

# Report

Aktien | Deutschland | Software  
29. Mai 2013

# Softship AG



**Empfehlung: Kaufen**  
**Risiko: Hoch**  
**Akt. Kurs: EUR 4,02**  
**Fairer Wert: EUR 5,80**

**Sektor: Software**  
**Reuters Code: SFOG.F**  
**Bloomberg Code: SFO GR**

Internetseite: [www.softship.de](http://www.softship.de)  
Fiskaljahrende: Dezember

## Handelszahlen:

Hoch –Tief 52w (EUR): 4,51 – 3,46  
Kapitalisierung (in EUR Mio.): 7,51  
Ausst. Aktien (in Mio.): 1,88  
Free Float: 56,4%

## Kursverlauf:



## Finanzkalender:

21. Juni 2013: Hauptversammlung

**Datum und Zeitpunkt der Kurse:**  
**28. Mai 2013, 17:30 MEZ**

**Analyst, 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**

## Das Unternehmen schwimmt weiter oben

Die guten Ergebnisse des ersten Quartals 2013 demonstrieren erneut die operative Stärke des Unternehmens und lagen im Rahmen unserer positiven Erwartungen. Der Umsatz stieg um gute 12,2% auf EUR 2,814 Mio. (Vorjahresquartal EUR 2,509 Mio.). Die EBIT Marge lag bei sehr zufriedenstellenden 9,3%, was einem operativen Gewinn von EUR 0,261 Mio. gleich kommt. Wir glauben auch weiterhin an eine steigende Nachfrage nach Software sowie Dienstleistungen und empfehlen die Aktie zum Kauf. Unser fairer Wert pro Aktie liegt bei EUR 5,80, was einem Unternehmenswert von EUR 10,85 Mio. entspricht.

## Werttreiber

- > Die Hauptpunkte für eine positive Entwicklung bleiben bestehen. Der internationale Handel sollte auch in den nächsten Jahren bei anhaltendem Kostendruck ansteigen und die Kunden der Softship AG (Schifffahrt wie auch Luftfahrt) dürften gezwungen sein, ihre Betriebsprozesse weiter zu optimieren. Dies sollte sich positiv auf die Nachfrage auswirken.
- > Wir glauben weiterhin an die Innovationskraft des Unternehmens. Neue attraktive Produkte wie Cloud basierende Lösungen und Anwendungsmöglichkeiten sollten auf den Markt kommen.
- > Das Unternehmen hatte eine multinationale Präsenz und wir glauben, dass mittelfristig vor allem im Ausland attraktive Kundenbeziehungen aufgebaut werden können.
- > Mit einer Cashposition von über EUR 2,0 Mio. verfügt das Unternehmen über ausreichend Barmittel, um das zukünftige Wachstumspotenzial finanzieren zu können.

## Finanzen

Für das Gesamtjahr 2013 rechnen wir mit einer Umsatzsteigerung gegenüber dem Vorjahr von 10 %, was einem Gesamtumsatz von EUR 10,86 Mio. entspricht. Die EBIT Marge dürfte 8,9% betragen. Diese sollte wieder ausgebaut werden können. Die Dividendenpolitik des Unternehmens sollte expansiv bleiben.

## Bewertung

Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell.

(in EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013E	2014E
Umsatz	7,75	8,88	9,87	10,86	12,16
EBITDA Marge	12,9%	12,5%	9,4%	10,7%	11,3%
EBIT Marge	9,4%	9,5%	6,6%	8,9%	9,2%
Nettogewinn	0,5	0,6	0,4	0,7	0,8
Gewinn Pro Aktie	0,29	0,33	0,23	0,36	0,42
Kurs/Umsatz				0,70	0,62
Kurs/Gewinn				11,1	9,6
Kurs/Buchwert				2,05	1,82

## 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
Weitere Globalisierung und 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
Legal Disclaimer	21

## SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Softship AG verfügt über eine attraktive Produktpalette mit modularen Aufbau-möglichkeiten, welche regelmäßig mit neuen Anwendungen erweitert wird.</li> <li>• Das Unternehmen hat ein weltweites Vertriebsnetz aufgebaut und kann somit überproportional vom globalen Nischenmarkt Schifffahrt/Luftfahrt profitieren.</li> <li>• Die Softship AG verfügt über ein gut ausgebildetes und erfahrenes Mitarbeiterteam.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Softship AG ist abhängig vom Erfolg einiger weniger Mitarbeiter.</li> <li>• Aktuell sind nur geringe Synergien zwischen der Schifffahrts- und Luftfahrtsbranche erkennbar.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der oligopolistische Markt macht die Wettbewerbssituation überschaubar und den Preisdruck geringer.</li> <li>• Verschärfte gesetzliche Auflagen erhöhen die Dokumentenpflicht und somit die Nachfrage nach dem Einsatz einer Softship Lösung.</li> <li>• Softships Zielbranchen sind zu weiteren Effizienzsteigerungen gezwungen und investieren in attraktive kosteneinsparende Lösungen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Schifffahrtsindustrie ist sehr konservativ und von Überkapazitäten geprägt. Dies hemmt generell den Innovationswillen verlangsamt den Entscheidungsprozess.</li> <li>• Die Konkurrenzunternehmen sind hauptsächlich in Billiglohnländern angesiedelt, was diesen einen gewissen Wettbewerbsvorteil gibt.</li> </ul>

## Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

Wir erwarten, dass der Newsflow vor allem im Bezug auf Kundengewinnung, 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 Group 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 11%. 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 10,85 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 5,80 entspricht. Der aktuelle Aktienpreis steht bei EUR 4,02. Unsere Anlageempfehlung lautet „Kaufen“.

#### DCF Modell

( in EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Nettoeinkommen	0,55	0,63	0,43	0,67	0,78	0,72	0,75	0,68	0,71	0,74
(+) Abschreibungen und Amortisation	0,28	0,26	-	0,34	0,45	0,26	0,27	0,28	0,29	0,60
(-) Cash Flow aus working capital	-	-	-	(0,14)	0,16	(0,13)	(0,13)	(0,14)	(0,15)	(0,15)
(-) Investitionsaufwand	-	-	-	(0,34)	(0,45)	(0,26)	(0,27)	(0,28)	(0,29)	(0,30)
(-) Schuldenveränderung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCFE</b>	<b>0,82</b>	<b>0,89</b>	<b>0,43</b>	<b>0,54</b>	<b>0,94</b>	<b>0,59</b>	<b>0,62</b>	<b>0,54</b>	<b>0,57</b>	<b>0,89</b>
<b>FCFE adjustiert</b>	<b>0,82</b>	<b>0,89</b>	<b>0,43</b>	<b>0,54</b>	<b>0,94</b>	<b>0,59</b>	<b>0,62</b>	<b>0,54</b>	<b>0,57</b>	<b>0,89</b>
<b>PV der FCFE</b>	0,82	0,89	0,43	0,50	0,80	0,45	0,42	0,34	0,32	0,45
<b>Summe der PV der FCFE - 1. Phase</b>	1,75									
<b>Summe der PV der FCFE - 2. Phase</b>	1,52									
Langfristige Wachstumsrate	2,5%									
Terminal Value	10,73									
<b>PV des Terminal Values</b>	5,39									
<b>PV des FCFE</b>	8,66									
(+) Liquide Mittel	2,19									
	<b>10,85</b>									

Quelle: VEM Aktienbank

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% von Total
PV - 1. Phase	1,74	16,1%
PV - 2. Phase	1,52	14,0%
PV des Terminal Value	5,38	49,7%
Cash	2,19	20,2%
Unternehmenswert	10,83	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	11,00%
Beta	1,30
Risikoprämie	7,0%
Risikoloser Zinssatz	2,0%

Quelle: 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%
<b>WACC</b>							<b>WACC</b>						
<b>9,0%</b>	11,999	12,456	12,978	13,580	14,283	15,113	<b>9,0%</b>	6,38	6,63	6,90	7,22	7,60	8,04
<b>9,5%</b>	11,396	11,788	12,233	12,742	13,329	14,014	<b>9,5%</b>	6,06	6,27	6,51	6,78	7,09	7,45
<b>10,0%</b>	10,860	11,200	11,583	12,017	12,513	13,085	<b>10,0%</b>	5,78	5,96	6,16	6,39	6,66	6,96
<b>10,5%</b>	10,382	10,679	11,011	11,384	11,807	12,290	<b>10,5%</b>	5,52	5,68	5,86	6,06	6,28	6,54
<b>11,0%</b>	9,953	10,214	10,503	10,826	11,190	11,603	<b>11,0%</b>	5,29	5,43	5,59	5,76	5,95	6,17
<b>11,5%</b>	9,566	9,796	10,050	10,332	10,647	11,002	<b>11,5%</b>	5,09	5,21	5,35	5,50	5,66	5,85
<b>12,0%</b>	9,215	9,418	9,642	9,890	10,165	10,473	<b>12,0%</b>	4,90	5,01	5,13	5,26	5,41	5,57
<b>12,5%</b>	8,895	9,076	9,275	9,494	9,735	10,003	<b>12,5%</b>	4,73	4,83	4,93	5,05	5,18	5,32
<b>13,0%</b>	8,603	8,765	8,942	9,135	9,349	9,584	<b>13,0%</b>	4,58	4,66	4,76	4,86	4,97	5,10
<b>13,5%</b>	8,334	8,480	8,638	8,811	9,000	9,208	<b>13,5%</b>	4,43	4,51	4,59	4,69	4,79	4,90
<b>14,0%</b>	8,087	8,218	8,360	8,515	8,683	8,868	<b>14,0%</b>	4,30	4,37	4,45	4,53	4,62	4,72
<b>14,5%</b>	7,859	7,978	8,106	8,244	8,395	8,559	<b>14,5%</b>	4,18	4,24	4,31	4,39	4,47	4,55

Quelle: VEM Aktienbank

## Unternehmensprofil

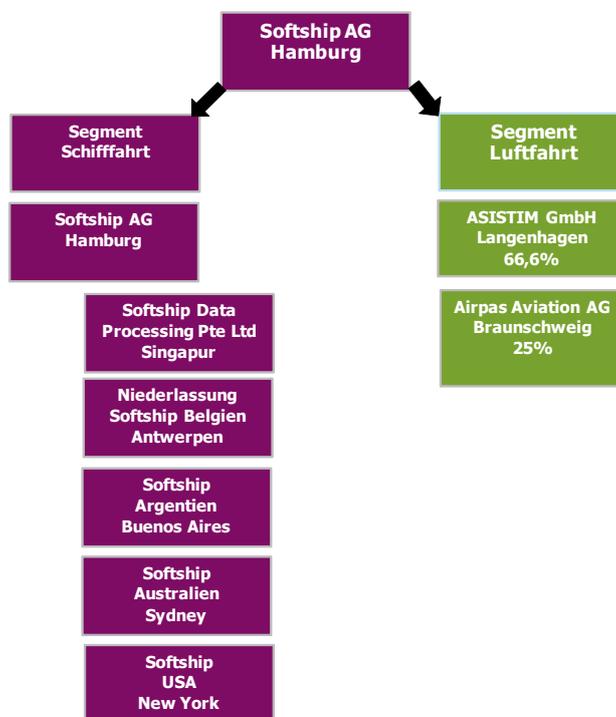
### Das Geschäftsmodell

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 66,6% 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 und Wartungen an. Die Produkte finden weltweit ihre Anwendung.

Außer dem Stammhaus in Hamburg hat die Softship AG ein Tochterunternehmen in Singapur, eine Repräsentanz in Buenos Aires/Argentinien und eine Niederlassung Antwerpen/Belgien sowie das Tochterunternehmen Softship America, Inc., in New York.

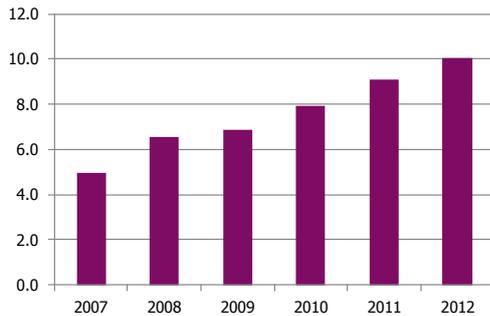
### Organigramm der Softship AG



Quelle: Softship AG

Die letzten Jahre waren geprägt von konstanten Umsatzsteigerungen. Im Gesamtjahr 2012 konnte ein Umsatz von EUR 9,87 Mio. erzielt werden, was einem Wachstum gegenüber dem Vorjahr von 11,1% entspricht.

**Umsatzentwicklung der Softship AG**

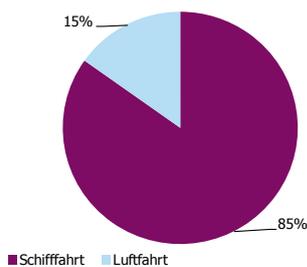


Quelle: Softship AG

85% des Gesamtumsatzes erzielt das Unternehmen mit dem Segment Schifffahrt, 15% wurde mit der Luftfahrtsindustrie generiert. Generell gab es in den letzten Jahren eine leichte Verschiebung der Umsatzallokation in Richtung Schifffahrt.

So wurde 2009 mit der Schifffahrt noch 80% des Umsatzes erzielt und mit der Luftfahrt 20%.

**Umsatzverteilung nach Segmenten (2012)**



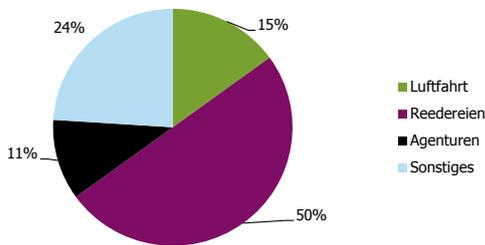
Quelle: Softship AG

Die Kunden der Softship AG sind über den ganzen Globus verteilt. Bei der Schifffahrt umfasst das Interessentenuniversum circa 1000 Liniendienste und einige tausend Schiffsmakler. Zu den Kunden im Segment Luftfahrt gehören renommierte Airlines aber auch Fluggesellschaften mit weniger als 10 Flugzeugen.

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

Die größten Umsatzanteile mit 50% am Gesamtumsatz haben Redereien. Auch hier gab es innerhalb der letzten Jahre keine großen Verschiebungen.

**Umsatzverteilung nach Kunden (2012)**



Quelle: Softship AG

**Die Produkte**

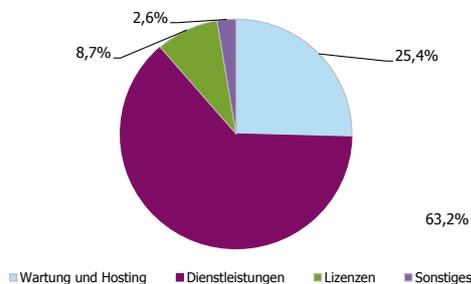
Die Softship AG unterteilt ihr Unternehmen und damit auch ihre Produktpalette in die Segmente Schifffahrt und Luftfahrt.

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, die Schadensbearbeitung, das Rechnungswesen und die Zollabwicklung eingesetzt. Die Einnahmequellen bestehen aus Lizenzen, einem Dienstleistungsbereich (Programmierung, Schulung, Beratung) sowie aus Wartung und Hosting.

**Umsatzverteilung Schifffahrt nach Einnahmequellen (2012)**



Quelle: Softship AG

2012 erzielte die Softship AG mit dem wichtigen Bereich Lizenzen einen Umsatz von EUR 0,737 Mio.. Insgesamt wurden 14 Lizenzen verkauft, im Vorjahr waren es noch 17.

Dienstleistungen zu denen die Programmierung, Schulung und Beratung gehören erreichten einen Umsatz von EUR 5,294 Mio., was einem Umsatzplus gegenüber dem Vorjahr von 18,1% entspricht.

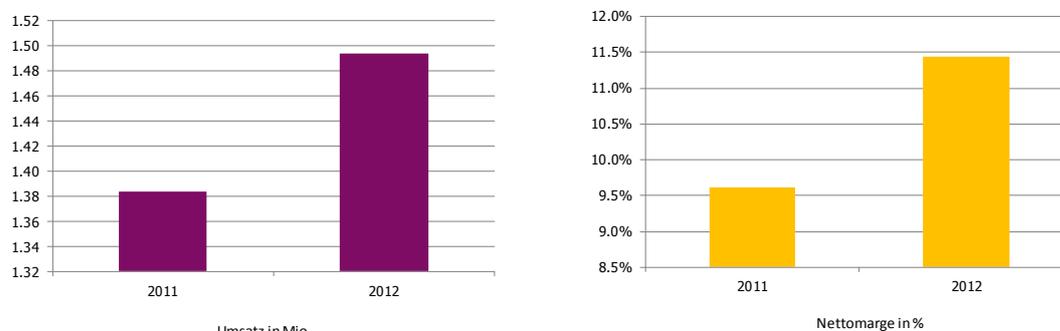
### Luftfahrt

Die Softship AG hat im Bereich Luftfahrt zwei Beteiligungen. An der ASISTIM GmbH hält die Softship AG 66,6%. 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, und umfassen operative wie auch administrative Bereiche. Die Airpas Aviation AG unterstützt Fluggesellschaften im Bereich Kostenrechnung (Planung, Entwicklung, Controlling) und Emissionsmanagement (Berichterstattung, Prüfung, Handel mit Emissionszertifikaten).

Im Geschäftsjahr 2012 wurde im Segment Luftfahrt ein Umsatz von EUR 1,494 Mio. erzielt. Dies entspricht einem Wachstum von 8% gegenüber dem Vorjahr. Das Nettoergebnis war mit EUR 0,171 um 28,5% als letztes Jahr.

### Umsatzentwicklung und Margenentwicklung



Quelle: 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 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.

Die Softship AG beschäftigt 103 Mitarbeiter. Auch die Mitarbeiter zeichnen sich durch langjährige Loyalität dem Unternehmen gegenüber aus.

Es sind neben den Verwaltungsangestellten vor allem Diplominformatiker, Systemingenieure, Wirtschaftswissenschaftler, Schifffahrtskaufleute und Vertriebsexperten, alle mit einer hohen Fachkenntnis in der Schifffahrtsindustrie. Im Bereich Luftfahrt sind es Airline Experten mit jahrelanger Erfahrung in diesem Bereich.

## Das Wettbewerbsumfeld

Es gibt nicht viele Unternehmen, welche spezifische Schifffahrts- bzw. Luftfahrtsoftware anbieten, und der „offizielle“ Markt hat quasi einen oligopolistischen Charakter. Viele große Schifffahrts- wie auch Luftfahrtsunternehmen verwenden immer noch eine selbsterstellte Software.

Auch die Zielkunden der Softship AG haben oft „selbstgebastelte“ Softwarelösungen in Betrieb. Nicht selten basieren diese auf Microsoft 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.

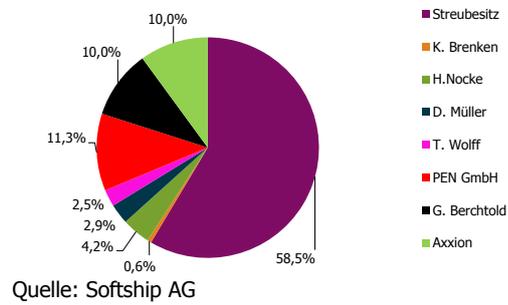
Hinzu kommen die US amerikanische Trade Ship aus Melville, New York und die norwegische Shipnet AS.

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 58,5% im Streubesitz befinden. Die restlichen Anteile sind breit verteilt. Die PEN GmbH ist der größte Anteilshaber mit einem Anteil von 11,3%.

**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. Zudem rechnen wir mit einem Ausbau der Gewinnmargen.

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

### Weitere Globalisierung und Kostendruck bei Schifffahrts- und Luftfahrtsunternehmen führt zu höherer Nachfrage

Die Globalisierung dürfte auch in den nächsten Jahren deutlich zunehmen. Dies sollte einen positiven Effekt auf den globalen Welthandel haben und eine langfristige Zunahme an Güterbewegungen mit Schiffen bedeuten. Dennoch ist die Ertragslage der Schifffahrtsunternehmen angespannt. Es existieren weiterhin Überkapazitäten, die mittelfristig zu einem Verdrängungsprozess führen sollten.

Allerdings führt dies auch dazu, dass sich zukünftig Reedereien gezwungen sehen, die Kosten unter Kontrolle zu halten und ihre Ressourcen optimiert einzusetzen. Dies dürfte dazu führen, dass auch weiterhin Produkte der Softship AG nachgefragt werden. Denn die Lösungen der Softship AG führen längerfristig zu Kostensenkungen sowie einer höheren Produktivität und Effizienz in der Schifffahrtsindustrie.

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 Fluggesellschaften zu verkaufen.

### Neue Produkte

Wir rechnen damit, dass die Softship AG ihre bestehende Produktpalette wie schon in den vergangenen Jahren erweitern und optimieren wird.

Das Unternehmen hat dafür ein erfahrenes Team von Spezialisten eingesetzt, die an der Entwicklung neuer Produkte arbeiten. Wir sehen vor allem Entwicklungsmöglichkeiten im Bereich „Software as a Service“, den die Softship AG bereits erfolgreich angegangen ist.

## Vermarktung und Distribution

Über die Jahre hat die Softship AG ihr Vertriebsteam konstant ausgebaut und zudem seit 2010 ein Tochterunternehmen in New York und in 2011 eine Repräsentanz in Sidney eröffnet. Dies sollte dazu führen, dass auch weiterhin neue Märkte erreicht bzw. neue Kunden generiert werden können.

Wir erwarten, dass sich durch ein optimal aufgestelltes Vertriebsteam der Trend zur Gewinnung immer größerer Reedereien fortsetzen wird. Dies sollte zu höheren Lizenzeinnahmen führen, welche wiederum Wartungs- und Schulungsaufträge zur Folge haben. Das dürfte zu einer höheren Stabilität in dem Umsatz wie auch der Gewinnentwicklung führen.

Auch im Bereich Luftfahrt erwarten wir aufgrund einer optimierten Verkaufsstrategie, dass namhafte und große Kunden gewonnen werden können.

## Höhere Effizienz

Die Softship AG wird darauf achten, kosteneffizient zu arbeiten. Die Aktivitäten in Singapur dürften weiter ausgebaut werden, was zu einer Senkung der Produktionskosten führen sollte.

Höhere Margen sollten die Folge sein.

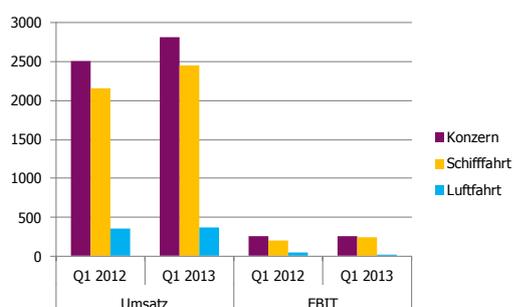
## Finanzen

### Rückblick

Die letzten Jahre der Softship AG waren geprägt durch andauerndes Wachstum auf der Umsatzseite. So verlief auch das erste Quartal 2013 positiv und das Unternehmen war in der Lage, den Umsatz um sehr gute 12,2% auf EUR 2,814 Mio. zu erhöhen.

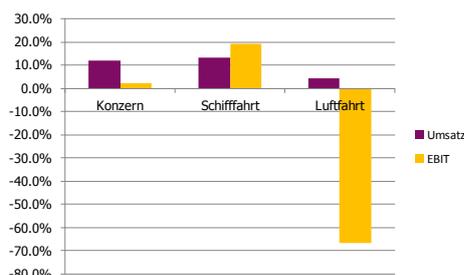
Dabei war das Segment Schifffahrt für knapp 87% des Gesamtumsatzes verantwortlich. In diesem Segment wurde ein Umsatz von EUR 2,447 Mio. erzielt, was einer Steigerung von 13,4% gegenüber dem Vergleichsquartal des Vorjahres entsprach. Neue Kunden konnten gewonnen werden, Lizenz Erlöse konnten ausgebaut werden. Das Segment Luftfahrt wuchs im ersten Quartal 2013 4,5% und es wurde damit ein Umsatz von EUR 0,367 Mio. erzielt. Die Fluggesellschaften sind immer noch sehr zögerlich in ihren Investitionsentscheidungen. Die operative Marge auf Konzernebene betrug im ersten Quartal 2013 9,7% und konnte nach einem schwachen vierten Quartal 2012 wieder deutlich verbessert werden. Auf Segmentebene war der Bereich Schifffahrt deutlich Margen stärker als das Segment Luftfahrt. Im Segment Schifffahrt betrug die operative Gewinnmarge 11,4% und konnte im Vergleich zum Vorjahresquartal sogar ausgebaut werden (EBIT Marge Q1 2012: 9,5%). Die operative Gewinnmarge im Bereich Luftfahrt war in Q1 2013 relativ schwach und betrug 4,6%.

### Geschäftsentwicklung Q1 2013 in EUR Tsd.



Quelle: Softship AG

### Wachstum Q1 2013 in %



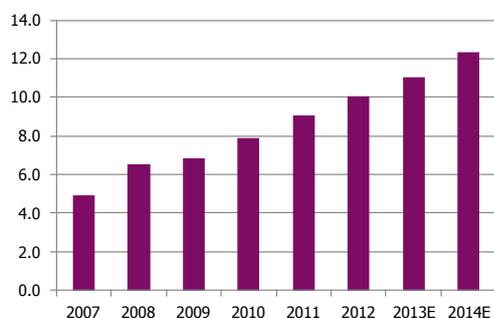
Quelle: Softship AG

### Ausblick

Wir glauben, dass das Unternehmen auch in Zukunft seine Wachstumsgeschichte fortsetzen wird. Die Rahmenbedingungen sind zwar nicht optimal, aber dennoch glauben wir, dass die Softship AG aufgrund ihrer Innovationsstärke und Marktposition in der Lage sein sollte, ihren Umsatz im Geschäftsjahr 2013 um 10% auf EUR 10,86 Mio. zu steigern. Auch für 2014 sind wir zuversichtlich. Wir sehen keine Anzeichen einer globalen Rezession, rechnen mit einer Verbesserung der Rahmenbedingungen und kalkulieren für 2014 mit einem Umsatzwachstum von 12% auf EUR 12.16 Mio..

Dabei sollte das Segment Schifffahrt weiterhin der Umsatztreiber für das Unternehmen sein. Im Bereich Luftfahrt rechnen wir mit geringeren Wachstumsraten.

#### Umsatzentwicklung in EUR Mio.

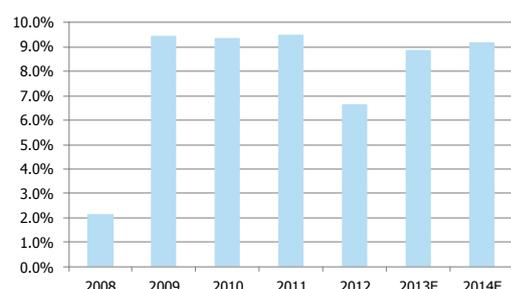


Quelle: Softship AG, VEM Aktienbank

Auf der Margenseite glauben wir an einen Ausbau der Gewinnmargen. Margenträchtigerer Segmente wie Lizenzen dürften überproportional wachsen, so dass die operative Gewinnmarge wieder ausgebaut werden dürfte. Zwar rechnen wir in den nächsten zwei Jahren noch nicht mit einer zweistelligen EBIT Marge, aber die Margenexpansion sollte sich in Richtung Zweistelligkeit bewegen.

Für das Geschäftsjahr 2013 kalkulieren wir eine EBIT Marge von 8,9%, was einem operativen Gewinn von EUR 0,96 Mio. entspricht. In 2014 sollte die Gewinnmarge abermals ausgebaut werden und wir erwarten einen operativen Gewinn von 9,2%, was EUR 1,1 Mio. entspricht.

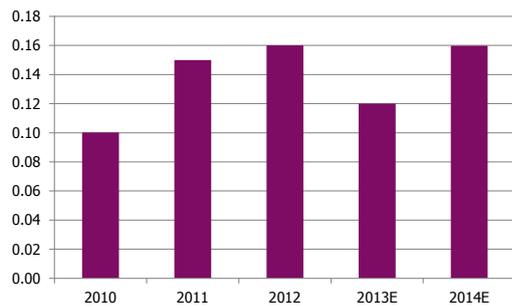
#### EBIT Margenentwicklung



Quelle: Softship AG, VEM Aktienbank

Die Geschäftsführung schüttet seit Jahren einen Teil des Gewinns in Form einer Dividende aus. Wir gehen davon aus, dass diese Dividendenpolitik weiterhin fortgesetzt werden wird und sind zuversichtlich, dass das Unternehmen auch künftig eine Dividende zahlen wird.

#### Dividendenentwicklung



Quelle: Softship AG, VEM Aktienbank

## Anhang

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>6,22</b>	<b>6,84</b>	<b>7,75</b>	<b>8,88</b>	<b>9,87</b>	<b>10,86</b>	<b>12,16</b>
Wachstum in %	29,2%	10,0%	13,3%	14,6%	11,1%	10,0%	12,0%
Sonstiges	0,317	0,277	0,156	0,193	0,194	0,193	0,193
Wachstum in %	154,0%	-12,7%	-43,5%				
<b>Total</b>	<b>6,54</b>	<b>7,12</b>	<b>7,91</b>	<b>9,08</b>	<b>10,06</b>	<b>11,05</b>	<b>12,35</b>
Wachstum in %	32,4%	8,9%	11,1%	14,8%	10,9%	9,8%	11,8%
Materialaufwand	-4,04	-4,16	-4,78	-5,75	-6,90	-7,06	-7,84
in % des Umsatzes	65,0%	60,8%	61,7%	64,7%	69,9%	65,0%	64,5%
<b>Rohergebnis</b>	<b>2,50</b>	<b>2,96</b>	<b>3,12</b>	<b>3,32</b>	<b>3,17</b>	<b>3,99</b>	<b>4,51</b>
Bruttomarge	40,1%	43,3%	40,3%	37,4%	32,1%	36,8%	37,1%
Vertriebskosten	-1,38	-1,26	-1,40	-1,35	-1,27	-1,65	-1,85
in % des Umsatzes	22,3%	18,4%	18,1%	15,2%	12,9%	15,2%	15,2%
Verwaltungskosten	-0,70	-0,72	-0,87	-0,95	-1,10	-1,16	-1,30
in % des Umsatzes	11,2%	10,6%	11,2%	10,7%	11,2%	10,7%	10,7%
andere Kosten	-0,28	-0,33	-0,13	-0,18	-0,13	-0,22	-0,24
in % des Umsatzes	4,5%	4,9%	1,7%	2,1%	0,0%	2,0%	2,0%
<b>EBITDA</b>	<b>0,41</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>	<b>1,11</b>	<b>0,92</b>	<b>1,16</b>	<b>1,38</b>
EBITDA Marge	6,7%	13,1%	12,9%	12,5%	9,4%	10,7%	11,3%
Abschreibungen	0,28	0,25	0,28	0,26	0,27	0,20	0,26
<b>EBIT</b>	<b>0,13</b>	<b>0,65</b>	<b>0,72</b>	<b>0,84</b>	<b>0,66</b>	<b>0,96</b>	<b>1,12</b>
EBIT Marge	2,2%	9,4%	9,4%	9,5%	6,6%	8,9%	9,2%
Finanzergebnis	-0,01	0,00	0,00	0,02	0,02	-0,01	-0,01
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>0,13</b>	<b>0,64</b>	<b>0,72</b>	<b>0,87</b>	<b>0,68</b>	<b>0,96</b>	<b>1,11</b>
	2,0%	9,4%	9,3%	9,7%	6,9%	8,8%	9,1%
Steuern vom Ertrag	0,05	-0,07	-0,23	-0,32	-0,23	-0,31	-0,36
Steuersatz		10,9%	31,7%	36,5%	33,8%	32,0%	32,0%
Minority Interests	0,03	-0,01	0,05	0,08	-0,02	0,03	0,03
<b>Ergebnis aus fortzuführenden Geschäftsbereichen</b>	<b>0,17</b>	<b>0,57</b>	<b>0,55</b>	<b>0,63</b>	<b>0,43</b>	<b>0,68</b>	<b>0,79</b>
Nettomarge	2,8%	8,4%	7,0%	7,1%	4,4%	6,3%	6,5%
Dividenden	0,00	0,00	-0,19	-0,28	-0,30	-0,23	-0,30
Konzernertrag/-verlust	0,17	0,57	0,55	0,63	0,43	0,68	0,79
Minority Interests	0,03	-0,01	0,05	0,08	-0,02	-0,02	-0,02
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	0,20	0,57	0,60	0,70	0,42	0,67	0,77
<b>Gewinn pro Aktie</b>	<b>0,09</b>	<b>0,31</b>	<b>0,29</b>	<b>0,33</b>	<b>0,23</b>	<b>0,36</b>	<b>0,42</b>
Anzahl der Aktien in Mio.	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877

Quelle: VEM Aktienbank, Softship AG

## Bilanz

(in EUR Mio)	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>AKTIVA</b>							
Sachanlagen	0,156	0,142	0,146	0,256	0,264	0,518	0,792
Immaterielle Vermögenswerte	0,585	0,553	0,484	0,500	0,565	0,452	0,362
Finanzanlagen	0,037	0,032	0,032	0,040		-	-
Sonstiges	0,366	0,295	0,082		0,045	0,045	0,045
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,144</b>	<b>1,022</b>	<b>0,744</b>	<b>0,796</b>	<b>0,874</b>	<b>1,015</b>	<b>1,199</b>
künftige Forderungen aus Dienstleistungsverträgen	0,013	0,010	0,010	0,101	0,105	0,135	0,129
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sonstige Kurzfristige Vermögenswerte	1,359 0,059	1,569 0,042	1,537 0,044	1,318 0,043	1,707 0,056	1,785 0,056	1,666 0,056
Liquide Mittel	0,439	1,116	2,169	2,655	2,189	2,366	2,827
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>1,871</b>	<b>2,737</b>	<b>3,760</b>	<b>4,117</b>	<b>4,056</b>	<b>4,342</b>	<b>4,678</b>
Ertragssteuerforderungen	0,005	0,009	0,004	0,004	0,081	0,081	0,081
<b>TOTAL</b>	<b>3,020</b>	<b>3,769</b>	<b>4,508</b>	<b>4,917</b>	<b>5,011</b>	<b>5,438</b>	<b>5,958</b>
<b>PASSIVA</b>							
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,326</b>	<b>2,950</b>	<b>3,256</b>	<b>3,536</b>	<b>3,688</b>	<b>4,145</b>	<b>4,631</b>
Gezeichnetes Kapital	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877	1,877
Kapitalrücklage	2,105	2,105	2,105	2,105	2,105	2,105	2,105
Minderheitenanteile	0,059	0,105	0,054	- 0,023	- 0,002	- 0,002	- 0,002
Ergebnisvortrag	- 1,716	- 1,137	- 0,780	- 0,423	- 0,292	0,165	0,650
<b>Rückstellungen</b>							
Sonstige Rückstellungen	0,104	0,113	0,132	0,042	0,152	0,167	0,184
<b>Verbindlichkeiten</b>							
Langfr. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	0,050	0,050	0,049	0,117	0,004	0,004	0,004
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,155	0,129	0,116	0,141	0,200	0,155	0,172
Kurzfr. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	0,065	0,018	0,015	0,123		-	-
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	0,320	0,509	0,940	0,853	0,840	0,840	0,840
Latente Steuern	0,001	-	-	0,106	0,128	0,128	0,128
<b>TOTAL</b>	<b>3,020</b>	<b>3,769</b>	<b>4,508</b>	<b>4,917</b>	<b>5,011</b>	<b>5,438</b>	<b>5,958</b>

Quelle: VEM Aktienbank, Softship AG

## Cash Flow

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Konzernergebnis						0,682	0,786
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen						0,201	0,263
Veränderung der Rückstellungen						0,015	0,017
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva						-0,109	0,125
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva						-0,045	0,017
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,402</b>	<b>0,850</b>	<b>1,459</b>	<b>1,128</b>	<b>0,151</b>	<b>0,744</b>	<b>1,208</b>
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen						-0,342	-0,447
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,197</b>	<b>-0,203</b>	<b>-0,208</b>	<b>-0,362</b>	<b>-0,315</b>	<b>-0,342</b>	<b>-0,447</b>
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)						0,000	0,000
Ausschüttungen an Gesellschafter (Dividenden)						-0,225	-0,300
Veränderung der Bankverbindlichkeiten						0,000	0,000
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,194</b>	<b>0,030</b>	<b>-0,198</b>	<b>-0,291</b>	<b>-0,306</b>	<b>-0,225</b>	<b>-0,300</b>
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel	0,011	0,677	1,053	0,475	-0,466	0,177	0,461
Liquide Mittel am Anfang der Periode	0,428	0,439	1,116	2,169	2,655	2,189	2,366
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>0,439</b>	<b>1,116</b>	<b>2,169</b>	<b>2,655</b>	<b>2,189</b>	<b>2,366</b>	<b>2,827</b>

Quelle: VEM Aktienbank, Softship AG

## Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>Wachstum</b>							
Umsatz	29,2%	10,0%	13,3%	14,6%	11,1%	10,0%	12,0%
EBITDA	-137,5%	116,8%	11,6%	10,4%	-16,6%	26,1%	18,5%
EBIT	-109,3%	378,8%	12,2%	16,6%	-22,4%	47,0%	15,9%
EBT	-108,6%	412,0%	12,5%	19,6%	-21,5%	41,1%	16,0%
Nettoeinkommen	-111,1%	233,4%	-4,8%	15,1%	-31,0%	57,5%	15,3%
<b>Margen</b>							
Bruttomarge	40,1%	43,3%	40,3%	37,4%	32,1%	36,8%	37,1%
EBITDA Marge	6,7%	13,1%	12,9%	12,5%	9,4%	10,7%	11,3%
EBIT Marge	2,2%	9,4%	9,4%	9,5%	6,6%	8,9%	9,2%
EBT Marge	2,0%	9,4%	9,3%	9,7%	6,9%	8,8%	9,1%
Nettomarge	2,8%	8,4%	7,0%	7,1%	4,4%	6,3%	6,5%
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
ROE	7,4%	19,4%	16,7%	17,7%	11,7%	16,4%	17,0%
ROIC	6,6%	18,2%	15,9%	16,0%	11,1%	15,8%	16,3%
ROCE	5,2%	24,4%	31,0%	37,4%	23,2%	31,4%	35,7%
Verschuldungsgrad	27,3%	15,7%	16,3%	23,6%	23,6%	18,6%	16,9%
Eigenkapitalquote	72,7%	84,3%	83,7%	76,4%	76,4%	81,4%	83,1%
Kapitalumschlag	48,6%	55,1%	58,2%	55,3%	50,8%	50,1%	49,0%
<b>Pro Aktie</b>							
EPS	0,09	0,31	0,29	0,33	0,23	0,36	0,42
<i>EPS Wachstum</i>		233,4%	-4,8%	15,1%	-31,0%	57,5%	15,3%
DPS			0,10	0,15	0,16	0,12	0,16
<i>DPS Wachstum</i>				49,8%	6,7%	-25,0%	33,2%
Buchwert	1,11	1,24	1,57	1,73	1,88	1,97	2,21
<b>Kennzahlen</b>							
P/Umsatz	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
P/Gewinn	44,0	13,2	13,9	12,0	17,5	11,1	9,6
P/Buchwert	3,6	3,2	2,6	2,3	2,1	2,0	1,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,5%	3,7%	4,0%	3,0%	4,0%

## 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 Angebot 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>
17.06.2010	EUR 2,30	Kaufen	EUR 3,58
20.08.2010	EUR 3,00	Kaufen	EUR 3,80
18.01.2011	EUR 2,85	Kaufen	EUR 3,60
13.05.2011	EUR 3,42	Kaufen	EUR 4,20
01.09.2011	EUR 2,82	Kaufen	EUR 4,20
14.11.2011	EUR 2,95	Kaufen	EUR 4,20
23.02.2012	EUR 3,11	Kaufen	EUR 4,20
14.05.2012	EUR 3,74	Kaufen	EUR 5,00
06.09.2012	EUR 3,66	Kaufen	EUR 5,00
09.11.2012	EUR 4,25	Kaufen	EUR 5,50

### 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.

**Gesellschaft**  
 Softship AG

**Disclosure**  
 3 - 5 - 8 - 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 Restricted list, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenkonflikt 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"), Marie-Curie-Str. 24-28, 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](http://www.vem-aktienbank.de) einsehbar.

#### **Zusätzliche wichtige Informationen:**

**Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 29.05.2013**

**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.