Report

Aktien | Deutschland | Technologie
08. Juli, 2011

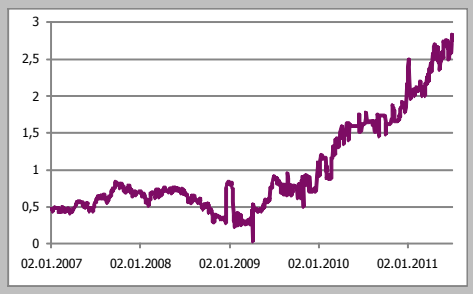
Anlageempfehlung:	**HALTEN**
Risiko:	**Hoch**
Aktueller Preis:	**EUR 2,75**
Kursziel:	**EUR 2,38**

WKN Nummer:	545430
ISIN:	DE0005454300
Internet:	www.cpu-ag.de
Fiskaljahr:	Dezember

Handelszahlen:

Kurs Hoch/Tief 52w:	EUR 2,83 – 1,40
Marktkapitalisierung:	EUR 9,625 Mio.
Aktienanzahl	3,5 Mio.
Streubesitz:	64%

Kursentwicklung:



Finanzkalender:

31. August 2011:	Veröffentlichung des unterjährigen Emittenberichts

Datum und Zeitpunkt der Kurse:
08. Juli 2011, 10:00 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 Information auf Seite 18

CPU Softwarehouse AG

Software für die Bankenwelt

Das deutsche Software Unternehmen entwickelt und vertreibt Softwarelösungen und andere Dienstleistungen für mittelgroße Banken im deutschsprachigen Raum. Im Geschäftsjahr 2010 wurde damit ein Umsatz von EUR 6,88 Mio. erzielt und ein Reingewinn von EUR 0,357 Mio. erwirtschaftet.
Die Aktie hat sich seit November 2010 überdurchschnittlich gut entwickelt. Unser kalkulierter fairer Wert pro Aktie liegt bei EUR 2,38. Wir nehmen die Coverage mit der Anlageempfehlung HALTEN auf.

Hauptpunkte

- Der Bedarf nach Bankensoftware im Generellen ist groß. Allerdings verwenden die Unternehmen oft ihre eigen entwickelte Software und der Wille zu Neuinvestitionen in diesem Bereich ist gering. Wir glauben allerdings, dass die konstante Zunahme von neuen Regularien langsam zu einem Umdenken führt.
- Die CPU Softwarehouse AG wird sich vermehrt auf die erfolgreichere Distribution ihrer Produktpalette konzentrieren. Dabei wird die Zusammenarbeit mit externen Vertriebspartnern intensiviert werden. Konsequenterweise rechnen wir in Zukunft mit einem Anstieg der Auftragseingänge.
- Kostensenkungsmaßnahmen sollten zu einer Erhöhung der Profitabilität führen.

Finanzen

2011 wird noch ein Transformationsjahr. Wir erwarten ein Umsatzwachstum von 1,3% auf EUR 6,97 Mio. Die EBIT Marge sollte sich auf 7,6% erhöhen. Ab 2012 sollten sich die intensivierten Vertriebsanstrengungen positiv auf die Umsatzentwicklung auswirken. Wir gehen dann von einem Umsatzwachstum von 5% aus. Die Gewinnmargen sollten weiter ansteigen. Wir rechnen in 2012 mit einer EBIT Marge von 7,9%.

Bewertung

Wir haben für die Berechnung des Unternehmenswertes ein DCF Modell mit einer Peer Gruppen Analyse kombiniert.
Unser Kursziel pro Aktie ist EUR 2,38.

(in EUR Mio.)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatz	7,82	6,88	6,97	7,32	7,69
Wachstum		-12%	1%	5%	5%
EBITDA	-0,01	0,39	0,54	0,64	0,77
Nettogewinn	-0,01	0,36	0,53	0,60	0,71
Gewinn Pro Aktie	0,00	0,00	0,10	0,15	0,17
Kurs/Umsatz			1,41	1,34	1,28
Kurs/Gewinn			18,5	16,4	13,8

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 2

Swot Analyse 3

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren 3

Bewertung 4
DCF Bewertung 4
Peer Gruppen Analyse 5
Bewertung gesamt 6

Unternehmensprofil 7
Das Geschäftsmodell 7
Die Produkte 8
Das Management 9
Das Wettbewerbsumfeld 10
Die Aktionärsstruktur 10

Die Werttreiber 12
Optimierung des Vertriebs 12
Neue Produkte 12
Kosteneinsparungen 12

Finanzen 13
Rückblick 13
Ausblick 13

Anhang 15
Gewinn- und Verlustrechnung 15
Bilanz 16
Cash Flow 17
Legal Disclaimer 18

Swot Analyse

Stärken	Schwächen
• Langjährige Tradition und Erfahrung garantiert hohe Produktqualität und große Kundenloyalität. • Hohe Innovationskraft und konstante Neuentwicklungen machen die Produktpalette attraktiv und eröffnen somit neue Kundenkreise.	• Im Gegensatz zu anderen Softwareunternehmen sind die Gewinnmargen der CPU Software AG unterdurchschnittlich hoch. • Das Unternehmen ist sehr klein und konkurriert deswegen öfters mit größeren Firmen, die eine umfassendere Produktpalette anbieten.

Chancen	Risiken
• Intensivierte Vertriebsanstrengungen ermöglichen den Zugewinn von neuen Kundengruppen. • Immer wieder neue Regulierungen verlangen nach Neuinvestitionen der Zielkunden.	• Ein Teil des Umsatzes im Produktbereich wird in der Schweiz erzielt. Dies macht die Unternehmens-entwicklung abhängig vom CHF/EUR Wechselkurs. • Der Erfolg der Zielkunden ist abhängig von der weltweiten Wirtschaftsentwicklung. Die Folge ist ein volatiles Investitionsverhalten.

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Ende August wird das Unternehmen einen unterjährigen Emittentenbericht abgeben und eventuell einen Kommentar über den aktuellen Geschäftsgang abgeben.
- Meldungen über die Gewinnung von Neukunden sind möglich.

Bewertung

Wir errechnen einen fairen Unternehmenswert der CPU Softwarehouse AG mittels eines Discounted Cash flow Modells (DCF) und einer Peer Gruppen Analyse

DCF Bewertung

Wir verwendeten den Free Cash Flow zu Equity (FCFE), um den DCF Wert des Eigenkapitals der CPU Softwarehouse AG zu berechnen. Als langfristige Wachstumsrate nahmen wir einen Wert von 2.5% an. Wir verwendeten Kapitalkosten von 9,95%. 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 9,63 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 2,68 entspricht.

DCF Modell

(in EUR Mio.)		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Nettoeinkommen				0,36	0,53	0,60	0,71	0,82	0,88	0,85	0,90
(+) Abschreibungen und Amortisation				0,00	0,02	0,06	0,09	0,01	0,01	0,01	0,01
(-) Cash flow aus working capital				-	0,08	(0,02)	(0,03)	(0,08)	(0,09)	(0,09)	(0,10)
(-) Investitionsaufwand				-	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
(-) Schuldenveränderung				-	-	-	-	-	-	-	
FCFE				**0,36**	**0,43**	**0,43**	**0,57**	**0,74**	**0,79**	**0,75**	**0,80**
FCFE adjustiert				**0,36**	**0,43**	**0,43**	**0,57**	**0,74**	**0,79**	**0,75**	**0,80**
PV der FCFE				0,36	0,41	0,38	0,45	0,53	0,52	0,45	0,43
Summe der PV der FCFE - 1. Phase	1,24										
Summe der PV der FCFE - 2. Phase	1,92										
Langfristige Wachstumsrate	2,5%										
Terminal Value	10,98										
PV des Terminal Values	5,93										
PV des FCFE	9,09										
(+) Liquide Mittel	0,54										
	9,63										

Source: VEM Aktienbank

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% von Total
PV - 1. Phase	1,24	12,8%
PV - 2. Phase	1,92	20,0%
PV des Terminal Value	5,93	61,5%
Cash	0,54	5,6%
Unternehmenswert	9,63	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	9,95%
Beta	1,00
Risikoprämie	7,0%
Risikoloser Zinssatz	3,0%

Source: VEM Aktienbank

Sensitivitätsanalyse

Unternehmenswert in EUR Mio.

Wachstumsrate / WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
9,0%	9,916	10,330	10,803	11,349	11,986	12,739
9,5%	9,365	9,721	10,125	10,586	11,119	11,740
10,0%	8,876	9,185	9,532	9,926	10,376	10,895
10,5%	8,439	8,708	9,009	9,348	9,732	10,171
11,0%	8,046	8,282	8,545	8,839	9,169	9,544
11,5%	7,690	7,899	8,130	8,386	8,673	8,995
12,0%	7,368	7,553	7,757	7,982	8,232	8,512
12,5%	7,073	7,238	7,419	7,618	7,838	8,082
13,0%	6,804	6,952	7,113	7,289	7,483	7,697
13,5%	6,556	6,689	6,833	6,990	7,162	7,352
14,0%	6,328	6,447	6,577	6,717	6,871	7,039
14,5%	6,117	6,225	6,341	6,468	6,605	6,755

Wert pro Aktie in EUR

Wachstumsrate / WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
9,0%	2,78	2,89	3,03	3,18	3,36	3,57
9,5%	2,62	2,72	2,84	2,97	3,11	3,29
10,0%	2,49	2,57	2,67	2,78	2,91	3,05
10,5%	2,36	2,44	2,52	2,62	2,73	2,85
11,0%	2,25	2,32	2,39	2,48	2,57	2,67
11,5%	2,15	2,21	2,28	2,35	2,43	2,52
12,0%	2,06	2,12	2,17	2,24	2,31	2,38
12,5%	1,98	2,03	2,08	2,13	2,20	2,26
13,0%	1,91	1,95	1,99	2,04	2,10	2,16
13,5%	1,84	1,87	1,91	1,96	2,01	2,06
14,0%	1,77	1,81	1,84	1,88	1,92	1,97
14,5%	1,71	1,74	1,78	1,81	1,85	1,89

Source: VEM Aktienbank

Peer Gruppen Analyse

In die Peer Gruppen Analyse haben wir Unternehmen mit einbezogen, welche am ehesten dem Geschäftsmodell der CPU Softwarehouse AG entsprechen. Zwar sind die Geschäftsfelder der Peer Unternehmen nicht eins zu eins mit denen der CPU Softwarehouse AG vergleichbar und die Unternehmen sind zum überwiegenden Teil auch deutlich größer als die CPU Softwarehouse AG, aber wir glauben trotzdem, dass eine Vergleichbarkeit der Bewertungen durchaus legitim ist.

Wir haben als Kennzahlen das Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) verwendet.

Bei der Berechnung des fairen Wertes mittels einer Peer-Gruppen-Analyse haben wir das Fiskaljahr 2011 zu 40%, das Fiskaljahr 2012 zu 40% und das Fiskaljahr 2013 zu 20% gewichtet. Mittels der Peer Gruppen Analyse erhalten wir einen fairen Aktienpreis von EUR 1,67 für die CPU Softwarehouse AG.

Operative Entwicklung der Peer Unternehmen

		2011E				2012E				2013E			
		Wachstum		Marge		Wachstum		Marge		Wachstum		Marge	
in lok. Währung in Mio	Land	Gewinn	Umsatz	EBIT	EBITDA	Gewinn	Umsatz	EBIT	EBITDA	Gewinn	Umsatz	EBIT	EBITDA
SHS Viveon AG	**D**	**29,0%**	**11,6%**	**6,2%**	**8,2%**	**5,8%**	**12,5%**	**6,6%**	**8,2%**	**6,3%**	**4,0%**	**6,7%**	**8,2%**
Invision Software AG	**D**	**65,4%**	**9,4%**	**13,4%**	**14,9%**	**25,6%**	**14,3%**	**21,0%**	**16,0%**	**-13,9%**	**-5,0%**	**21,1%**	**15,8%**
Cenit AG	**USA**	**22,9%**	**13,7%**	**4,9%**	**6,7%**	**23,3%**	**9,4%**	**5,4%**	**7,3%**	**18,9%**	**3,3%**	**5,6%**	**7,5%**
GFT Technologies AG	**USA**	**12,1%**	**13,4%**	**4,5%**	**5,0%**	**27,0%**	**8,2%**	**5,4%**	**5,8%**	**14,9%**	**7,6%**	**5,7%**	**5,7%**

Source: VEM Aktienbank und IBES Schätzungen

Bewertungen Peer Unternehmen

		2011E				2012E				2013E			
Unternehmen	Land	P/Gewinn	P/Umsatz	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/Gewinn	P/Umsatz	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/Gewinn	P/Umsatz	EV/EBIT	EV/EBITDA
SHS Viveon AG	**D**	10,5	0,5	7,2	5,5	9,9	0,5	6,0	4,8	9,3	0,4	5,7	4,7
Invision Software AG	**D**	21,1	2,3	14,7	13,3	16,8	2,0	8,2	10,8	19,5	2,1	8,6	11,5
Cenit AG	**USA**	11,7	0,4	4,8	3,5	9,5	0,4	4,0	2,9	8,0	0,4	3,7	2,8
GFT Technologies AG	**USA**	10,0	0,3	5,5	5,0	7,9	0,3	4,3	4,0	6,9	0,3	3,8	3,8
Durchschnitt		**11,1**	**0,5**	**6,4**	**5,2**	**9,7**	**0,4**	**5,1**	**4,4**	**8,7**	**0,4**	**4,7**	**4,2**
Median		**13,3**	**0,9**	**8,0**	**6,8**	**11,0**	**0,8**	**5,6**	**5,6**	**10,9**	**0,8**	**5,4**	**5,7**

Source: VEM Aktienbank und IBES

Bewertung CPU Softwarehouse AG nach Peer

in EUR Mio.	2011E	2012E	2013E
KGV	4,8	5,9	7,8
Gewichtung	40%	40%	20%
Total	**Gesamt**	**pro Aktie**	
	5,80	**1,62**	

Source: VEM Aktienbank

Bewertung gesamt

Um das finale Kursziel der CPU Software AG zu berechnen, haben die beiden Bewertungsansätze – das DCF Model wie auch die Peer Gruppen Analyse - kombiniert. Wir haben dabei dem DCF Model ein höheres Gewicht (70%) als der Peer Gruppen (30%) Bewertung gegeben. Dies auf Grund der Tatsache, dass wir die Aussagekraft des DCF Models für höher betrachten.

Unser Kursziel für das Unternehmen ist EUR 8,48 Mio., was einem Wert von EUR 2,38 pro Aktie entspricht.

Bewertungsmethode	Fairer Unternehmenswert in EUR Mio.	Fairer Unternehmenswert in EUR pro Aktie	Gewichtung	Blended Total in EUR Mio.	Blended Pro Aktie
Peer Gruppen Analyse	5,8	1,6	30%	**8,48**	**2,38**
DCF Modell	9,63	2,70	70%		

Source: VEM Aktienbank AG

Unternehmensprofil

Das Geschäftsmodell

Die CPU Software AG wurde 1981 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Augsburg/Deutschland. Weitere operative Einheiten befinden sich in St. Gallen/Schweiz sowie in Waldbronn/Deutschland. Aktuell beschäftigt das Unternehmen 54 Mitarbeiter.

Die CPU Software AG entwickelt und vertreibt ein Portfolio von Bankensoftware und bietet diverse Dienstleistungen für den Finanzsektor an. Dabei konzentriert sich die CPU Software AG auf strategische und operative Ziele von Banken im Bezug auf die Beratung und Bearbeitung von Kredit- und Wertpapiergeschäften sowie im Bankencontrolling. Die CPU Software AG hat dafür verschiedenste Softwarelösungen entwickelt. Insgesamt besteht das Produktportfolio aus vier separaten Segmenten.

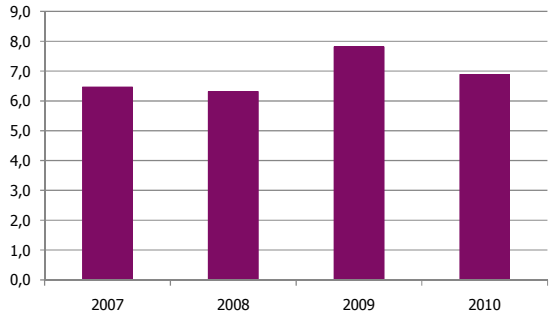
Zielkunden sind mittelgroße Banken im deutschsprachigen Raum – Deutschland, Österreich und Schweiz.

Segmente der CPU Software AG

Source: CPU Softwarehouse AG

Im Geschäftsjahr 2010 erzielte das Unternehmen einen Gesamtumsatz von EUR 6,9 Mio..

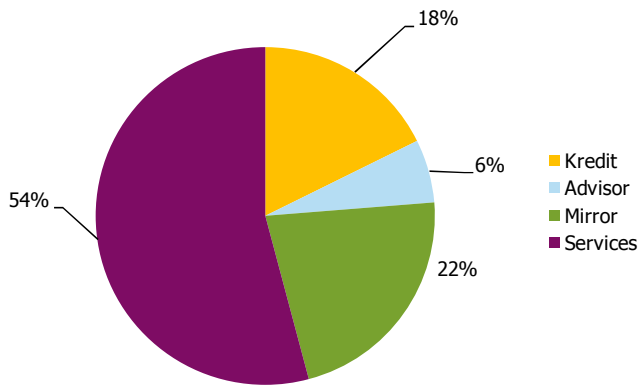
Historische Umsatzentwicklung in EUR Mio.



Source: CPU Softwarehouse AG

Den größten Umsatzbeitrag liefert mit einem Umsatzanteil von mehr als 50% das Segment Services gefolgt vom Bereich Mirror.

Umsatzverteilung nach Segmenten (2010)



Quelle: VEM Aktienbank

Die Segmente

Das Produktangebot der CPU Software AG lässt sich in insgesamt vier Segmente einteilen. Diese sind wie folgt:

Kredit

Im Bereich „Kredit" erzielte die CPU Softwarehouse AG im Geschäftsjahr 2010 einen Umsatz von EUR 1,2 Mio.. In diesem Segment bietet das Unternehmen Standardsoftware sowie Individualsoftware an, die es den Kunden ermöglichen, Prozesse im Bereich Kredit optimiert durchführen zu können.

Die Softwarelösungen unterstützen die Kunden bei jeglichen Phasen des Kreditgeschäftes; das heißt von der Kreditvergabe bis hin zur Bearbeitung, Verwaltung und regelmäßiger Neubewertung der Sicherheiten. Zudem unterstützt die Software die Kunden bei Baufinanzierungsgeschäften, beim Konsumkredit und der Absatzfinanzierung.

Advisor

Die Software aus dem Segment Advisor ist prinzipiell ein rein Schweizer Produkt, mit dem 2010 ein Umsatz von EUR 0,4 Mio. erzielt wurde.

Das maßgesteuerte Softwarepaket unterstützt und steuert Beratungsprozesse für Vermögensanlagen in verschiedenen Sprachen. Mittels der CPU Software kann entsprechend

dem Kundenprofil ein Portfolio aus einem vorgegebenen Anlagesortiment zusammengestellt, danach analysiert und für den gesamten Zeitraum der Kundenbeziehung erfasst werden.

Dabei ermittelt die Software eine detaillierte Vermögensübersicht in grafischer und tabellarischer Form. Zudem kann das Anlageprofil und die Risikoneigung des Kunden ermittelt werden. Mittels der Software werden kontinuierlich Anlagevorschläge generiert und die Performancerechnung wird vorgenommen.

Mirror

Auch „Mirror" wird hauptsächlich in der Schweiz eingesetzt. Im Geschäftsjahr 2010 erzielte die CPU Softwarehouse AG damit einen Umsatz von EUR 1,5 Mio..

Die Software hilft dem Nutzer bei der Extraktion und Transformation verschiedenster Unternehmensdaten, über den Aufbau eines Datenwarehauses bis hin zur Analyse und Präsentation der Ergebnisse.

Ziel ist es, dem Kunden Entscheidungen zu erleichtern und Effizienzsteigerungen zu erzielen. Berücksichtigt werden dabei die Kostenrechnung, die Planung und das Controlling.

Die Ergebnisse können online abgerufen werden.

Services

Das umsatzstärkste Segment ist der Bereich Services. Hier werden die IT Dienstleistungen für die Bankenwelt zusammengefasst.

Das Leistungsspektrum der CPU Softwarehouse AG umfasst unter anderem die Erstellung individueller Softwarelösungen, die Beratung, die Wartung und Pflege, die Prozessanalyse und –optimierung, das Qualitätsmanagement sowie Outsourcing und Outtasking.

Das Management

Die CPU Softwarehouse AG hat seit 2007 zwei Vorstände, die sich beide durch jahrelange Praxiserfahrung auszeichnen. Beide Vorstände besitzen eine tiefe Fachkenntnis in ihren jeweiligen Bereichen.

Werner Binder ist Sprecher des Unternehmens und ist verantwortlich für die Bereiche Vertrieb und Marketing. Herr Binder gehört bereits seit 1998 dem Konzern an. Vor seiner Tätigkeit bei der CPU Softwarehouse AG war Werner Binder für die CNR GmbH und die Delta Consult GmbH in Augsburg tätig.

Der zweite Vorstand Sven Wollenhaupt ist für die Administration und die Finanzen des Unternehmens verantwortlich. Auch Wollenhaupt ist seit 1998 für die CPU Softwarehouse AG im Finanzbereich tätig. Von 1993 bis 1998 war Wollenhaupt in einer internationalen Wirtschaftsprüfergesellschaft tätig.

Das Wettbewerbsumfeld

Das Wettbewerbsumfeld der CPU Softwarehouse AG ist sehr kompetitiv. Hauptkonkurrenten sind die Zielkunden selbst – wie zum Beispiel die Sparkassen und Genossenschaftsbanken - , welche oft noch eine eigen entwickelte Software benutzen.

Große Softwareunternehmen wie die deutsche SAP AG bieten auch Finanzsoftware an. Allerdings fokussiert sich ist die SAP AG auf Großbanken und somit wird die Zielgruppe der CPU Softwarehouse AG – die Mittelstandsbanken - von der SAP AG weniger attackiert.

Zudem gibt es viele kleine spezialisierte Anbieter, die ähnliche Produkte wie die CPU Softwarehouse AG anbieten. Diese sind unter anderen die deutsche Subito AG, die Fiducia AG sowie Fernbach und andere vor allem private Unternehmen.

Wettbewerber der CPU Softwarehouse AG nach Segmenten

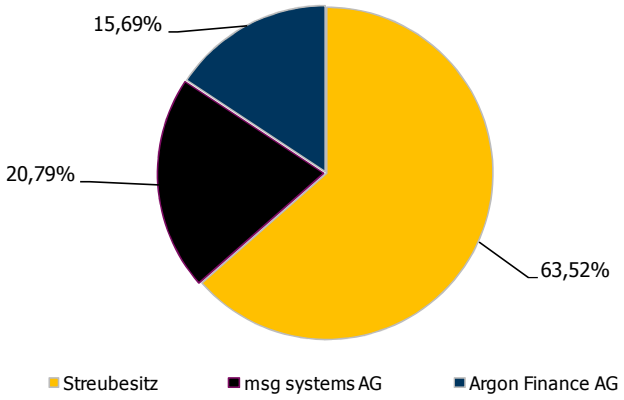
Produktlinie	Konkurrenten				
Kredit	Subito AG	Fiducia AG	Fernbach	ABIT AG	ARZ
Advisor	GAD eG	Fiducia AG	ECOFIN	inasys	ExpertSoft
Mirror	Finanz Informatik	Fiducia AG	ifb group	GAD eG	SAP AG
Services	viele IT Dienstleister				

Source: CPU Softwarehouse AG, VEM Aktienbank

Die Aktionärsstruktur

Die Aktien der CPU Softwarehouse AG werden am Münchner m:access gehandelt. Das Unternehmen verfügt über 3,509 Mio. Aktien, wovon sich 63,52% im Streubesitz befinden. 20,79% sind im Besitz der msg Systems AG und 15, 69% in Händen der Argon Finance AG.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Source: CPU Software AG

Die msg systems AG hat ihren Hauptsitz in Ismaning bei München und ist eine unabhängige, international agierende Gruppe im Bereich IT Beratung und Systemintegration.

Die Argon Finance AG hat ihren Hauptsitz in Wiesbaden und fokussiert sich auf Finanzinvestitionen.

Die Werttreiber

Die zukünftige Geschäftsentwicklung der CPU Softwarehouse 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 ansteigendes Umsatzwachstum erzielt und die Gewinnmargen ausbauen sollte.

Folgende Faktoren haben wir definiert, welche die zukünftigen Werttreiber für die Unternehmensentwicklung der CPU Softwarehouse AG sein sollten:

Optimierung des Vertriebs

Damit das Unternehmen längerfristig Erfolg hat und positive Wachstumsraten generieren kann, ist vor allem eins wichtig: eine optimierte Vertriebsorganisation. Dies hat auch das Management der CPU Softwarehouse AG erkannt und fokussiert sich vermehrt auf die Verbesserung der Vertriebsstruktur und deren Kanäle. Das Unternehmen hat sein Geschäftsmodell so verändert, dass man nun vermehrt mit Kernbankenherstellern kooperiert und sich zunehmend auf Kooperationspartner konzentriert. Dies vor allem im Bereich „Mirror". Wir rechnen mit einer Zunahme des positiven Newsflows bezüglich neu eingegangener Partnerschaften.

Allerdings erwarten wir erst mittelfristig und frühestens im Geschäftsjahr 2012 mit ersten Erfolgen und einem positiven Umsatzbeitrag. Generell sind Neukunden nur nach langen und intensiven Verhandlungen bereit, eine neue Software im Finanzbereich zu erwerben. Denn oft bedingt eine Neuausrichtung in Software eine nicht unerhebliche Neuinvestition und eine längere Einarbeitungszeit von Mitarbeitern.

Neue Produkte

Das Produktportfolio der CPU Softwarehouse AG wird konstant weiterentwickelt. Dies ist auch notwendig; unterliegen doch gerade Finanzunternehmen immer wieder neuen Regularien (z. B. Basel III) und sind somit gezwungen, die eingesetzte Software konstant anzupassen.

Vor allem konzentriert sich das Unternehmen in Neuentwicklungen im Segment Value Mirror.

Kosteneinsparungen

Das Management der CPU Softwarehouse AG legt vermehrt Wert darauf, Kosten einzusparen und den Workflow optimiert zu gestalten. So hat der 2010 Segmentwechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr der Münchner Börse (m:access) zu nicht unerheblichen Kosteneinsparungen geführt. Die vermehrte Kooperation mit externen Vertriebspartnern sollte ebenfalls zu Effizienzsteigerungen führen.

Finanzen

Rückblick

Die CPU Softwarehouse AG hat im Geschäftsjahr 2010 vor allem unter den niedrigen Auftragseingängen auf der Produktseite gelitten. Dies hatte einen Umsatzrückgang von 12% gegenüber dem Geschäftsjahr 2009 auf EUR 6,88 Mio. zur Folge.

Vor allem die Bankenwelt war erheblich von der Finanzkrise getroffen und somit wurden dort Neuinvestitionen vor allem im Bereich Software zurückgestellt. Davon war die CPU Softwarehouse AG betroffen.

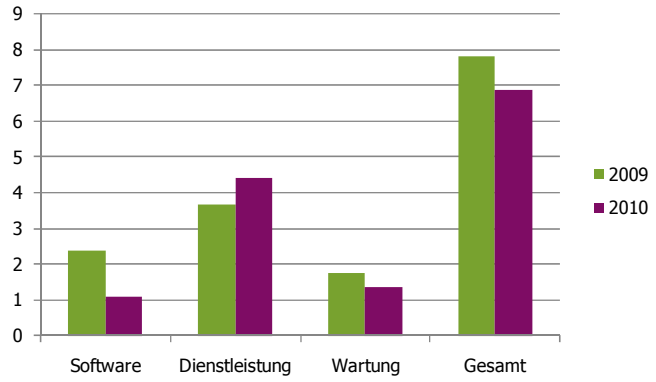
Im Segment Professional Services allerdings war die CPU Softwarehouse AG 2010 in der Lage, ein erfreuliches Umsatzwachstum von 7% zu generieren.

Trotz des nicht unerheblichen Umsatzrückgangs konnte das Unternehmen aufgrund von erfolgreichen Kostensenkungsmaßnahmen im Geschäftsjahr 2010 einen Gewinn erwirtschaften.

2010 betrug der operative Gewinn EUR 0,384 Mio., was einer EBIT Marge von 5,6% entspricht.

Der Nettogewinn lag bei EUR 0,357 Mio., bzw. einem Gewinn pro Aktie von EUR 0,10.

Historische Umsatzentwicklung nach Bereichen in EUR Mio.



Source: CPU Softwarehouse AG

Ausblick

Die Auftragsbücher der CPU Softwarehouse AG sollten sich langsam wieder füllen und die intensivierte Zusammenarbeit mit externen Vertriebspartnern sollte einen positiven Einfluss auf die zukünftige operative Entwicklung des Unternehmens haben.

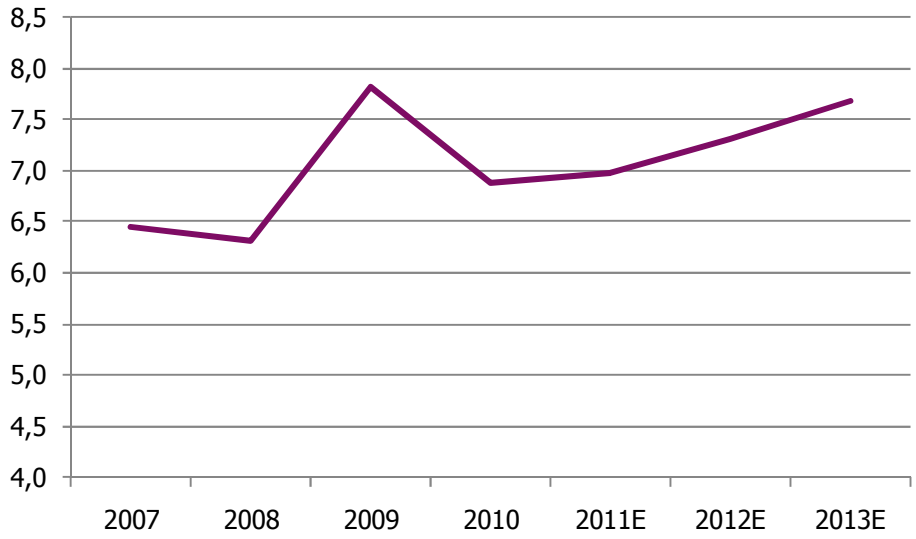
Allerdings glauben wir, dass 2011 noch ein Transformationsjahr wird. Vertriebsgespräche mit Neukunden dauern und Investitionsentscheidungen der Zielkunden werden erst nach Monaten gefällt. Konsequenterweise glauben wir, dass sich die intensivierten Bemühungen erst im Geschäftsjahr 2012 positiv auf die Umsatzentwicklung des Unternehmens auswirken sollten.

Für 2011 gehen wir von einem minimalen Wachstum von 1,3% aus. Daraus ergibt wir für das Geschäftsjahr 2011 ein Umsatz von EUR 6,97 Mio.. Der operative Gewinn sollte EUR 0,526 Mio. betragen, was einer EBIT Marge von 7,6% entspricht. Der Gewinn pro Aktie 2011 dürfte bei 0,15 EUR liegen.

Ab 2012 rechnen wir wieder mit einem deutlicheren Umsatzanstieg.

Die Kombination aus dem vermehrten Absatz neuer Produkte und Vertriebserfolgen dürfte im Geschäftsjahr 2012 ein Umsatzwachstum von 5% zur Folge haben. Der Gesamtumsatz für das Geschäftsjahr 2012 sollte somit bei EUR 7,32 Mio. liegen. Die operative Gewinnmarge sollte ausgebaut werden können. Für 2012 kalkulieren wir mit einer EBIT Marge von 7,9%.

Umsatzentwicklung nach Bereichen in EUR Mio.



Source: CPU Softwarehouse AG, VEM Aktienbank

Anhang

Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR Mio.)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	**6,452**	**6,321**	**7,821**	**6,880**	**6,971**	**7,319**	**7,685**
Wachstum in %		-2,0%	23,7%	-12,0%	1,3%	5,0%	5,0%
Sonstiges	0,127	0,341	0,060	0,341	0,351	0,362	0,373
Wachstum in %		168,5%	-82,4%	468,3%	3,0%	3,0%	3,0%
Total	**6,579**	**6,662**	**7,881**	**7,221**	**7,322**	**7,681**	**8,058**
Wachstum in %		1,3%	18,3%	-8,4%	1,4%	4,9%	4,9%
Materialaufwand	-3,774	-4,442	-5,143	-4,542	-4,566	-4,758	-4,919
in % des Umsatzes	58,5%	70,3%	65,8%	66,0%	65,5%	65,0%	64,0%
Rohergebnis	**2,805**	**2,220**	**2,738**	**2,679**	**2,756**	**2,924**	**3,139**
Bruttomarge	42,6%	35,1%	35,0%	38,9%	39,5%	39,9%	40,8%
Vetriebskosten	-0,997	-0,884	-0,986	-0,895	-0,906	-0,952	-0,999
in % des Umsatzes	15,5%	14,0%	12,6%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Allgemeine Verwaltungskosten	-1,402	-1,275	-1,270	-1,153	-1,080	-1,135	-1,191
in % des Umsatzes	21,7%	20,2%	16,2%	16,8%	15,5%	15,5%	15,5%
Forschung und Entwicklungskosten	-0,162	-0,056	-0,495	-0,247	-0,244	-0,256	-0,269
in % des Umsatzes	2,5%	0,9%	6,3%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%
EBITDA	**0,250**	**0,005**	**-0,012**	**0,385**	**0,542**	**0,638**	**0,769**
EBITDA Marge	3,9%	0,1%	-0,2%	5,6%	7,8%	8,7%	10,0%
Abschreibungen	0,006	0,000	0,001	0,001	0,016	0,057	0,089
EBIT	**0,244**	**0,005**	**-0,013**	**0,384**	**0,526**	**0,581**	**0,680**
EBIT Marge	3,8%	0,1%	-0,2%	5,6%	7,5%	7,9%	8,8%
Finanzergebnis	0,006	0,000	0,002	-0,028	0,005	0,017	0,029
Ergebnis vor Ertragsteuern	**0,250**	**0,005**	**-0,011**	**0,356**	**0,531**	**0,598**	**0,709**
	3,9%	0,1%	-0,1%	5,2%	7,6%	8,2%	9,2%
Steuern vom Ertrag	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000
Ergebnis aus fortzuführenden Geschäftsbereichen	**0,250**	**0,005**	**-0,011**	**0,357**	**0,531**	**0,598**	**0,709**
Nettomarge	3,8%	0,1%	-0,1%	5,2%	7,6%	8,2%	9,2%
Dividenden	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Minority Interests	0,000	0,000	-0,007	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	0,250	0,005	-0,018	0,357	0,531	0,598	0,709
Gewinn pro Aktie	**0,070**	**0,001**	**-0,003**	**0,100**	**0,149**	**0,168**	**0,199**
Anzahl der Aktien in Mio.	3,570	3,570	3,570	3,570	3,570	3,570	3,570

Source: VEM Aktienbank, CPU Softwarehouse AG

Bilanz

(in EUR Mio)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
AKTIVA							
Sachanlagen	1,1560	1,3630	0,0900	0,0730	0,2568	0,3997	0,5109
Immaterielle Vermögenswerte	0,1390	0,1000	0,0200	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090
Finanzanlagen	0,0150	0,0150	0,0010	0,0010	0,0010	0,0010	0,0010
Sonstiges	-	0,1290	-	-	-	-	-
Anlagevermögen	***1,3100***	***1,6070***	***0,1110***	***0,2830***	***0,4668***	***0,6097***	***0,7209***
Vorräte	0,0840	0,1740	0,0670	0,1910	0,1501	0,1564	0,1617
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,6630	0,6250	0,9550	1,0000	0,9549	1,0027	1,0528
Sonstige Forderungsgegenstände	0,1180	0,2770	0,3390	0,3910	0,3910	0,3910	0,3910
Liquide Mittel	1,2350	0,6280	0,5680	0,5420	0,9709	1,4052	1,9779
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0140	0,0210	0,0830	0,0020	0,0020	0,0020	0,0020
Umlaufvermögen	***2,1140***	***1,7250***	***2,0120***	***2,1260***	***2,4690***	***2,9573***	***3,5854***
TOTAL	**3,4240**	**3,3320**	**2,1230**	**2,4090**	**2,9357**	**3,5670**	**4,3062**
P A S S I V A							
Eigenkapital	***1,7720***	***1,8950***	***0,4330***	***0,6760***	***1,2067***	***1,8050***	***2,5144***
Gezeichnetes Kapital	10,5270	3,5090	3,5090	3,5090	3,5090	3,5090	3,5090
Kapitalrücklage	1,0530	2,1000					
Währungsdifferenzen	- 0,0930	- 0,0810	- 0,0140	- 0,1270	- 0,1270	- 0,1270	- 0,1270
Ergebnisvortrag	- 9,7150	- 3,6330	- 3,0620	- 2,7060	- 2,1753	- 1,5770	- 0,8676
Rückstellungen							
Rückstellungen für Pensionen	0,1630	0,1090	0,4420	0,3440	0,3440	0,3440	0,3440
Sonstige Rückstellungen	0,9190	0,5810	0,5670	0,5850	0,5967	0,6086	0,6208
Verbindlichkeiten							
Langfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten				-	-	-	-
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,4090	0,5840	0,3930	0,5160	0,5004	0,5214	0,5390
			-		-	-	-
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	0,1480	0,1330	0,2290	0,1660	0,1660	0,1660	0,1660
					-	-	-
Rechnungsabgrenzungskosten	0,0130	0,0300	0,0590	0,1220	0,1220	0,1220	0,1220
TOTAL	**3,4240**	**3,3320**	**2,1230**	**2,4090**	**2,9357**	**3,5670**	**4,3062**

Source: VEM Aktienbank, CPU Software houseAG

Cash Flow

(in EUR Mio.)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Konzernergebnis			0,531	0,598	0,709
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen			0,016	0,057	0,089
Veränderung der Rückstellungen			0,012	0,012	0,012
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva			0,086	-0,054	-0,055
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva			-0,016	0,021	0,018
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	**-0,102**	**0,181**	**0,629**	**0,634**	**0,773**
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen			-0,200	-0,200	-0,200
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	**-0,046**	**-0,226**	**-0,200**	**-0,200**	**-0,200**
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)			0,000	0,000	0,000
Ausschüttungen an Gesellschafter (Dividenden)			0,000	0,000	0,000
Veränderung der Bankverbindlichkeiten			0,000	0,000	0,000
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	**0,000**	**0,000**	**0,000**	**0,000**	**0,000**
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel	-0,148	-0,045	0,429	0,434	0,573
Wechselkurs	0,002	0,001			
Liquide Mittel am Anfang der Periode	0,714	0,568	0,542	0,971	1,405
Liquide Mittel am Ende der Periode	**0,568**	**0,542**	**0,971**	**1,405**	**1,978**

Source: VEM Aktienbank, CPU Software house AG

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 lnformationsmemorandums 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
08.07.2011	EUR 2,75	Halten	EUR 2,38

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	Disclosure
	9 - 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 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"), 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 >= + 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 <= - 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: 08.07.2011

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.