereien weiterhin gezwungen sein werden, ihre Kosten unter Kontrolle zu haben. Kostensenkungsmaßnahmen werden zwar schon seit ein paar Jahren durchgeführt, wir rechnen aber auch in Zukunft mit einer Fortdauer der Maßnahmen. Dies sehen wir als positiv für die Absatzmöglichkeit der Produkte der Softship AG. Denn die Lösungen der Softship AG ermöglicht es der Schifffahrtsindustrie, längerfristig die Kosten zu senken und eine höhere Produktivität und Effizienz zu erzielen.

Zudem konzentrieren sich die großen Reedereien vermehrt auf wenige Häfen. Auch das spart den Unternehmen Kosten ein. Allerdings erfordert dies den Einsatz von Zubringerdiensten in kleine Häfen. Die großen Reedereien führen diesen Service nicht durch, sondern dieser wird von kleinen Reedereien übernommen (sogenannte Feederdienste), welche wiederum auch die Zielkunden der Softship AG sind. Dies sollte eine zusätzliche Nachfrage nach Software Produkten der Softship AG generieren.

Auch im Bereich Luftfahrt ist der Wettbewerbsdruck enorm, und Unternehmen sehen sich gezwungen, höchst kosteneffizient zu arbeiten, um nicht in die Insolvenz zu geraten. Hier dürfte die Softship AG längerfristig durch ihre Beteiligung an der Airpas Aviation AG in der Lage sein, vermehrt Softwareprodukte im Bereich Kostenrechnung und Emissionsmanagement an kleine Fluggesellschaften zu verkaufen.

Neue Produkte

Wir rechnen damit, dass die Softship AG ihre bestehende Produktpalette auch weiterhin erweitern und optimieren wird. Dafür setzt das Unternehmen ein Spezialistenteam ein, welches an der Entwicklung neuer Produkte arbeitet. Dabei dürften zukünftig Webapplikationen eine große Rolle spielen. Auch der Trend zum „Cloud Computing“ bzw. „on demand“ Software wird von der Softship AG angegangen.

Wie vom Management zu erfahren war, entwickelt das Unternehmen auch eine neue Applikation für kleine bis mittelgroße Terminals. Mit der neuen Software dürfte das Management von Terminals vereinfacht werden.

Vermarktung und Distribution

Neben der Entdeckung neuer und Weiterentwicklung bestehender Softwareprodukte ist die Vermarktungs- und Vertriebskompetenz von enormer Wichtigkeit für den zukünftigen Erfolg der Softship AG. Das beste Software Produkt ist sinnlos, wenn es nicht erfolgreich vertrieben und verkauft wird. Zudem ist das Unternehmen stark davon abhängig, neue Lizenzen zu generieren, was eine besondere Vertriebsstrategie erfordert. Denn diese garantieren längerfristig eine hohe Stabilität in der Umsatz- wie auch Gewinnentwicklung, da den neuen Lizenzen Folgeaufträge folgen.

Das Unternehmen investiert kräftig in die effizienteste und optimale direkte Vermarktungsstrategie. Die Softship AG hat das Vertriebsnetz ausgebaut, ist global aufgestellt, hat Vertriebsmitarbeiter mit jahrelanger Erfahrung eingestellt.

Ein Anziehen des Neukundengeschäftes dürfte die Folge sein. Aber auch höhere Umsätze bei Bestandskunden dürften eintreten. Dies alles sollte dazu führen, dass die Softship AG in Zukunft in der Lage sein sollte, ihr Wachstum überproportional zu steigern.

Höhere Effizienz

Die Softship AG wird vermehrt darauf achten, kosteneffizient zu arbeiten. Dabei wird ein großer Wert auf Kostenkontrolle und ein optimales Einsetzen der Ressourcen gelegt. Weiteres Einsparungspotenzial sehen wir vor allem im Bereich Personal. Das Unternehmen hat bereits ein erfolgreiches Team in Singapur eingesetzt, welches sehr kosteneffizient arbeitet. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen wird und neues Personal zwar auch in Deutschland aber vor allem in Singapur aufgebaut wird.

Höhere Margen sollten die Folge sein.

Finanzen

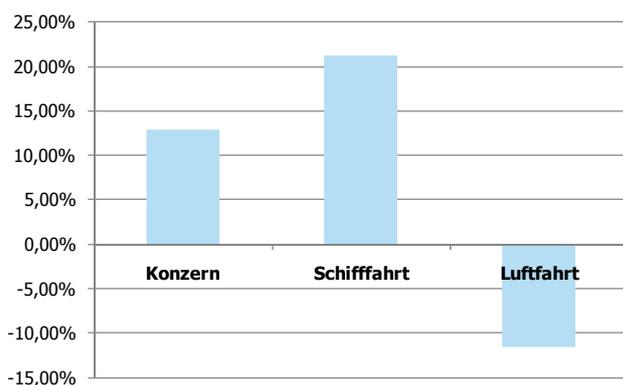
Rückblick

Nachdem das Unternehmen bereits im Krisenjahr 2009 ein Umsatzwachstum von 10% und eine EBIT Marge von 9% erzielen konnte, ist die Softship AG auch erfolgreich in das Geschäftsjahr 2010 gestartet. Im ersten Quartal 2010 betrug der Gesamtumsatz EUR 1,767 Mio. und war somit um 12,8% höher als der Umsatz des Vergleichs quartals im Jahr 2009. Die EBIT Marge konnte ebenfalls erfreulich ausgebaut werden und betrug sehr gute 11,2%. Im Vergleichs quartal des Vorjahres betrug die operative Gewinnmarge noch schwache 1%.

Besonders erfolgreich war das Unternehmen im Segment Schifffahrt. Der Umsatz konnte um 21,1% auf EUR 1,413 Mio. gesteigert werden. Hier verbuchte das Unternehmen hauptsächlich im Dienstleistungsbereich ein überproportionales Wachstum. Vor allem mit Neukunden aus dem letzten Jahr konnten wichtige Umsätze generiert werden; ein weiteres Zeichen dafür, wie entscheidend die Gewinnung neuer Kunden ist.

Im Bereich Luftfahrt sieht die Umsatzentwicklung auf den ersten Blick weniger positiv aus. Dieser ging um -11,5% im Vergleich zum Quartal 2009 auf EUR 0,354 Mio. zurück. Positiv ist anzumerken, dass die Softship AG im ersten Quartal 2010 neue Kunden akquirieren und mit diesen neue Verträge abschließen konnte. Daraus sollten erste Umsätze noch im Geschäftsjahr 2010 folgen.

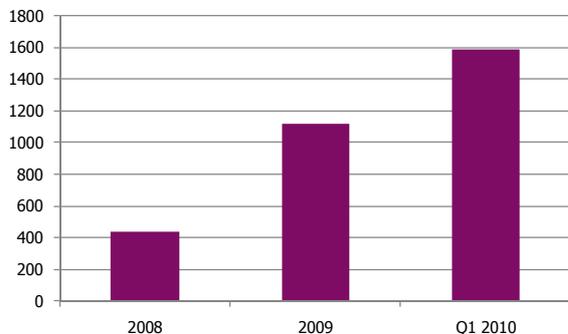
Umsatzwachstum Q1 2010 nach Segmenten



Source: Softship AG

Sehr erfreulich verlief die Entwicklung der liquiden Mittel. Die Softship AG hat ihren Kassenbestand deutlich erhöhen können. Er betrug am Ende der Berichtsperiode des ersten Quartals 2010 EUR 1,59 Mio. und war somit um 42% höher als am Ende des Geschäftsjahres 2009.

Cashentwicklung in EUR (tausend)



Source: Softship AG

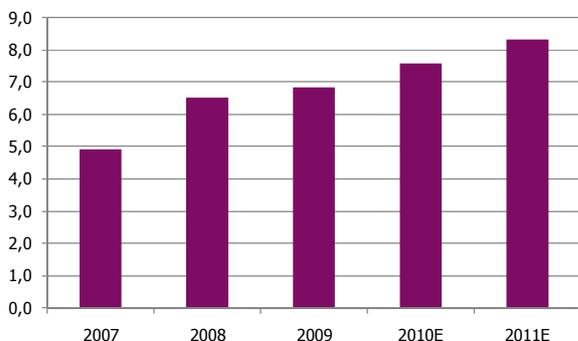
Ausblick

Wir glauben, dass der im ersten Quartal 2010 erreichte Wachstumspfad über das ganze Jahr 2010 fortgesetzt werden kann. Wie nach einem Gespräch mit dem Management bekannt wurde, ist die Nachfrage vor allem im Segment Schifffahrt sehr hoch. Im Bereich Programmierung und Beratung ist man sogar voll ausgelastet. Für das zukünftige Wachstum sind allerdings hauptsächlich Neulizenzen verantwortlich. Aber auch da scheint die Nachfrage hoch zu sein. Wir rechnen mit nationalen wie auch internationalen Neukunden.

Wie schon erwähnt wurden im Bereich Luftfahrt neue Verträge unterschrieben, und erste Umsätze werden in der zweiten Jahreshälfte 2010 fließen. Dieses sollte sich auch 2011 fortsetzen. Hier rechnen wir ebenfalls mit Neukunden aus dem In- und Ausland.

Wir erwarten für 2010 ein Umsatzwachstum von konservativ geschätzten 8% gegenüber 2009, was einem Gesamtumsatz von EUR 7,39 Mio. entspricht.

Umsatzentwicklung in EUR Mio.

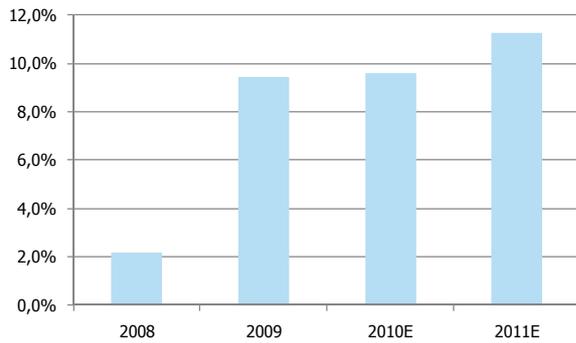


Source: Softship AG, VEM Aktienbank

Die Gewinnmargen dürften sich weiterhin positiv entwickeln; dies vor allem wegen eines erfolgreichen Produktmixes.

Für das Geschäftsjahr 2010 rechnen wir mit einer EBIT Marge von 9,6%. Im Geschäftsjahr 2011 sollte sie sogar noch weiter ausgebaut werden können und ein Niveau von 11,3% erreichen.

EBIT Margenentwicklung



Source: Softship AG, VEM Aktienbank

Gegen Ende des Jahres erwarten wir einen Cashbestand von EUR 1,589 Mio.

Anhang

Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR Mio.)	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatzerlöse	4,813	6,219	6,842	7,389	8,128
Wachstum in %		29,2%	10,0%	8,0%	10,0%
Sonstiges	0,125	0,317	0,277	0,200	0,200
Wachstum in %		154,0%	-12,7%	-27,8%	0,0%
Total	4,938	6,537	7,119	7,589	8,328
Wachstum in %		32,4%	8,9%	6,6%	9,7%
Materialaufwand	-3,923	-4,040	-4,157	-4,286	-4,470
in % des Umsatzes	79,5%	61,8%	58,4%	56,5%	53,7%
Rohergebnis	1,015	2,497	2,962	3,303	3,858
Bruttomarge	20,5%	40,1%	43,3%	44,7%	47,5%
Vertriebskosten	-1,479	-1,385	-1,259	-1,485	-1,723
in % des Umsatzes	30,7%	22,3%	18,4%	20,1%	21,2%
Verwaltungskosten	-0,798	-0,699	-0,725	-0,739	-0,813
in % des Umsatzes	16,6%	11,2%	10,6%	10,0%	10,0%
andere Kosten	-0,195	-0,278	-0,333	-0,369	-0,406
in % des Umsatzes	4,1%	4,5%	10,6%	10,0%	10,0%
EBITDA	-1,105	0,415	0,899	0,872	1,093
EBITDA Marge	-23,0%	6,7%	13,1%	11,8%	13,4%
Abschreibungen	0,353	0,280	0,253	0,163	0,177
EBIT	-1,458	0,135	0,646	0,710	0,916
EBIT Marge	-30,3%	2,2%	9,4%	9,6%	11,3%
Finanzergebnis	-0,010	-0,009	-0,003	0,010	0,020
Ergebnis vor Ertragsteuern	-1,468	0,126	0,643	0,720	0,936
	-30,5%	2,0%	9,4%	9,7%	11,5%
Steuern vom Ertrag	-0,081	0,046	-0,070	-0,144	-0,187
Steuersatz	5,5%	10,9%	20,0%	20,0%	20,0%
Ergebnis aus fortzuführenden Geschäftsbereichen	-1,549	0,172	0,573	0,576	0,749
Nettomarge	-31,4%	2,8%	8,4%	7,8%	9,2%
Dividenden	0,000	0,000	0,000	-0,188	-0,200
Konzernertrag/-verlust	-1,549	0,172	0,573	0,388	0,549
Minority Interests	0,023	0,029	-0,007	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-1,526	0,201	0,566	0,388	0,549
Gewinn pro Aktie	-0,825	0,092	0,305	0,307	0,399
Anzahl der Aktien in Mio.	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877

Source: VEM Aktienbank, Softship AG

Bilanz

(in EUR Mio)	2007	2008	2009	2010E	2011E
AKTIVA					
Sachanlagen	0,1632	0,1561	0,1419	0,2666	0,3550
Immaterielle Vermögenswerte	0,6234	0,5847	0,5525	0,4420	0,3536
Finanzanlagen	0,0927	0,0371	0,0325	0,0325	0,0325
Sonstiges	0,3618	0,3663	0,2954	0,2954	0,2954
Anlagevermögen	1,2411	1,1441	1,0223	1,0365	1,0365
künftige Forderungen aus Dienstleistungsverträgen	0,0343	0,0134	0,0099	0,0106	0,0110
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,5322	1,3590	1,5690	1,5183	1,6701
Sonstige Forderungsgegenstände	0,0690	0,0591	0,0420	0,0420	0,0420
Liquide Mittel	0,4279	0,4391	1,1163	1,5891	2,0045
Umlaufvermögen	2,0634	1,8707	2,7372	3,1600	3,7276
Ertragssteuerforderungen	0,0063	0,0054	0,0092	0,0092	0,0092
TOTAL	3,3108	3,0202	3,7687	4,1964	4,7641
PASSIVA					
Eigenkapital	2,0772	2,3257	2,9501	3,3431	3,8917
Gezeichnetes Kapital	1,8770	1,8770	1,8770	1,8770	1,8770
Kapitalrücklage	2,1048	2,1048	2,1048	2,1097	2,1097
Minderheitenanteile	0,0120	0,0595	0,1054	0,1054	0,1054
Ergebnisvortrag	- 1,9165	- 1,7156	- 1,1371	- 0,7491	- 0,2004
Rückstellungen					
Sonstige Rückstellungen	0,1023	0,1039	0,1129	0,1242	0,1366
Verbindlichkeiten					
Langfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,1427	0,0500	0,0499	0,0499	0,0499
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,3383	0,1554	0,1293	0,1526	0,1592
Kurzfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,2586	0,0648	0,0177	0,0177	0,0177
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	0,3778	0,3196	0,5089	0,5089	0,5089
Latente Steuern	0,0139	0,0007	-	-	-
TOTAL	3,3108	3,0202	3,7687	4,1964	4,7641

Source: VEM Aktienbank, Softship AG

Cash Flow

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010E	2011E
Konzernergebnis			0,5761	0,7486
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen			0,1625	0,1773
Veränderung der Rückstellungen			0,0113	0,0124
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva			0,0500	-0,1523
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva			0,0234	0,0066
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	0,4024	0,8503	0,8233	0,7926
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen			-0,1625	-0,1773
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-0,1971	-0,2033	-0,1625	-0,1773
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)		0,0000	0,0000	0,0000
Ausschüttungen an Gesellschafter (Dividenden)		0,0000	-0,1880	-0,2000
Veränderung der Bankverbindlichkeiten			0,0000	0,0000
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-0,1942	0,0302	-0,1880	-0,2000
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel	0,0112	0,6772	0,4728	0,4153
Liquide Mittel am Anfang der Periode	0,4279	0,4391	1,1163	1,5891
Liquide Mittel am Ende der Periode	0,4391	1,1163	1,5891	2,0045

Source: VEM Aktienbank, Softship AG

Kennzahlen

	2008	2009	2010E	2011E
Wachstum				
Umsatz	29,2%	10,0%	8,0%	10,0%
EBITDA	-137,5%	116,8%	-2,9%	25,3%
EBIT	-109,3%	378,8%	9,9%	29,0%
EBT	-108,6%	412,0%	12,0%	30,0%
Nettoeinkommen	-111,1%	233,4%	0,6%	30,0%
Margen				
Bruttomarge	40,1%	43,3%	44,7%	47,5%
EBITDA Marge	6,7%	13,1%	11,8%	13,4%
EBIT Marge	2,2%	9,4%	9,6%	11,3%
EBT Marge	2,0%	9,4%	9,7%	11,5%
Nettomarge	2,8%	8,4%	7,8%	9,2%
Bilanzkennzahlen				
ROE	7,4%	19,4%	17,2%	19,2%
ROIC	6,6%	18,2%	16,2%	18,2%
ROCE	5,2%	24,4%	27,2%	33,2%
Verschuldungsgrad	27,3%	15,7%	16,3%	14,7%
Eigenkapitalquote	72,7%	84,3%	83,7%	85,3%
Kapitalumschlag	48,6%	55,1%	56,8%	58,6%
Pro Aktie				
EPS	0,09	0,31	0,31	0,40
<i>EPS Wachstum</i>		233,4%	0,6%	30,0%
DPS			0,10	0,11
<i>DPS Wachstum</i>				6,6%
Buchwert	1,11	1,24	1,57	1,78
Kennzahlen				
P/Umsatz	0,7	0,6	0,6	0,5
P/Gewinn	25,2	7,5	7,5	5,8
P/Buchwert	2,1	1,9	1,5	1,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	4,3%	4,6%

Legal Disclaimer

Die vorliegende Finanzanalyse ist nur zu Informationszwecken erstellt worden. Sie wurde auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen erstellt, die die VEM Aktienbank AG („VEM“) für zuverlässig hält. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der Informationen übernommen werden.

Weder VEM noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieser Analyse oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit dieser entstehen.

Diese Analyse stellt weder ein Aebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bildet diese Analyse oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Analyse. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die vorliegende Analyse kann insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen.

Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen des Verfassers. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der VEM und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. VEM übernimmt keine Garantie dafür, dass die in dieser Analyse dargestellten Planzahlen erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen diese Analyse beruht, können einen materiellen Einfluss auf die aufgeführten Planzahlen haben. Diese Analyse darf, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen natürlichen oder juristischen Personen zugänglich gemacht werden, die unter Article 19 (5) oder Article 49 (2) (a) bis (d) des Financial Services and Market Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 fallen und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden. Weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Diese Finanzanalyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zum Kauf irgendeines Wertpapiers in den Vereinigten Staaten dar. Die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Analyse sind, sind nicht gem. dem US Securities Act zugelassen und dürfen weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, die nicht nach US-amerikanischen Wertpapierrecht zugelassen oder von der Zulassung nicht wirksam befreit sind. Die Verteilung dieser Analyse in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Dokuments und seines Inhalts im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsleitung der VEM Aktienbank AG gestattet.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptiert der Empfänger die vorgenannten Beschränkungen und jeglichen Haftungsausschluss.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Anlageurteil</u>	<u>Kursziel</u>
17.6.2010	EUR 2,30	EUR 3,58	Kaufen

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b des Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Finanzanalyse:

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Mögliche Interessenkonflikte können bei Mitarbeitern der VEM, die die Analyse erstellt haben/ bei VEM als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen/ bei sonstigen für VEM oder die VEM-Gruppe tätigen und an der Erstellung der Analyse mitwirkenden Personen oder Unternehmen hinsichtlich folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.

<u>Gesellschaft</u>	<u>Disclosure</u>
Softship AG	3 5 8 10 11 12

1. Es besteht eine wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen und/oder Unternehmen und dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.
2. Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.
3. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.
4. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten an den Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition (Shortposition) in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals des Emittenten.

5. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring).
6. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen treten für den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Makler (Corporate Broker) auf.
7. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.
8. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen fungierten im Rahmen der Börseneinführung des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Emissionsbank oder Selling Agent.
9. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder erhielten in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.
10. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten von dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, Vergütungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder streben solche an.
11. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
12. Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.
13. Die o.g. Personen und/oder Mitglieder der Geschäftsleitung o.g. Unternehmen nehmen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahr.
14. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restrictedlist, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenskonflikt vorhanden ist, wird dieser offen gelegt.

Ersteller der vorliegenden Analyse:

Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.

Für die Erstellung und Verbreitung verantwortliches Unternehmen:

VEM Aktienbank AG, Prannerstr. 8, 80333 München („VEM“)

VEM ist als Kreditinstitut bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"), Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main, Deutschland, registriert und unterliegt der Aufsicht der BaFin.

Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten (Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse Gespräche mit dem Management des betreffenden Unternehmens geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Zusammenfassung der bei den Bewertungen angewandten Analysemethoden:

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von VEM analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, die NAV-Analyse und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

VEM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings (in der Regel jeweils bezogen auf einen Zeithorizont von 6 Monaten) sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.

HALTEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> -10 \%$ und $< +10 \%$.

VERKAUFEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Weitere Informationen zu den im Rahmen der vorliegenden Analyse angewandten Bewertungsmethoden finden sich im Abschnitt „Bewertung“.

Vierteljahresübersicht

VEM wertet einmal im Quartal die Verteilung ihrer Empfehlungen aus. In der Auswertung des zurückliegenden Quartals sind die Anteile der auf "Kaufen", "Halten" oder "Verkaufen" gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt, für die VEM in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht hat. Die Auswertung ist im Internet unter www.vem-aktienbank.de einsehbar.

Zusätzliche wichtige Informationen:

Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 17.06.10

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments (siehe erste Seite):

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. VEM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.