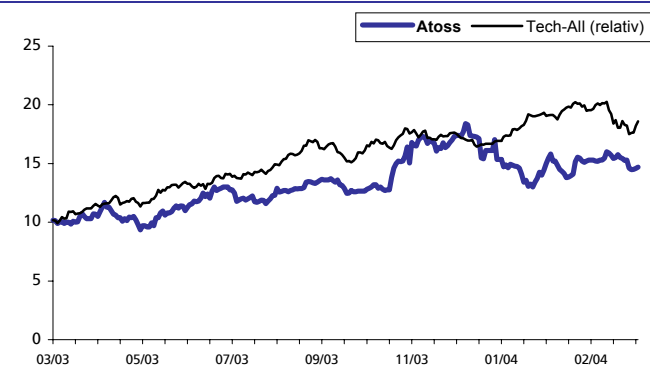




Background	Bewertung	Kennzahlen
------------	-----------	------------

Rating: Marketperformer (unverändert)
EquiRisk: A+ **Fair Value:** 14,20 €

ISIN: DE0005104400 Kurs: 14,50 €
 Reuters: AOFG.F Tech-AS: 713,80
 Bloomberg: AOF
 Internet: www.atoss.com
 Segment: Prime Standard
 Branche: Software/IT



Marktkapitalisierung: 59,02 Mio. €
 Hoch / Tief 52 Wochen: 18,50 € / 9,20 €
 Aktienzahl: 4,07 Mio.

Aktionäre: Free Float 33,5 %
 Gründerfamilie 54,8 %
 MA u. Management 6,1 %
 Eigene Aktien 5,6 %

Termine: HV / vorl. Q1-Zahlen 22.04.04
 Veröffentlichung Q1/04 14.05.04

Analyst: Felix Ellmann +49 (40) 30 95 37-12

Institutionelle Kundenbetreuung:



Clemens Schlöter +49 (40) 37 85 52-11
 Sabine Zurmühlen +49 (40) 37 85 52-13
 Henner Rüschemier +49 (40) 37 85 52-21
 Robert Suckel +49 (40) 37 85 52-22

Strategische Konsolidierung

Highlights

- Die ATOSS AG legte ein sehr gutes Geschäftsjahr 2003 vor, was das Unternehmen dazu veranlasst, erneut eine Sonderdividende von 1,50 je Aktie vorzuschlagen.
- Das erste Quartal sollte unter dem Niveau des Vorjahres ausfallen. Für das Gesamtjahr jedoch erwarten wir ein Wachstum von ca. 5% sowie eine weitere Ertragssteigerung.
- Ziel einer Reihe strategischer Maßnahmen, die vor allem sämtliche operative Bereiche enger verzahnt in die Wertschöpfungskette einbeziehen sollen, ist das Erzielen höheren Wachstums in den kommenden Jahren.
- Wir halten die Aktie auf dem derzeitigen Niveau für angemessen bezahlt. Der DCF-Wert liegt bei 14,20 €.

Anlageurteil

Das Jahr 2004 wird bei ATOSS eine Konsolidierung auf hohem Niveau mit sich bringen. Eine Reihe strategischer Maßnahmen soll das Unternehmen auch für die kommenden Jahre gut ausrichten.

Im Jahr 2004 erwarten wir ein leichtes Wachstum um ca. 5% bei einer weiteren Margenerhöhung. Insgesamt sehen wir die ATOSS derzeit gut positioniert und bei dem derzeitigen Kursniveau angemessen bezahlt.

Strategie

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Bewertung

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Performance innerhalb Branche

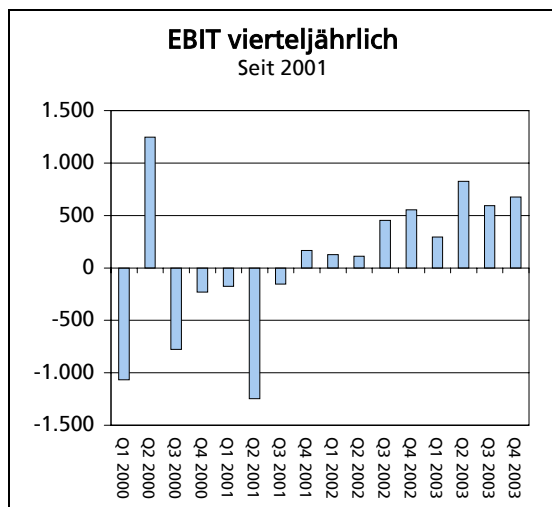
Under	Market	Out
-------	--------	-----

Performance gegenüber Index

Under	Market	Out
-------	--------	-----

(neu) ■ (alt) ■

Geschäftsjahresende	12/03	12/04e	12/05e	12/06e	CAGR
Umsatz	23,4	24,5	26,8	28,6	6,9%
EBITDA	3,4	3,7	4,4	4,8	11,9%
Marge	14,56%	15,24%	16,45%	16,68%	
EBIT	2,4	2,7	3,3	3,6	14,3%
Marge	10,21%	11,04%	12,25%	12,48%	
Nettoergebnis	1,9	2,2	2,6	2,8	13,6%
Marge	8,07%	8,81%	9,60%	9,69%	
EpA	0,46	0,52	0,60	0,63	10,6%
EpA in €, andere Angaben in Mio. €					
KUV	2,52	2,45	2,31	2,24	
KGv	31,26	27,85	24,09	23,13	



Grafik 1; Quelle: ATOSS

Sehr starkes 2003

Die ATOSS Software AG legte ein sehr starkes Jahr 2003 vor. In schwierigem wirtschaftlichen Umfeld konnte der Umsatz zwar nur um 1%, das EBIT jedoch um 85% gesteigert werden. Sehr erfreulich dabei ist auch, dass das Unternehmen bei relativ geringer Ergebnisvolatilität kontinuierlich positive Ergebnisse vorweisen konnte. ATOSS schüttet vor diesem Hintergrund nochmals eine Sonderdividende in Höhe von 1,50 je Aktie aus (vorbehaltlich der Zustimmung der HV am 22.04., Ausschüttung 23.04). Langfristig wird die Gesellschaft allerdings wie geplant eine vorsichtiger Dividendenpolitik durchführen. Konkret: Ausschüttung von 30-50% des versteuerten Jahresüberschusses (siehe hierzu auch News-Flash vom 17.02.04).

Hauptgrund für die gute Entwicklung des Jahres 2003 war die Senkung von Vertriebs- und Verwaltungskosten. Negativ anzumerken ist allerdings, dass der Umsatz im Consulting zurückging. Der Bereich Consulting soll zukünftig jedoch stärker in die Wertschöpfung eingebunden werden. Der Anteil des Consulting sank von 11% in 2002 auf nur noch 7% in 2004, obgleich dieses Geschäftsfeld sehr attraktiv ist und durchaus einen Platz im Zentrum der Tätigkeit der ATOSS innehalten könnte. Denn es geht bei der Implementation von ATOSS-Arbeitszeitmanagementlösungen nicht nur um das Verkaufen von Software. Ein Unternehmen kann häufig auch strukturell zum Positiven verändert werden. Die im folgenden ausgeführten strategischen Maßnahmen sollen vor allem auch das Consulting stärker in die vertrieblichen Bemühungen der ATOSS einbeziehen. Hieraus können mittelfristig merkliche Wachstumsimpulse erwachsen.

2004 wird weniger dynamisch

Ziel von ATOSS ist es, in 2004 stärker zu wachsen als in 2003, was bei einem Wachstum von 1% in 2003 kein Problem darstellen sollte. Ehrgeiziger formuliert das Unternehmen allerdings die Margenziele. Bereits in 2003 erwirtschaftete das Unternehmen eine EBIT-Marge von gut 10%. Diese soll weiter gesteigert werden.

Wir rechnen für 2004 mit knapp 5% Wachstum. Langfristig will man auch wieder stärker wachsen.

Dieses soll vor allem mit vier Maßnahmen geschehen:

1. „Verbesserte Leadgenerierung“

Unter diesem Punkt ist primär gemeint, dass ATOSS die maximale Anzahl adressierbarer Projekte auch realisiert. Dies soll neben Modifikationen im Vertrieb auch durch das verstärkte Partnergeschäft und Projektadressierungen in den Bereichen öffentlicher Sektor, Handel, Logistik und Produktion geschehen. Dieser Punkt geht einher mit den beiden folgenden.

Consulting soll stärker in die Wertschöpfungskette integriert werden

Background

Bewertung

Kennzahlen

Lösungen für vielfältige Kundenanforderungen**2. Integrierter Vertriebs- und Leistungsprozess**

ATOSS plant die Bereiche Vertrieb, Services und Consulting enger zusammenzuführen. Hierbei geht es vornehmlich darum, die Lösungskompetenz der Gesellschaft in den Vertriebsprozess zu integrieren und die bisherige eher getrennte Profit-Center-Organisation der Bereiche etwas zu lockern. Dies führt zu einer neuen Vorstandsorganisation in zwei Bereichen: Für den operativen Bereich ist Herr Obereder verantwortlich, während Christof Leiber die Personal- und Verwaltungsbereiche leitet.

3. Bereitstellen von Lösungen für jede Kundenanforderung

ATOSS bietet derzeit vornehmlich zwei Lösungen an. Zum einen die ATOSS Staff Efficiency Suite (ASES) für funktionsbreite Anwendungen und komplexe Großprojekte sowie die ATOSS Time Control für eher kleinere Lösungen. Prinzipiell kann jedoch insbesondere auch ATOSS Time Control in speziellen Bereichen relativ einfach in Großprojekten eingesetzt werden. Andersherum gibt es auch kleinere Projekte in denen ASES sinnvoll eingesetzt werden kann. Diese Potenziale zu heben, ist Ziel dieser Initiative.

4. Adressierung des Marktes für Geschäftsprozessoptimierung

Die Geschäftsprozessmanagementlösung mit dem ATOSS Produkt AENEIS ermöglicht die intelligente Modellierung von Unternehmensprozessen. In diesem Segment hat ATOSS, gemessen an der guten Qualität des Produktes, nur sehr geringe Umsätze (300 T€ Lizenzen p.a.). Auch hier lässt sich Potenzial heben.

Neben diesem Maßnahmenkatalog treibt ATOSS weiter die Branchenfokussierung voran. Insbesondere in den Bereichen Medical aber auch Retail, produzierendem Gewerbe und Logistik konnte sich die ATOSS durch die Gewinnung wesentlicher Projekte einen Namen machen und erhebliches Know-how aufbauen.

Branchenfokussierung als Stellschlussmerkmal**Konklusion**

Ungeachtet der genannten strategischen Maßnahmen erwarten wir jedoch zunächst ein Q1 unter dem Niveau des Vorjahres. Wir rechnen jedoch auch in 2004 mit einer hohen Marge von 11% auf EBIT-Basis. Die stärkere Einbindung des Consulting-Geschäftes sowie die Bündelung der operativen Führungsaufgaben bei Herrn Obereder halten wir für sinnvoll. Mit einem starken Ergebnisimpact hieraus rechnen wir jedoch erst ab dem 2. Halbjahr 2004 und darüber hinaus.

Q1 wird schwach

Background

Bewertung

Kennzahlen

Bewertung: ATOSS		Kurs in €:			14,50 €
	2003	2004e	2005e	2006e	
KGV	31,26	27,85	24,09	23,13	
Dynamisches KGV	2,29	2,04	1,77	1,70	
KCV	16,87	18,86	16,76	16,14	
Marktkap/Umsatz	2,52	2,45	2,31	2,24	

Tabelle1; Quelle: SES Research

Mit einem KGV von 28 für das laufende Jahr erscheint die ATOSS auf den ersten Blick sehr ambitioniert gepreist. Diese Bewertung ist jedoch vor dem Hintergrund der exzellenten bilanziellen Ausstattung des Unternehmens zu relativieren. Vor allem der folgende EV-Vergleich sowie das DCF Modell tragen diesem Sachverhalt eher Rechnung als eine unbereinigte Multiplikatoren Betrachtung.

Multiplikatorenvergleich

In den Multiplikatorenvergleich gehen folgende Basisdaten ein:

Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen												
	Kurs (LW)	Marktkap. in Mio. (LW)	Umsatz in Mio. (LW)				CAGR: 01-04	Ergebnis je Aktie (LW)				CAGR: 01-04
			2002	2003e	2004e	2005e		2002	2003e	2004e	2005e	
FJH	18,26	139,69	127,33	119,85	124,52	135,508	2,10%	2,15	1,17	1,72	1,76	-6,36%
IDS Scheer	18,00	571,50	181,4	221,795	286,376	323,74	21,30%	0,43	0,555	0,741	0,913	28,53%
Nexus	2,32	23,88	15,85	15,00	N.A.	N.A.	n.a.	-0,04	-0,03	0,06	N.A.	n.a.
P&I	6,00	46,20	40,22	39,30	40,56	42,18	1,60%	0,14	0,32	0,35	0,38	40,50%
ATOSS	14,50	59,03	23,25	23,41	24,54	26,77	4,82%	0,31	0,46	0,52	0,60	25,24%

EV Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen (EV-Analyse)										
	Kurs (LW)	Marktkap. in Mio. (LW)	EBIT in Mio. (LW)				CAGR: 01-04	EV-Basisdaten		
			2002	2003e	2004e	2005e		Netto Cash*	EV	
FJH	18,26	139,69	25,20	12,965	18,93	22,29	-4,01%	-18,0	157,7	
IDS Scheer	18,00	571,50	23,7	28,858	39,489	48,165	26,67%	55,4	516,1	
Nexus	2,32	23,88	-2,45	0,10	N.A.	N.A.	n.a.	14,7	9,2	
P&I	6,00	46,20	3,63	3,97	4,22	4,39	6,59%	6,2	40,0	
ATOSS	14,50	59,03	1,29	2,39	2,71	3,28	36,50%	29,0	30,0	

Tabelle 2; Quelle: Bloomberg, SES Research *Nettoposition teilweise auch um Rückstellungen o.ä. bereinigt

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Background

Bewertung

Kennzahlen

Peer-Group ATOSS						
Unternehmen	KUV			KGV		
	03e	04e	05e	03e	04e	05e
FJH	1,17	1,12	1,03	15,58	10,63	10,36
IDS Scheer	2,58	2,00	1,77	32,43	24,29	19,72
Nexus	1,59	-	-	Neg.	38,67	-
P&I	1,18	1,14	1,10	18,75	17,14	15,79
Durchschnitt	1,63	1,42	1,30	22,25	22,68	15,29
ATOSS	2,52	2,45	2,31	31,26	27,85	24,09
Enterprise Value Analyse						
Unternehmen	EV (Mio. €)	EV / EBIT			Netto Cash / Marktkap. 04e	
		03e	04e	05e		
FJH	157,69	12,16	8,33	7,07	-12,9%	
IDS Scheer	516,10	17,88	13,07	10,72	9,7%	
Nexus	9,18	91,77	-	-	61,6%	
P&I	40,00	10,08	9,48	9,11	13,4%	
Durchschnitt		32,97	10,29	8,97	17,9%	
ATOSS	30,03	12,57	11,09	9,15	49,1%	

Tabelle 3; Quelle:

Im Bewertungsvergleich zeigt sich, dass ATOSS im KGV-Vergleich recht teuer ist. Auf Basis der EV-Multiplikatoren relativiert sich dieser Eindruck jedoch. Insgesamt indiziert die EV-Analyse eine faire Bewertung der ATOSS.

Ein ähnliches Bild zeigt sich auch im folgenden DCF-Modell:

Discounted-Cash-Flow-Modell

Für die Bewertung haben wir zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes den Eigenkapitalkostensatz herangezogen (wir rechnen langfristig nicht mit erheblichem Fremdkapital). Die zugrundegelegten Prämissen sind in folgender Tabelle dargestellt.

DCF-Modell ist aussagekräftigster Bewertungsansatz

Background

Bewertung

Kennzahlen

ATOSS Basisdaten des Discounted Cash Flow Modells			
Prämissen Abzinsungsfaktor		Wachstumsraten Umsatz	
Risikoloser Zinssatz	4,05%	CAGR: 2002-2007	7,06%
erw. Rendite des Portfolios	10,28%	CAGR: 2007-2017	5,23%
Fremdkapital-Kostensatz	7,00%	Wachstumsraten Free Cash Flow	
Zielquote Fremdkapital	0,00%	CAGR: 2002-2007	5,77%
Eigenkapital-Kostensatz	12,15%	CAGR: 2007-2017	4,51%
Systematisches Risikomaß BETA	1,30	Ewige Wachstumsrate	3,00%
WACC	12,15%	EBIT-Margen	
		2002	5,55%
		2006	12,19%
		Zielmarge ab 2010	13,50%

Tabelle 4; Quelle: SES Research

DCF-Modell ist aussagekräftigster Bewertungsansatz

Als Beta-Faktor wählen wir mit 1,3 einen relativ konservativen Ansatz, da wir ATOSS für fundamental wenig riskant halten.

Die antizipierten Wachstumsannahmen sind relativ defensiv. Die Erzielung einer EBIT Marge von langfristig 13,5% erscheint erreichbar, denn bereits 2004 werden es vermutlich über 11%. Insbesondere die Tatsache, dass etablierte Softwareunternehmen tendenziell über den hohen Hebel des Lizenzgeschäftes höhere Margen erzielen, ist in unseren Prognosen nur sehr restriktiv berücksichtigt.

Zum ermittelten fairen Wert ist anzumerken, dass sich hierin natürlich auch (als nicht betriebsnotwendig eingestufte) Vermögensgegenstände in Höhe von 29 Mio. € positiv bemerkbar machen. Wesentliche Verbindlichkeiten gibt es bei ATOSS nicht.

Aus diesen zentralen Annahmen ergibt sich folgende Sensitivitätsanalyse:

Background

Bewertung

Kennzahlen

Sensitivitätsanalyse							
Abzinsungs- faktor	ewige Wachstumsrate						
	1,50%	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%	4,50%
14,65%	12,69	12,75	12,80	12,82	12,85	12,90	12,99
13,65%	13,13	13,21	13,27	13,30	13,33	13,41	13,53
12,65%	13,64	13,75	13,84	13,88	13,93	14,03	14,20
12,15%	13,94	14,07	14,16	14,22	14,27	14,39	14,60
11,65%	14,27	14,42	14,53	14,59	14,66	14,80	15,05
10,65%	15,03	15,24	15,40	15,49	15,59	15,80	16,18
9,65%	15,98	16,28	16,52	16,66	16,80	17,13	17,73

Tabelle 5; Quelle: SES Research

Insgesamt halten wir die ATOSS Aktie bei 14,20 € für angemessen bezahlt.

Background

Bewertung

Kennzahlen

Kennzahlen	2003	2004e	2005e	2006e
Umsatz (US-GAAP) in Mio. €	23,41	24,54	26,77	28,59
Steigerung in % zum Vorjahr	0,69%	4,83%	9,12%	6,78%
Je Aktie in €	5,75	5,91	6,27	6,47
KUV	2,52	2,45	2,31	2,24
EBITDA in Mio. €	3,41	3,74	4,41	4,77
in % vom Umsatz	14,56%	15,24%	16,45%	16,68%
Abschreibungen in Mio. €	-1,02	-1,03	-1,12	-1,20
Abschreibungen in %	-4,35%	-4,20%	-4,20%	-4,20%
EBIT in Mio. €	2,39	2,71	3,28	3,57
in % vom Umsatz	10,21%	11,04%	12,25%	12,48%
Finanzergebnis in Mio. €	0,77	0,89	1,00	1,05
in % vom Umsatz	3,29%	3,64%	3,75%	3,68%
EBT in Mio. €	3,16	3,60	4,28	4,62
in % vom Umsatz	13,50%	14,68%	16,00%	16,15%
Steuerquote (Ifd. Steuern)	40,23%	40,00%	40,00%	40,00%
Net Income in Mio. €	1,89	2,16	2,57	2,77
in % vom Umsatz	8,07%	8,81%	9,60%	9,69%
Je Aktie in €* KGV	0,46 31,26	0,52 27,85	0,60 24,09	0,63 23,13
Op. Cash Flow (US-GAAP) in Mio. €	3,50	3,19	3,69	3,97
Je Aktie in €* KCV	0,87 16,87	0,77 18,86	0,87 16,76	0,90 16,14
Dividende je Aktie in €* Rendite in %	1,50 10,34%	1,50 10,34%	0,21 1,45%	0,22 1,51%
Aktienanzahl in Mio. Stück*	4,07	4,15	4,27	4,42

* Basis: voll verwässerte Aktienanzahl

SES Research

Die SES Research GmbH ist ein bankenunabhängiges Researchunternehmen mit Sitz in Hamburg. Schwerpunkt der Analysetätigkeiten sind Unternehmen aus dem Bereich Technologie. Primär für institutionelle Kunden werden seit 1996 Researcharbeiten durchgeführt, in denen Unternehmen, Branchen und Märkte kritisch analysiert werden. Zu den Kunden zählen Makler, Banken, Beratungsgesellschaften, Venture-Capital-Gesellschaften und institutionelle Investoren. Das Leistungsspektrum der SES Research umfasst börsennahe Beratungs- und Analysedienstleistungen. Hierzu zählen die institutionelle Wertpapierberatung sowie das Coverage börsennotierter Unternehmen.

Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel. +49-(0)40-309537-0
Fax: +49-(0)40-309537-11
Mail: Info@ses-online.de
Web: www.ses-online.de



SES-Coverage

Die SES-Analysten beobachteten vornehmlich deutsche Aktien und kommentieren zeitnah die aktuellen Entwicklungen bei diesen Unternehmen. Die kontinuierlich beobachteten Unternehmen werden unter mehreren Gesichtspunkten beurteilt. Zunächst wird auf einer mehrstufigen Skala ein Rating sowohl für die Strategie als auch für die aktuelle Bewertung des jeweiligen Unternehmens vergeben. Aus diesen beiden Ratings ergeben sich dann unsere Performanceeinschätzungen gegenüber der jeweiligen Branche sowie dem Index. Die Ratings und Performanceeinschätzungen sind grundsätzlich als relative Urteile auf Sicht von 6-12 Monaten zu verstehen. Die Ergebnisse unserer Beurteilung werden entsprechend der nebenstehenden Tabelle dargestellt. Maßgeblich ist die Performanceeinschätzung gegenüber dem Index.

Strategie				
--	-	0	+	++

Bewertung				
--	-	0	+	++

Performance innerhalb Branche		
Under	Neutral	Out

Performance gegenüber Index		
Under	Market	Out

(neu) ■ (alt) ■

Kooperationspartner



Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel.: +49-(0)40-37 85 52 - 0
Fax: +49-(0)40-37 85 52 - 19
Mail: research@srh-research.de
Web: www.srh-research.de

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH wurde im Jahre 1995 gegründet und wendet sich mit ihren Dienstleistungen exklusiv an institutionelle Anleger im In- und Ausland.

Das Team agiert am Markt mit dem Ziel, Aktien- und Rentenanlagen ihrer Kunden-Portefeuilles zu optimieren.

Die Partner können auf mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Beratung institutioneller Kunden zurückgreifen, die sie bankenunabhängig ihrer Klientel zur Verfügung stellen.

Disclaimer

Dieses Dokument dient **ausschließlich der Information**. Der **Emittent hat einen Teil der mit der Erstellung dieses Dokumentes verbundenen Kosten übernommen**. Die SES Research GmbH ist jedoch nicht befugt, Aussagen im Namen der Gesellschaft abzugeben. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit jedoch **keine Garantie** übernommen werden kann. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Eine **Haftung** des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen ist ausgeschlossen. Dieses Dokument stellt **keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf** irgendeines Wertpapiers dar. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem **begrenzten Empfängerkreis** zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung der Publikation an Dritte ist nur mit Genehmigung zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen **nationalen Rechtsgebieten** betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.