

## CPU AG

### Stärken und Chancen

- *Konsolidierung fast abgeschlossen:* Die vergangenen Geschäftsjahre waren bei CPU von Kundenrückgang durch die Krise in der deutschen Finanzbranche und einhergehend damit von einem rückläufigen Umsatz geprägt. Verluste auf Konzernebene waren die Folge. In 2004 zeigte die eingeschlagene Konsolidierungsstrategie der neuen Unternehmensführung spürbare Erfolge. CPU steht nun unmittelbar vor dem Turn-around.
- *Gute Marktpositionierung:* CPU ist eines der führenden Softwarehäuser für die Finanzdienstleistungsbranche in Deutschland. Mit der Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette und rund 70 Mitarbeitern hat CPU die kritische Größe erreicht auch Großprojekte seiner Kunden übernehmen zu können. Das Unternehmen konzentriert sich auf die deutschsprachigen Länder des Euro-Raums sowie die Schweiz.
- *Attraktive Bewertung:* Bei Einhaltung der Geschäftsprognosen ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 0,95 Euro je Aktie, was einem Aufwärtspotenzial von rund 20 Prozent entspricht.

### Schwächen und Risiken

- *Schwieriges Marktumfeld:* Die Krise im Bankensektor hält an. Eine weitere Investitionszurückhaltung kann die Umsatzentwicklung von CPU auch in Zukunft belasten und zum Verlust von Kunden führen.
- *Angespannte Finanzsituation:* Trotz der deutlich verringerten Verschuldung ist die Finanzsituation des Unternehmens noch nicht solide.

## Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

**Aktueller Kurs** 0,78 Euro

### Stammdaten

ISIN	DE0005454300
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Augsburg
Internet	www.cpu-ag.com
Ausstehende Aktien	10,1 Mio. Stück*
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	7,88 Mio. Euro
Free Float	rund 60 %

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (52 Wochen) 0,93 Euro / 0,62 Euro

Performance (52 Wochen) -2,50 %

Ø-Umsatz (30 Tage) ca. 14 Tsd. Euro / Tag

### Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 30.12.)	2004	2005(e)	2006(e)
Gesamterlöse (Mio. EUR)	4,5	6,5	9,0
EpS (EUR)*	-0,02	0,01	0,05
KUV	1,75	1,21	0,88
KGV	neg.	78,0	15,6

## Disclaimer

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH (im folgenden Performaxx) für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt Performaxx jedoch keine Gewähr. Die CPU AG ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch Performaxx haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

Performaxx und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

## Unternehmensprofil

### *Lange Erfahrung als Softwareunternehmen für die Finanzbranche*

CPU ist ein auf die Finanzbranche spezialisiertes Softwarehaus und konzentriert sich auf die Unterstützung und Optimierung individueller Kundenprozesse auf der Basis standardisierter Verfahren und Komponenten. Dabei greift CPU sowohl auf eigene Produkte zurück, als auch auf Fremdprogramme, die im Rahmen der Projekte auf die Kundenerfordernisse aufeinander abgestimmt werden. Das Unternehmen wurde 1981 gegründet und kann dadurch auf eine große Branchenerfahrung zurückblicken. Die derzeitige Unternehmensführung unter dem Vorstand Manfred W. Köhler leitet CPU seit dem Jahr 2000 und schlug einen konsequenten Konsolidierungs- und Restrukturierungskurs ein, der mittlerweile als abgeschlossen gilt.

### *Holding-Struktur*

CPU ist nun in Form einer Holdingstruktur organisiert, unter der vier aktive Gesellschaften das operative Geschäft betreiben. Im einzelnen sind dies die Unternehmen CPUsoftware Lab GmbH & Co. KG, ISMC GmbH und die inxsys AG sowie die kürzlich erworbene Schweizer Gesellschaft FINSys AG. Sie bearbeiten die vier Kernbereiche Anlage-, Kredit-, Projektgeschäft und Banksteuerung. Der Bereich Kreditgeschäft trug in 2004 etwa zur Hälfte zum Umsatz bei, gefolgt vom Sektor Anlagegeschäft mit etwa 30 Prozent. Insgesamt beschäftigt CPU heute rund 70 Mitarbeiter.

### *Kapitalerhöhung führt zu Verkleinerung des Free Float*

Die Aktien der CPU sind unter der ISIN DE0005454300 im General Standard am geregelten Markt der Deutschen Börse notiert. Nach der angekündigten Kapitalerhöhung ergibt sich folgende Anteilsverteilung: Knapp 60 Prozent der 10,1 Mio. Stückaktien befinden sich im Free Float. Rund 22 Prozent der Anteile liegen bei dem Unternehmen msg systems ag. Der Rest ist im Besitz eines noch unbekanntem Investors.

## Markt und Strategie

### *Entwicklung und Vertrieb von Standardsoftware*

Die CPU Softwarehouse AG ist ein zukunftsorientiertes Softwarehouse, das anwenderspezifische Lösungen für Kundenprozesse, insbesondere für die Finanzdienstleistungsbranche, entwickelt, implementiert und betreut. Hierbei werden durch die jeweiligen Konzerngesellschaften sowohl die eigenen Produkte als auch Fremd- bzw. Individualprogramme entsprechend den Kundenerfordernissen berücksichtigt und im Rahmen von Projekten aufeinander abgestimmt. Die Kernkompetenzen liegen in den Bereichen Kredit, Wertpapierberatung sowie Internetapplikationen und neuerdings im Data-Warehousing sowie in Bereichen der Gesamtbanksteuerung. Zudem besteht seit Jahren ein fundiertes Know-how im Projektmanagement für Entwicklungen von hochkomplexen und sicherheits-

kritischen Anwendungen. Das Unternehmen konzentriert sich auf die deutschsprachigen Länder des Euroraumes sowie die Schweiz.

***Führendes  
Softwarehaus für die  
Finanzdienstleistungs-  
branche in Europa***

Erklärtes Ziel des Unternehmens ist es, einer der marktführenden Anbieter von spezifischer Software für Finanzdienstleister in den Ländern der Euro-Zone, der Schweiz und den Beitrittsländern der Europäischen Union zu werden. Um den Kunden durch die Erschließung von Rationalisierungs- und Differenzierungspotenzialen mehr Effizienz und Zusatznutzen zu bringen, konzentriert sich CPU konsequent auf seine Kernkompetenzen und ausgewählte Partnerschaften. CPU hat es sich zur Aufgabe gemacht, Markttrends frühzeitig zu erkennen und ein innovatives Produkt- und Leistungsangebot für die gesamte Wertschöpfungskette eines Finanzdienstleisters anbieten zu können.

***Krise im Bankensektor  
bietet Risiken und  
Chancen***

Nach Angaben des Bundesverbands deutscher Banken gibt es in der EU rund 8.000 monetäre Finanzinstitute. Davon entfallen auf Deutschland rund 30 Prozent, Österreich etwa 10 Prozent und die Schweiz 4 Prozent. Dabei unterliegt der Bankensektor seit einigen Jahren einer massiven Strukturreform mit deutlichen Konzentrationstendenzen und Strategiewechseln, die mit einem umfangreichen Stellenabbau einhergingen. Während die Mitarbeiterressourcen sich verringerten, blieb die Infrastruktur im Beratungs- und Entscheidungsprozeß nahezu unverändert bestehen. Dies führte zu einem deutlichem Rückgang bei der Kundenzufriedenheit. Unabhängigen Umfragen zufolge sind fast 70 Prozent der Kunden mit dem Service ihrer Bank unzufrieden. Für diese leitet sich daraus ein dringender Handlungsbedarf ab, ihre Prozesse auf die neuen Gegebenheiten auszurichten und zu optimieren. Für CPU bietet dies eine interessante und aussichtsreiche Möglichkeit, sowohl Neukunden als auch neue Projektaufträge zu akquirieren.

***Kundenbindung  
entscheidend***

Bei der Neukundenakquise konzentriert sich CPU vor allem auf den Geschäftsbereich Anlage. Ein hohes Maß an Qualität soll zu überdurchschnittlicher Kundenzufriedenheit und damit -bindung führen. Sowohl auf der Ebene der Holding als auch bei den operativen Tochtergesellschaften sollen weitere Kostenoptimierungen erfolgen.

***Kritische Größe  
erreicht***

Mit der Übernahme der Finsys konnte CPU seine Marktposition weiter verbessern. Mit der Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette und rund 70 Mitarbeitern hat CPU die kritische Größe erreicht, auch Großprojekte seiner Kunden übernehmen zu können.

## Geschäftsentwicklung

### *Krise führte zu Umsatzeinbruch und Verlusten*

Die vergangenen Geschäftsjahre waren bei CPU von Kundenrückgang durch die Krise in der deutschen Finanzbranche und einhergehend damit von einem rückläufigen Umsatz geprägt. Verluste auf Konzernebene waren die Folge.

### *Konsolidierungsstrategie zeigt Erfolg*

In 2004 brachte die eingeschlagene Konsolidierungsstrategie erste Erfolge. Zwar ging der Umsatz nochmals von 5,6 Mio. Euro im Vorjahr auf 4,5 Mio. Euro zurück. Mit einer EBIT-Verbesserung von minus 1,4 Mio. Euro in 2003 auf minus 0,15 Mio. Euro im abgelaufenem Geschäftsjahr näherte sich die CPU aber deutlich dem Break-even. Der Konzernjahresfehlbetrag betrug nach 1,6 Mio. Euro in 2003 nur noch 0,14 Mio. Euro in 2004.

### *Neukundenzuwachs trotz schwieriger Marktbedingungen*

Die am Markt erwartete und prognostizierte Entspannung bei den Investitionen im Bankensektor trat im abgelaufenen Geschäftsjahr nicht ein. Trotzdem gelang es CPU, den Kundenrückgang der vergangenen Jahre zu stoppen und erfolgreich neue Kunden zu akquirieren.

	<i>GJ 2003</i>	<i>GJ 2004</i>
Umsätze	5,6 Mio.	4,5 Mio.
EBIT	- 1,4 Mio.	- 0,16 Mio.
Konzernergebnis	- 1,6 Mio.	- 0,14 Mio.
Ergebnis je Aktie	- 0,19	- 0,02

*Kennzahlen im Jahresvergleich (Mio. Euro)*

### *Projekt- und Kreditgeschäft mit hohen Renditen*

Unter dem Umsatzrückgang musste vor allem der Sektor Projektgeschäft leiden. Trotzdem erzielte der Geschäftsbereich eine operative Marge von rund 20 Prozent und lag damit etwas über derjenigen des Segments Kreditgeschäft mit 18 Prozent. Das Konzernergebnis wurde vor allem durch Verluste aus der Holding belastet. Trotz Kosteneinsparungen von rund 1,2 Mio. Euro fiel hier ein Verlust von 0,46 Mio. Euro an.

### *Verschuldung weiter abgebaut*

Die Verschuldung des Konzerns wurde in 2004 deutlich zurückgefahren. Während sich die Verbindlichkeiten zum 31.12.2003 noch auf über 4 Mio. Euro beliefen, betrugen sie zum Ende des Geschäftsjahres 2004 noch rund 1,8 Mio. Euro. Die liquiden Mittel lagen zu diesem Stichtag bei 2,8 Mio. Euro.

## Bewertung

### Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau der CPU ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells verzichten wir, da diese die Genauigkeit und Aussagekraft unserer Bewertungstaxe bei einer kleinen, im Turn-around befindlichen Gesellschaft wie CPU nicht verbessern würde.

### Diskontierungszins nach CAPM 12,5 Prozent

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,5 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Als Maß für das systematische Risiko setzen wir einen Beta-Faktor von 1,7 als Mittelwert zwischen dem kurz- und langfristigen Beta-Faktor an, der die aktuell recht hohe Marktsensitivität adäquat berücksichtigt. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 12,5 Prozent. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 1 Prozent. Die Aktienzahl setzen wir aufgrund der geplanten Kapitalerhöhung auf 10,1 Mio. Stück an. Der deutliche Umsatzanstieg in den Jahren 2005 und 2006 ist Folge der Konsolidierung der übernommenen Finsys.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ewige Rente
Umsatz (in Mio. Euro)	6,5	9,0	10,0	11,0	12,0	12,6	13,2	13,6	
Nettorendite (in Prozent)	0,0	4,0	6,0	8,0	10,0	11,0	12,0	12,0	
Gewinn (in Mio. Euro)	0,0	0,5	0,6	0,9	1,2	1,4	1,6	1,6	
<b>Gewinn je Aktie (in Euro)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,16</b>	<b>1,42</b>

Ertragswert der CPU AG: 9,6 Mio. Euro bzw. 0,95 Euro je Aktie

### Fairer Wert 0,95 Euro je Aktie

Auf Basis unserer Prognosen ergibt sich ein Ertragswert von 9,6 Mio. Euro respektive 0,95 Euro je Aktie. Diese Bewertung liegt knapp 20 Prozent über dem aktuellen Kursniveau.

### Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

CPU hat seine Konsolidierung fast abgeschlossen und steht unmittelbar vor dem Turn-around. Während die Segmente Projekt- und Kreditgeschäft bereits profitabel sind, muss insbesondere die Holding noch weitere Kostenoptimierungen vornehmen. Das Marktumfeld bleibt aufgrund der Krise im Bankensektor schwierig, birgt jedoch auch Chancen. Nicht zuletzt durch die Übernahme der Finsys ist CPU am Markt gut positioniert und verfügt über die kritische Größe, die gesamte Wertschöpfungskette zu nutzen. Sollte das Unternehmen seine Geschäftsziele erreichen und nachhaltig in der Gewinnzone arbeiten, ist die Aktie

von CPU zur aktuellen Bewertung attraktiv bewertet. Phantasie ergibt sich zudem aus dem Gesellschafterkreis des Unternehmens. Die msg systems und evtl. der namentlich noch unbekanntes Investor, der im Rahmen der Kapitalerhöhung zum Großaktionär der CPU wurde, könnten auch operativ dem Geschäft der CPU, z. B. durch eine Kooperation und gemeinsame Kundenbearbeitung, weitere positive Impulse geben. Vor diesem Hintergrund lautet unser Urteil für die CPU-Aktie „Spekulativ kaufen“.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Balanstr. 16  
81669 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0  
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>  
E-Mail: [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)