

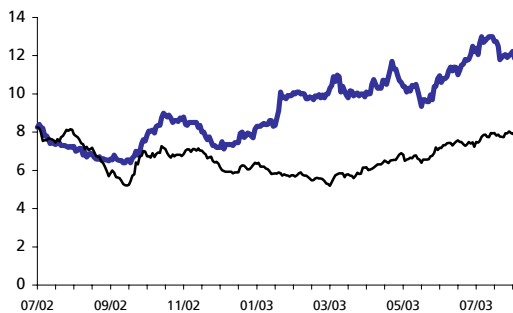
Unternehmensanalyse: Anlageurteil:

ATOSS Software AG Marketperformer (Ersteinschätzung)

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Datum: 06.08.2003
Kurs: 11,70 €
ISIN: DE0005104400
Marktsegment: Prime Standard
Branche: Software/IT

Tech-AS 555,17
Reuters: AOFG.F
Bloomberg: AOF



Marktkapitalisierung	ATOSS / Tech.-AS (relativ)	47,63 Mio. €
Hoch 52 Wochen		13,20 €
Tief 52 Wochen		5,50 €
Umsatzwachstum Ø (02-05)		7,1 %
Ergebniswachstum Ø (02-05)		27,6 %
Grundkapital		4,07 Mio. €
Genehmigtes Kapital		1,85 Mio. €
Bedingtes Kapital		0,69 Mio. €
Aktienzahl (voll verwässert)		4,07 Mio.
Aktionäre		
Free Float		29,2 %
Gründerfamilie		55,4 %
MA, Management und Dr. Barth		9,7 %
Eigene Aktien		5,8 %
Termine		
Halbjahresbericht		15.8.2003
Pressemitteilung zu Q3		24.10.2003
Internet Analyst	www.atoss.com	Felix Ellmann

Intelligenter Personaleinsatz – intelligenter Kapitaleinsatz

Highlights

- Als Software-Nischenanbieter für Zeitwirtschaft, Personalsteuerung und Prozessmanagement rund um den intelligenten Personaleinsatz (Arbeitszeitmanagement; international: Staff Efficiency Management) ist ATOSS sehr aussichtsreich positioniert.
- ATOSS ist ein etabliertes Softwareunternehmen mit einem guten Track-Record, guten Referenzen und absolut ausgereiften Produkten.
- Die Gesellschaft plant mit einer Sonderausschüttung von 1,50 € zum 30.12.03 den Beginn einer langfristig orientierten, kontinuierlichen Dividendenpolitik.
- Das Unternehmen verfügt über liquide Mittel in Höhe von 35,4 Mio. € respektive gut 9 € pro Aktie.
- Den Fair Value der Aktie sehen wir derzeit bei 14,10 €.

Anlageurteil

ATOSS ist mit seiner 15-jährigen Geschichte, vielen Referenzkunden und einem gewachsenen Softwareprodukt-Portfolio ein etabliertes Softwareunternehmen. Das Unternehmen sollte sich auch in einem sehr harten Marktumfeld als Nischenanbieter gut behaupten können. Dieses haben bereits die letzten Jahre gezeigt, in denen das Unternehmen wieder zur nachhaltigen Ertragskraft zurückfand. Bereits im ersten Halbjahr wurde das EBITDA auf 1,7 Mio. € verdoppelt – der Umsatz stieg um 9%. Das Unternehmen plant auch eine kontinuierliche Dividendenpolitik zu starten, an deren Beginn eine Sonderausschüttung von 1,50 je Aktie zum 30.12.03 steht. Wir sehen das Papier derzeit, auf Basis eines konservativen Ertragsszenarios, bei 14,10 € angemessen bezahlt. Unsere Ersteinschätzung lautet Marketperformer.

Strategie				
--	-	0	+	++
Bewertung				
--	-	0	+	++
Performance innerhalb Branche				
Under		Market		Out
Performance gegenüber Index				
Under		Market		Out

(neu) ■ (alt) ■

Jahr	Umsatz (US-GAAP)			Op. Cash-Flow			Ergebnis (US-GAAP)			EBITDA-Marge	Dividende	
	Mio. €	je Aktie	KUV	Mio. €	Je Aktie	KCV	Mio. €	je Aktie	KGV			PEG
2002	23,25	5,67	2,06	4,13	1,01	11,60	1,26	0,31	38,18	1,38	12,20%	0,00
2003e	24,51	6,02	1,94	4,23	1,04	11,26	1,94	0,48	24,53	0,89	14,60%	1,50
2004e	26,11	6,29	1,86	3,48	0,84	13,97	2,38	0,57	20,41	0,74	15,95%	0,20
2005e	28,57	6,69	1,75	3,81	0,89	13,10	2,61	0,61	19,12	0,69	15,91%	0,21

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Chancen/Stärken:

- ATOSS ist der einzige börsennotierte Personal-Management-Spezialist.
- Sollte das Thema Arbeitszeitmanagement eine ähnliche Akzeptanz als IT-Arbeitsfeld gewinnen, wie beispielsweise CRM oder SCM, so ist das Marktpotenzial dieses Bereiches immens.
- Die ATOSS ist mit ihrer 15-jährigen Geschichte und ihren 2.500 Referenzkunden ein etabliertes Softwareunternehmen. Auf dieser Basis generiert ATOSS auch stetige margenstarke Wartungseinnahmen, die in 2002 rund 29% des Umsatzes ausmachten.
- Die Ausstattung der profitablen Gesellschaft mit liquiden Mitteln in Höhe von über 35 Mio. € ist ausgesprochen zufriedenstellend und sollte auch nach der Barausschüttung von insgesamt rund 5,7 Mio. € respektive 1,50 € je Aktie am 30.12.2003 noch hervorragend sein.
- Mit einem DCF-Wert je Aktie von 14,10 € erscheint uns die Aktie derzeit attraktiv. Der Buchwert der Gesellschaft beträgt zur Zeit (31.03.03) ca. 37 Mio. €, was einem sehr geringen Price/Book-Value-Multiplikator von nur 1,3 entspricht.

Risiken/Schwächen:

- Der Markt für Arbeitszeitmanagement steckt noch in den Kinderschuhen. Ob sich für dieses Segment je eine ähnliche Akzeptanz entwickeln wird wie beispielsweise für CRM, SCM oder gar ERP ist noch offen.
- Das Softwarelizenzgeschäft ist insbesondere im aktuellen Marktumfeld sehr volatil und birgt Risiken in Bezug auf die Entwicklung der Ertragskraft.
- Auch an ATOSS ging das Krisenjahr 2001 nicht spurlos vorbei. Das Unternehmen erwirtschaftete im ersten Halbjahr 2001 einen Verlust in Höhe von rund 1,4 Mio. € (EBIT).

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	---------------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

ATOSS ist ein typisches IT Produktunternehmen...

Kernkompetenz: Intelligenter Personaleinsatz

Die ATOSS Software AG ist einer der führenden Anbieter von Zeitwirtschaftssystemen in Deutschland. 1991 wurde die ATOSS Software am Markt eingeführt und ist heute eine ausgereifte Lösung. ATOSS hat die typische Aufstellung eines IT-Produktunternehmens von Vertrieb von Software, Wartung über Dienstleistungen bis zu Hardware. Die 1987 gegründete Gesellschaft beschäftigt derzeit rund 170 Mitarbeiter.

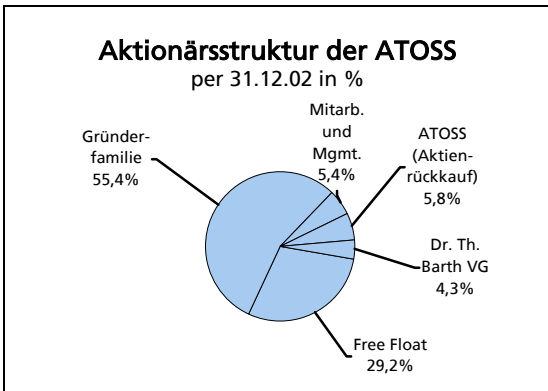
Beteiligungen

Die Beteiligungen der ATOSS sind zu je 100% Tochtergesellschaften in Wien, Zürich und Paris sowie die ATOSS CSD Software GmbH, Cham, welche die Produktpalette der Software AG im Bereich der einfachen Personal-Management-Lösungen ergänzt.

Management und Aktionärsstruktur

Der Vorstand der ATOSS besteht aus Andreas F.J. Obereder (CEO), welcher 48,3% an der Gesellschaft hält sowie Dr. Burkhard Scherf, welcher 1,9% an der Gesellschaft hält.

Aktionäre der Gesellschaft sind die Gründerfamilie inkl. Herrn Andreas Obereder mit gut 55%, die Dr. Thomas Barth Vermögensverwaltungs GmbH mit 4,3%, Mitarbeiter und Management mit 5,4% sowie ATOSS selbst mit 5,8%.



Grafik 1; Quelle: ATOSS

Umsatz in 2002 stabil – Ergebnis wieder positiv...

Geschäftsentwicklung

Im Jahr 2002 erwirtschaftete ATOSS bei einem Umsatz von 23,2 Mio. € ein EBIT von 1,3 Mio. € respektive ein Ergebnis je Aktie von 0,31 €. Im Jahr 2001 waren es bei einem Umsatz von 21,2 Mio. € nur -1,4 Mio. € EBIT respektive ein Nettoergebnis von -0,14 € je Aktie.

Mit einem Umsatz von 11,8 Mio. € im ersten Halbjahr 2003 konnte ATOSS den Umsatz um 9% gegenüber dem Vorjahr (10,9 Mio. €) erhöhen. Das EBITDA verdoppelte sich im ersten Halbjahr 2003 von 0,8 Mio. € auf 1,7 Mio. Euro. Das EBIT stieg von 0,2 Mio. € auf 1,1 Mio. €. Die EBIT-Marge stieg damit von 2% im Vorjahr auf 9%.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

**Alleinstellungsmerkmal
Arbeitszeitmanagement**

Arbeitszeitmanagement ist ATOSS Software

Die ATOSS ist ein Softwareunternehmen mit dem Lösungsschwerpunkt der Software zur effizienten Steuerung und Planung der Personalressourcen. Themengebiete sind die Zeitwirtschaft, die Personaleinsatzplanung, das Projekt- und Informationsmanagement sowie Prozessmodellierung und -optimierung. Dieser Bereich wird nachfolgend insgesamt als Arbeitszeitmanagement (international: Staff Efficiency Management) bezeichnet. Mit diesem Fokus ist ATOSS das einzige börsennotierte Unternehmen in diesem Segment. Aufbauend auf dem Produkt werden Implementations- und Consultingdienstleistungen sowie Wartung angeboten.

Das Produkt

Das Kernprodukt der ATOSS ist die Staff-Efficiency-Suite (ASES). Dies ist eine High End Lösung für das Arbeitszeitmanagement, welche mit speziellen Add-Ons, für verschiedene Branchen sowie als Start-Up Edition angeboten wird. Des Weiteren bietet die ATOSS-Tochter ATOSS CSD für einfache Personalstrukturen eine Software an, welche auf einer einfachen Softwareplattform die Grundfunktionalitäten des Arbeitszeitmanagements abbildet. Diese allerdings ist skalierbar und somit auch für größere, homogene Strukturen geeignet. Die Produktausrichtung der ATOSS ist in folgenden Tabellen dargestellt:

Produkte der ATOSS	
ATOSS Staff Efficiency Suite	
Die ATOSS Staff Efficiency Suite (ASES) bildet den Kern des ATOSS-Produktportfolios. Auf ihrer Grundlage steht ein komplettes Software-gestütztes Konzept des Arbeitszeitmanagements.	
Module	
ATOSS Time Solution	Die ATOSS Time Solution ermöglicht die Zeiterfassung über alle denkbaren Medien. Die Bewertung der Arbeitszeit erfolgt auf Basis beliebiger Arbeitszeitmodelle. Anschließend erfolgt die Übergabe an das Lohn- und Gehaltssystem.
ATOSS Resource Allocation	Die ATOSS Resource Allocation ermöglicht die flexible Planung von Schichten sowie flexiblen Arbeitszeitformen bis hin zu individuellen Arbeitszeitmodellen. Dabei greift das System online auf aktuelle Salden, Qualifikationen oder sonstige Eigenschaften der Mitarbeiter zu. Die unterstützten Schichtstrukturen bzw. individuellen Arbeitszeitformen sind dabei vielfältig. Auffälligkeiten wie z.B. Über- oder Unterplanung sowie evtl. Verletzungen des Arbeitszeitgesetzes lokalisiert das System ebenfalls. Ferner wird eine integrierte automatische Anpassung der Arbeitszeiten aufgrund zugrundeliegender Personalbedarfszahlen angeboten.
ATOSS Decision Support	Das ATOSS Decision Support Modul ist eine Monitoring-Lösung, welche auf der Basis der Daten der vorgenannten Module eine grafisch visualisierte Analyse über vielfältigste Ebenen (Fehler, Lohnarten, Personalkosten etc.) ermöglicht. Hierdurch lassen sich gezielt und systematisch Verbesserungspotenziale für vorgenannte Module analysieren und dadurch Personalressourcen effizient in Unternehmen steuern.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Tabelle 1; Quelle ATOSS, SES Research

Produkte der ATOSS (Fortsetzung)	
Add-Ons zu der ASES	
ATOSS Zutrittskontrolle	Zum Schutz von Betriebseinrichtungen bietet ATOSS ein integriertes Kontrollsystem. Es ermöglicht variable Sicherheitszonen, Protokollierung, variable Zeitzonen u.v.a.
ATOSS Kostenstellenmangement	Das Kostenstellenmanagement ermöglicht die minutengenaue Kontierung von Kostenstellen, Kostenträgern und Kostenarten.
ATOSS Projektzeiterfassung	Die ATOSS Projektzeiterfassung ermöglicht auf Basis der Kernfunktionalitäten der ASES ein Projekt-basiertes Arbeitszeitmanagement.
Flexible Datenerfassung	Die flexible Datenerfassung ermöglicht die universale Arbeits- und Projektzeitenerfassung über Handheld, Zeiterfassungsterminal, Telefon, Handy oder Bildschirm.
Web Client	Der Web Client ermöglicht die durchgängige Bedienbarkeit der ASES über das Internet/Intranet.
SAP Schnittstellen	Über zertifizierten BAPI SAP Schnittstellen kann die ASES online und nahtlos mit SAP-HR (Human Resources) Modulen bidirektional kommunizieren.
ATOSS Application Service Providing	Die ASES kann auch im Wege des ATOSS Application Service Providing betrieben werden. Dabei liegen die Anwendungen und die durch sie aufbereiteten Daten nicht mehr lokal auf dem Server des Kunden, sondern dies wird als Dienstleistung von ATOSS über Partner angeboten.
Branchenlösungen und Start-Up Edition	
ATOSS Medical Solution	Die ATOSS Medical Solution ist eine Branchenlösung für den Krankenhausbereich. Schwerpunktmäßig wird die ATOSS Lösung für Dienstplanung und Zeitwirtschaft verwendet. Sie ist auf die Prozesse und Anforderungen in Krankenhäusern abgestimmt.
ATOSS Retail Solution	Die ATOSS Retail Solution ist eine Branchenlösung für den Einzelhandel. Schwerpunktmäßig wird hier ebenfalls die ATOSS Lösung für Dienstplanung und Zeitwirtschaft verwendet. Besonderheiten hier sind Schnittstellen zu Kassensystemen oder die Einbeziehung einer manuellen oder automatischen Umsatzplanung.
ATOSS Call Center Solution	Die ATOSS Call Center Solution ist eine Branchenlösung für Call Center. Schwerpunktmäßig wird hier ebenfalls die ATOSS Lösung für Dienstplanung und Zeitwirtschaft verwendet. Besonderheiten hier sind Schnittstellen zu ADC Systemen oder die Einbeziehung einer manuellen oder automatischen Agentenplanung.
ATOSS Start-Up Edition	Die ATOSS Start-Up Edition ist eine abgespeckte Version der ASES für mittelständische Unternehmen mit bis zu 1.000 MA.

Tabelle 1; Quelle ATOSS, SES Research

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Produkte der ATOSS (Fortsetzung)	
ATOSS Time Control	ATOSS Time Control ist ein eigens Low-End Softwareprodukt, für das Arbeitszeitmanagement in kleinen Unternehmen der ATOSS-Tochter ATOSS CSD.
AENEIS	Die Geschäftsprozessmanagementlösung AENEIS ermöglicht durch intelligente Modellierung von Unternehmensprozessen und dynamische Simulation einer integrierten Prozesskostenrechnung die umfassende Unternehmensgestaltung und unterstützt maßgeblich bei der Steigerung von Transparenz, Produktivität und Qualität in Unternehmen und deren Abläufen.

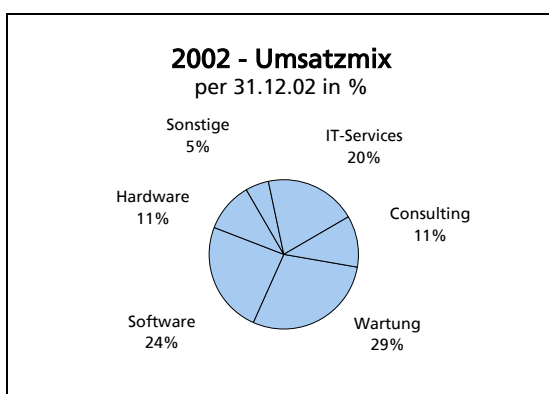
Tabelle 1; Quelle ATOSS, SES Research

ATOSS erwirtschaftet rund 30% der Umsätze mit Software (Produkten). Dies ist ein guter Wert. Insbesondere entfielen in 2002 rund die Hälfte des Lizenzgeschäftes auf Neukunden. Auf Basis der laufenden Systeme (siehe auch Abschnitt: Kunden) konnten im Jahr 2002 rund 29% Wartungsumsätze erzielt werden. Das Bereitstellen von Lösungen im Wege des Application Service Providing (ASP) spielt derzeit im Bezug auf die Ertragsrelevanz noch eine untergeordnete Rolle und dient zunächst primär der Abrundung des Produktportfolios.

Das People-Business: Wartung, IT-Services und Consulting

Neben dem Produktgeschäft bietet ATOSS auch IT-Services, Wartung und Consulting an. Die IT-Services beinhalten neben der Implementierung der Software auch Schulung und Support. Damit bietet ATOSS ein ganzheitliches Spektrum vom Produkt zur laufenden Anwendung.

Der Anteil an Serviceeinnahmen am Umsatz der ATOSS ist mit 20% in den letzten Jahren ein konstanter Wert. Der Consulting Anteil betrug in 2002 ca. 11%. In 2001 lag dieser Anteil noch bei nur 5 %. Die Wartungseinnahmen betragen jährlich ca. 18% der Lizenzeinnahmen. Das Umsatzmodell ist damit für die Softwarebranche (etwa ERP) typisch.

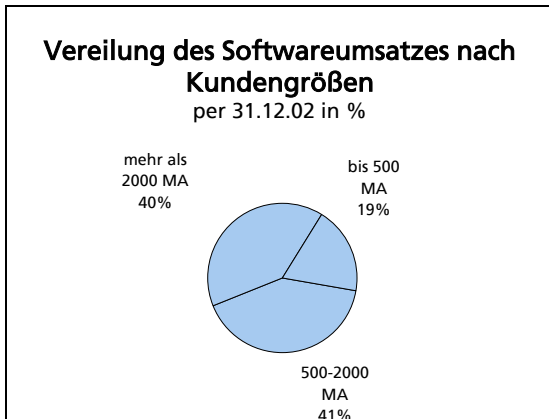


Grafik 2; Quelle: ATOSS

Das Geschäft mit Hardware

Die ATOSS erwirtschaftet rund 11% des Umsatzes mit Hardware. Es handelt sich hierbei nicht um Mainstream-Technologie, sondern um Technik die vorwiegend in der Zeiterfassung eingesetzt wird. Hier arbeitet ATOSS eng mit Herstellern solcher Hardwaregeräte zusammen und erwirtschaftet auf diese Hardware auch eine Marge. Damit

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------



Grafik 3; Quelle: ATOSS

unterscheidet sich diese Position im positiven Sinne deutlich von dem, was andere Softwareunternehmen unter dem Begriff „Hardware“ durch ihre P&L-Accounts schleifen. Normalerweise ohne Marge.

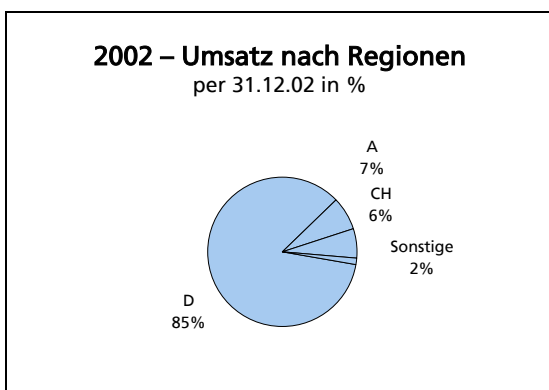
Kunden

ATOSS hat mehr als 2.500 Kunden und die Lösungen der ATOSS steuern über 2 Mio. Arbeitnehmer – das ist sehr ansehnlich. Damit kann das Produkt absolut als etabliert eingestuft werden und auch eine Abhängigkeit von einzelnen Abnehmern ist nicht gegeben. ATOSS bietet Lösungen für alle Unternehmensgrößen. Nebestehende Grafik zeigt, dass ATOSS Lösungen für Kleinunternehmen, den riesigen Mittelstandsmarkt und Großkonzerne anbietet. Dieses reduziert die Abhängigkeiten gegenüber einzelnen Kundengruppen erheblich.

Folgende Liste zeigt einen Auszug der wichtigsten Kunden des Unternehmens:

Referenzkunden der ATOSS	
Aldi Süd	Lebkuchen Schmidt
ARBÖ	Lufthansa AG
Brauerei Feldschlösschen AG	Lufthansa Service Gesellschaft Sky Chefs
Bundesanstalt für Post und Telekommunikation	Meggle GmbH
Coca Cola Erfrischungsgetränke AG	Meyer Werft
DBV Winterthur	NVV AG
Deutsche Bahn AG	Rauch Fruchtsäfte GmbH
Deutsche Telekom AG	Schmitz Cargobull AG
EDEKA Handelsgesellschaft	Signal-Iduna Gruppe
GKN Löbro GmbH	Steyr-Daimler-Puch Fahrzeugtechnik
Holsten Brauerei AG	Temic Automotive
HUK-Coburg	Töpfer Kulmbach GmbH
Kliniken des Wetteraukreises Friedberg-Schotten-Gedern GmbH	Wirtgen GmbH
Klinikum Ingolstadt	Zollner Electric

Tabelle 2; Quelle ATOSS



Grafik 4; Quelle: ATOSS

Partner

Im Jahr 2002 generierte ATOSS rund 0,7 Mio. € Lizenzeneinnahmen über Partner. Dies entspricht gut 12% der gesamten Lizenzeneinnahmen. In 2003 sollte es etwas mehr sein. Bei den Partnern handelt es sich um kleinere Gesellschaften, welche ATOSS-Produkte vertreiben, soweit sie Stand-Alone-Charakter haben (insbesondere ATOSS Time Control oder die Start Up Edition). Das Partner-Business hat generell jedoch für ATOSS noch eine untergeordnete Bedeutung.

Internationalisierung

Die ATOSS Software gibt es in 8 Sprachen und sie ist in 9 Ländern im Einsatz. ATOSS selbst ist jedoch nur in den Regionen Deutschland, Österreich und der Schweiz vertreten.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

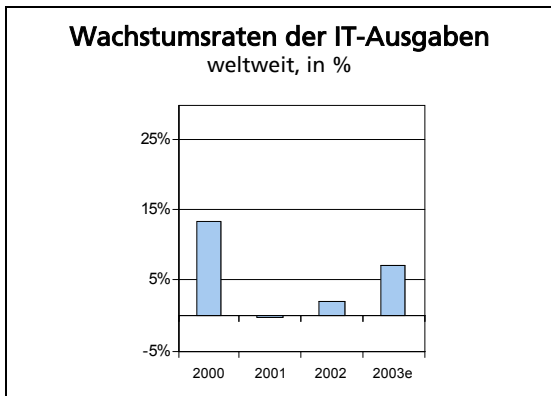
International vorsichtig...

Die fremdsprachigen Versionen erarbeitete ATOSS für international tätige Kunden. Der Umsatzanteil außerhalb Deutschlands lag bei 15%. Das Unternehmen plant kurz- bis mittelfristig keine eigene internationale Expansion. Jüngst wurde sogar das Engagement in Frankreich beendet. Gemessen an der schlechten Verfassung des Softwaremarktes sowie der Tatsache, dass das Marktpotenzial in Deutschland, Österreich und der Schweiz erheblich ist, halten wir diese Ausrichtung für absolut sinnvoll.

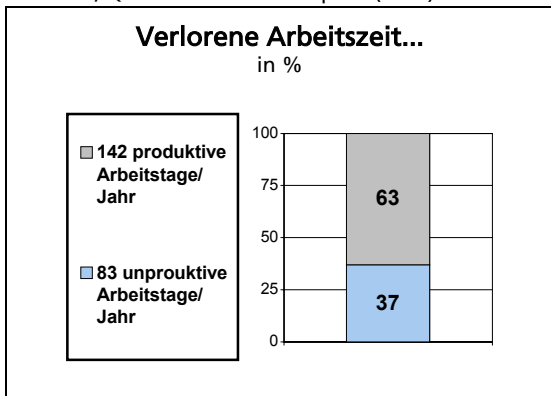
Konklusion

Produkt und Strategie der ATOSS sind überzeugend. Wir gehen davon aus, dass ATOSS ihre führende Position im Markt für Personal-Management-Lösungen weiter ausbauen kann. Bereits in den vergangenen Quartalen konnte ATOSS zur signifikanten Profitabilität zurückkehren und einen positiven Wachstumstrend vorlegen. Dieser sollte sich fortsetzen (Umsatz- und Ertragsentwicklung siehe Kapitel „Finanzen“).

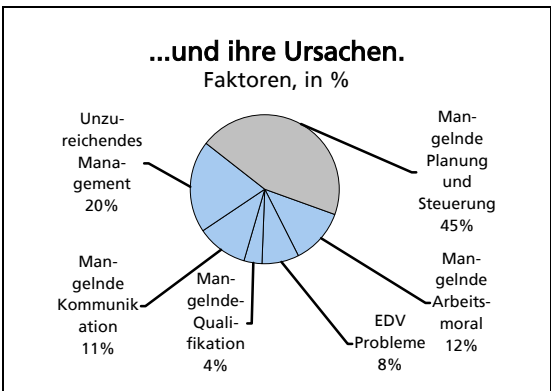
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------



Grafik 5; Quelle: Gartner Dataquest (2002)



Grafik 6; Quelle: Productivity Study, Proudfoot Consulting, Nov. 2002, Deutschland



Grafik 7; Quelle: Productivity Study, Proudfoot Consulting, Nov. 2002, Deutschland

IT-Markt

Der IT-Markt ist schwach. Für die IT-Branche erwartet IDC 2003 ein 5,8%iges Wachstum von derzeit 875 Mrd. US-\$ auf ca. 925 Mrd. US-\$. Dieser reservierte Ausblick erscheint angebracht, denn das IT-Marktumfeld ist gekennzeichnet von einem sinkenden Wirtschaftswachstum und damit verbunden längeren Investitionszyklen und Kostendruck bei den Unternehmen. Im IT-Bereich werden nur noch die nötigsten Investitionen getätigt bei gleichzeitig hochgradiger Nutzenorientierung. Die Softwarebranche verkleinert sich weiter. Es gibt derzeit wenig Zeichen für eine Besserung. Gartner rechnet damit, dass jeder zweite Softwareanbieter durch Pleite oder Fusion vom Markt verschwinden wird. Bis zum Jahr 2005 sehen die in der Branche hoch angesehenen Marktforscher einen dramatisch reduzierten Bedarf nach Neuerungen.

Das ATOSS Kernarbeitsfeld Arbeitszeitmanagement ist in Deutschland jedoch in seiner Entwicklung relativ autark zu sehen, denn es gibt dort auch antizyklische Tendenzen. Insbesondere sind in konjunkturell schwachen Zeiten zwar die IT Ausgaben auf dem Prüfstand, das Anwendungsgebiet der ATOSS-Lösungen aber – das effiziente Arbeitszeitmanagement – gewinnt an Bedeutung. Es handelt sich hierbei um Anwendungsgebiete die eher praktisch als technologisch zukunftsorientiert sind.

Ein weiterer wichtiger Einflussfaktor ist, dass sich das Arbeitszeitmanagement als potenzielles Anwendungsgebiet für Software noch nicht durchgesetzt hat. Während in der Fertigung beispielsweise der Einsatz von ERP-Systemen Gang und Gebe ist, müssen Kunden im Bereich Arbeitszeitmanagement erst für den Einsatz von Software sensibilisiert werden. Ist dies getan, gelingt es meist auch Aufträge zu akquirieren.

Sollte sich für den Bereich IT-gestütztes Arbeitszeitmanagement eine ähnliche Akzeptanz abzeichnen, wie beispielsweise für CRM oder SCM, so wäre dies ein immenser Markt.

Stichwort Arbeitszeitmanagement

Das Arbeitszeitmanagement birgt erhebliches Potenzial. Nach einer Studie der Proudfoot Consulting sind rund 37% aller Arbeitstage unproduktiv. Davon sind wiederum 45% deshalb unproduktiv, weil die Planung und Steuerung mangelhaft ist (siehe Grafik). Hier setzt die ATOSS Software an (siehe Abschnitt „Produkte“). Es zeigt sich also ein riesiges Arbeitsfeld für ATOSS, wenngleich natürlich zu diesen Daten angemerkt werden muss, dass eine 100%ige Produktivität utopisch ist. Eine Steigerung im zweistelligen Prozentbereich, bezogen auf die Gesamtarbeitszeit allerdings, ist durchaus darstellbar.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------

Konkrete Schätzungen, welche das Marktvolumen betreffen gibt es für den Bereich Arbeitszeitmanagement bedauerlicherweise nicht. Dieser Bereich wird von den Marktforschern noch nicht als ähnlich relevant wahrgenommen, wie beispielsweise CRM, SCM oder gar ERP.

Auch der Allgemeine Trend der zunehmenden Flexibilisierung der Arbeitszeit sollte ATOSS nutzen. Flexible Arbeitszeitmodelle gewinnen insbesondere in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit an Bedeutung.

Konkurrenzsituation

ATOSS ist der einzige börsennotierte Anbieter reiner Arbeitszeitmanagementlösungen. Geringe Überschneidungen des Produktes ergeben sich natürlich mit den großen ERP-Anbietern, die alle auch den Bereich Human Resources abdecken. In der Regel übersteigt die Funktionalität der ATOSS-Lösungen für dieses Segment allerdings die Möglichkeiten eines HR-Modules der großen ERP-Player. So nutzen beispielsweise viele der ATOSS-Kunden SAP für den Kernprozess sowie ATOSS für das Arbeitszeitmanagement.

Ein weiterer Wettbewerb entsteht seitens kleinerer Softwareunternehmen, welche allerdings nicht über ein vergleichbares ganzheitliches Produktangebot verfügen und in der Regel nur Teillösungen anbieten. Zudem leiden diese Gesellschaften häufig unter schwachen Bilanzen. Im Bezug auf Investitionssicherheit kann ATOSS hier punkten.

Daneben gibt es noch IDS-Scheer, welche mit ihren Produkten im Prozessmanagement das Spektrum der ATOSS am Rande schneidet. Auch die Produkte einer P&I schneiden die Produktpalette der ATOSS.

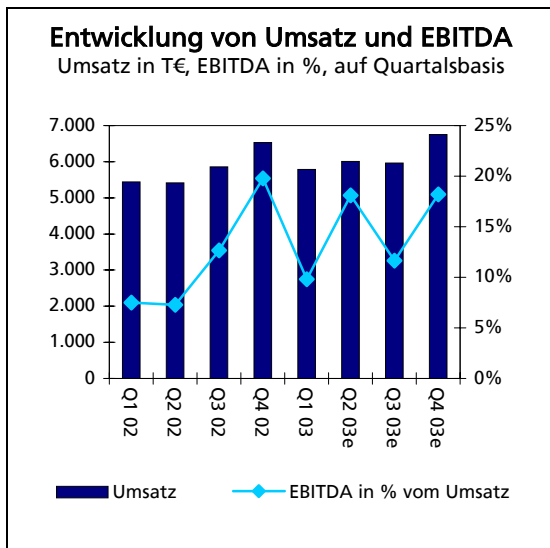
Um IT-Budgets kämpfen muss ATOSS auch mit Softwareunternehmen, die in Personal-nahen Bereichen tätig sind. Beispielsweise mit einer Ixos Software, welche durch ihre Tätigkeit im Dokumenten/Content-Management auch das Arbeitszeitmanagement betrifft sowie mit der FJA durch ihre starke Positionierung im Versicherungsbereich. Auch eine kleinere Nexus beschäftigt sich mit den Arbeitsabläufen im Bereich Medical.

Generell muss allerdings festgehalten werden, dass das Stichwort „Wettbewerb“ bei ATOSS von untergeordneter Bedeutung ist. Primär geht es darum, den Kunden für das vorhandene Lösungsangebot im Arbeitszeitmanagement zu sensibilisieren. Es geht primär darum IT-Projekte überhaupt mit diesem Thema zu budgetieren. Das Thema Wettbewerb ist somit eher zweitrangig.

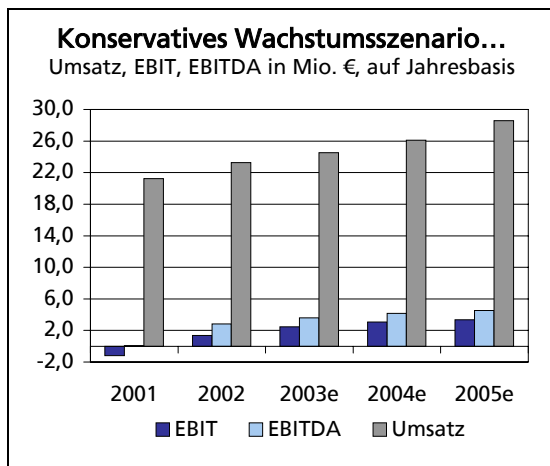
Wahrnehmung des Arbeitszeitmanagements als eigenständiges IT-Arbeitsfeld ...

...ist entscheidender als eventueller Konkurrenzdruck.

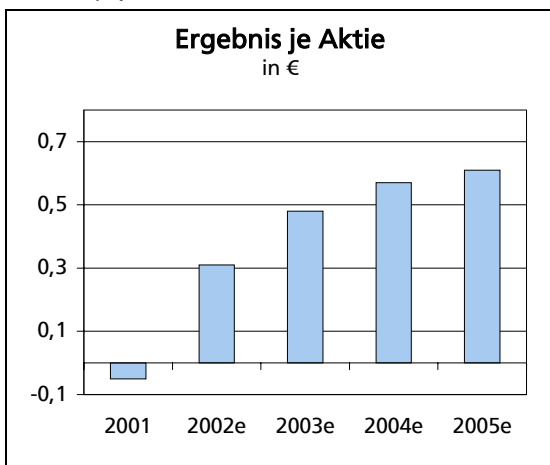
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------



Grafik 8 Quelle: ATOSS, SES Research



Grafik 9; Quelle: SES Research



Grafik 10; Quelle: SES Research

Zurück zu Gewinnen...

Das Jahr 2001 galt als eines der schwierigsten Jahre der IT-Geschichte. Auch an ATOSS ging dies nicht spurlos vorbei. Bei einem Umsatz in Höhe von 21,2 Mio. € wurde ein Verlust in Höhe von 1,4 Mio. € (EBIT) erzielt. Dieser fiel komplett im ersten Halbjahr an, denn ATOSS hat früh begonnen gegenzusteuern. Im Jahr 2002 konnte der Umsatz um 9% gesteigert werden und das EBIT war mit 1,3 Mio. wieder deutlich positiv.

Im Jahr 2003 sollte sich dieser Trend fortsetzen. Bereits die ersten Quartale des Jahres waren sehr zufriedenstellend. Auf dieser Basis erwarten wir für 2003 einen Umsatz in Höhe von 25 Mio. € sowie ein EBIT in Höhe von 2,63 Mio. €, was einer Steigerung um satte 93% entspricht.

Mittelfristig (2003ff) erwarten wir ein moderates Wachstum bei einer leichten Margenerhöhung. Wir glauben, dass die Investitionszurückhaltung im Softwaremarkt sich nicht pauschal lösen wird. Die Margenerhöhung ergibt sich primär aus Skaleneffekten in Verbindung mit leicht gestiegenen Umsätzen.

Unsere Erwartungen für das Ergebnis je Aktie lauten: 0,31 €, 0,48 €, 0,57 €, 0,61 € für 2002 bis 2005.

Starke Bilanz

Die Bilanz der ATOSS ist mit einer Cash-Position von gut 35 Mio. € (83% der Bilanzsumme) ausgesprochen komfortabel. Dem stehen keine nennenswerten Verbindlichkeiten entgegen. Auch immaterielle Vermögensgegenstände wie beispielsweise aktivierte Softwareentwicklungskosten sowie Geschäfts- oder Firmenwerte sind absolut vernachlässigbar.

Dividendenpolitik

Im Zuge der operativ sehr positiven Entwicklung in der Vergangenheit plant ATOSS beginnend mit einer Sonderausschüttung zum Jahresende 2003 (1,50 € je Aktie) die kontinuierliche Dividendenzahlung aufzunehmen. Der Bezugsstichtag für die Sonderausschüttung ist der 29.12.03, ausgeschüttet wird sie am 30.12.03. Da sie aus den Erlösen des Börsenganges stammt, ist sie für Privatanleger (weniger als 1% des Grundkapitals) sogar steuerfrei.

Langfristig wird die Dividende zwischen 30% und 50% des ausschüttungsfähigen Gewinnes liegen. Die jährliche Mindestdividende soll 0,15 € betragen. Diese Ausschüttungen sind entsprechend in unseren Prognosen berücksichtigt. Wir rechnen in 2003 mit einer Ausschüttung in Höhe von 1,50 € (wie angekündigt) und in den Folgejahren mit 0,21 €, 0,22 € und 0,23 € je Aktie.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Bewertung: ATOSS		Kurs in €:			11,70 €
	2002	2003e	2004e	2005e	
KGV	38,18	24,53	20,41	19,12	
Dynamisches KGV	1,38	0,89	0,74	0,69	
KCV	11,60	11,26	13,97	13,10	
Marktkap/Umsatz	2,06	1,94	1,86	1,75	

Tabelle 3; Quelle: SES Research

Schon auf den ersten Blick günstig

Die ATOSS Aktie erscheint auf den ersten Blick angemessen bezahlt. Mit einem KGV von 24,5 bei einem antizipierten Wachstum von unter 10% für die kommenden Jahre sogar tendenziell offensiv gepreist (gemessen an branchenüblichen Multiplikatoren). Vor dem Hintergrund der Liquiditätsslage der ATOSS relativiert sich diese Eindruck jedoch, wie in den folgenden Abschnitten verdeutlicht wird.

Multiplikatorenvergleich

Die folgende Tabelle zeigt die zu Vergleichszwecken herangezogenen Unternehmen. In Punkto Größe ordnet sich ATOSS im unteren Mittelfeld ein. Generell ist zu diesem Vergleich allerdings anzumerken, dass die Unternehmenskennzahlen relativ inhomogen sind. Ein Bewertungsvergleich sollte folglich nur indikativen Charakter beigemessen werden.

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	
FJA	28,32	216,65	130,20	140,11	153,11	170,49	9,40%	2,16	2,28	2,53	2,85	9,68%
IDS Scheer	11,97	380,05	181,35	202,07	226,93	260,38	12,81%	0,43	0,47	0,56	0,67	15,93%
IXOS	4,82	103,73	122,35	128,53	142,97	159,06	9,14%	0,35	0,15	0,36	0,41	5,42%
Nexus	1,68	17,29	14,20	15,00	n.v.	n.v.	n.a.	-0,04	-0,01	0,05	n.v.	n.a.
P&I	2,97	22,87	38,14	40,22	39,28	40,46	1,99%	0,16	0,14	0,23	0,24	14,47%
ATOSS	11,70	47,63	23,25	24,51	26,11	28,57	7,11%	0,31	0,48	0,57	0,61	25,92%

Tabelle 4; Quelle: IBES, SES Research

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Peer-Group ATOSS						
Unternehmen	KUV			KGV		
	03e	04e	05e	03e	04e	05e
FJA	1,55	1,41	1,27	12,42	11,19	9,94
IDS Scheer	1,88	1,67	1,46	25,47	21,38	17,87
IXOS	0,81	0,73	0,65	32,13	13,39	11,76
Nexus	1,15	-	-	-	33,60	-
P&I	0,57	0,58	0,57	21,21	12,91	12,38
Durchschnitt	1,19	1,10	0,99	22,81	18,49	12,98
ATOSS	1,94	1,86	1,75	24,53	20,41	19,12

Tabelle 5; Quelle: SES Research

ATOSS wird, sowohl Umsatz- als auch Ergebnisseitig mit hohen Multiplikatoren bezahlt. Das KUV liegt für den betrachteten Zeitraum deutlich, das KGV moderat über den ermittelten Durchschnittswerten. Hauptgrund hierfür dürften die hohen nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel der ATOSS darstellen, welche einen einfachen Vergleich der Multiplikatoren in seiner Aussagekraft deutlich einschränkt. Da eine differierende Bilanzsituation sich natürlich auch in den gezahlten Multiplikatoren niederschlägt. Im Folgenden nehmen wir eine EV-Vergleichsanalyse vor, bei der dieser Faktor bereinigt wird.

EV-Vergleichsanalyse

Folgende Tabelle zeigt die Basisdaten, welche zum EV Vergleich herangezogen werden:

Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen (EV-Analyse)										
	Kurs (LW)	Marktkap. in Mio. (LW)	EBIT in Mio. (LW)				CAGR: 01-04	EV-Basisdaten		EV
			2002	2003e	2004e	2005e		n. betriebsnotw. Verm.*	Verb.**	
FJA	28,32	216,65	25,50	28,92	31,40	35,49	11,65%	31,2	23,3	208,7
IDS Scheer	11,97	380,05	23,74	25,52	30,23	35,81	14,69%	102,1	32,6	310,5
IXOS	4,82	103,73	7,93	2,69	9,72	13,50	19,40%	35,0	12,2	80,9
Nexus	1,68	17,29	-1,73	0,10	n.v.	n.v.	n.a.	18,0	2,9	2,2
P&I	2,97	22,87	3,20	3,63	3,46	3,56	3,63%	19,8	10,0	13,1
ATOSS	11,70	47,63	1,36	2,47	3,07	3,35	35,02%	35,4	3,1	15,3

Tabelle 6; Quelle: IBES, SES Research *nicht betriebsnotwendiges Vermögen per Q1/03, **Verbindlichkeiten per Q1/03

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Peer-Group ATOSS (Enterprise Value Analyse)					
Unternehmen	EV (Mio. €)	EV / EBIT			n. betriebsn. Verm.* / Marktkap.
		03e	04e	05e	
FJA	208,75	7,22	6,65	5,88	14,4%
IDS Scheer	310,52	12,17	10,27	8,67	26,9%
IXOS	80,93	30,08	8,33	5,99	33,7%
Nexus	2,19	21,91	-	-	104,1%
P&I	13,07	3,60	3,78	3,67	86,6%
Durchschnitt		15,00	7,26	6,05	53,1%
ATOSS	15,33	6,20	5,00	4,58	74,3%

Tabelle 7; Quelle: SES Research ; *nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Zu den gezeigten EV Multiplikatoren ist anzumerken, dass viele der Vergleichsunternehmen über erhebliche nicht betriebsnotwendige liquide Mittel verfügen. Im Durchschnitt gute 53% der jeweiligen Marktkapitalisierung. Dennoch: auf Basis des EV/EBIT Multiplikators erscheint ATOSS, im Gegensatz zum einfachen Multiplikatorverfahren, günstig bewertet. Dafür spricht auch ein Price/Book-Value Multiplikator von attraktiven 1,3.

Im folgenden DCF-Modell weist ATOSS gegenüber der derzeitigen Marktkapitalisierung sogar Bewertungsreserven auf.

Discounted-Cash-Flow-Modell

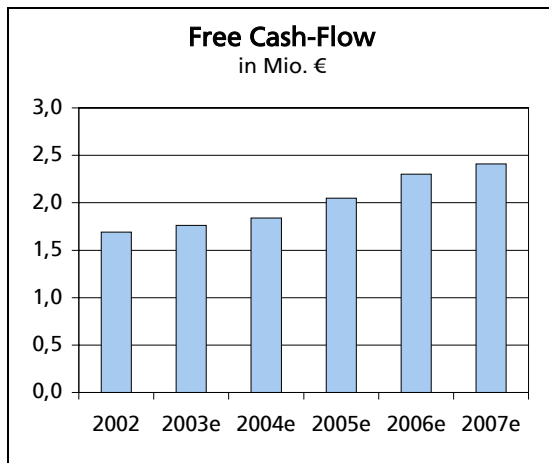
Als zentralen Bewertungsansatz haben wir das DCF-Verfahren gewählt. Für die Bewertung haben wir zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes den Eigenkapitalkostensatz herangezogen (wir rechnen langfristig nicht mit erheblichem Fremdkapital). Die zugrundegelegten Prämissen sind in folgender Tabelle dargestellt.

DCF-Modell ist aussagekräftigster Bewertungsansatz und zeigt Bewertungsreserven

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	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	5,24%
Fremdkapital-Kostensatz		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	5,85%
		2006	12,19%
		Zielmarge ab 2010	13,00%

Tabelle 8; Quelle: SES Research



Grafik 11; Quelle: SES Research

Als Beta-Faktor wählen wir mit 1,3 einen relativ niedrigen Ansatz, da wir ATOSS für fundamental wenig Riskant halten (Equirisk-Rating „A+“).

Insgesamt zeigt sich in den Wachstumsannahmen ein konservatives Bild. Sowohl die erwarteten Umsatzzuwächse als auch die Margenziele sind gering. Die Erzielung einer EBIT Marge von langfristig 13% ist vor dem Hintergrund, dass die Gesellschaft in 2003 bereits über 13% erzielte, ebenfalls sehr konservativ. Insbesondere die Tatsache, dass Softwareunternehmen, wenn sie sich etabliert haben, tendenziell über den hohen Hebel des Lizenzgeschäftes mittelfristig höhere Margen erzielen, ist in unseren Prognosen nur sehr restriktiv berücksichtigt.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Zum ermittelten fairen Wert ist anzumerken, dass sich hierin natürlich auch (als nicht betriebsnotwendig eingestufte) liquide Mittel in Höhe von 35,4 Mio. € respektive gut 9 € je Aktie (ohne Berücksichtigung eigener Aktien), positiv bemerkbar machen. Wesentliche Verbindlichkeiten gibt es bei ATOSS nicht. Der DCF Wert je Aktie basiert auf der Aktienanzahl ohne eigene Aktien.

Aus diesen zentralen Annahmen ergibt sich folgende Sensitivitätsanalyse:

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

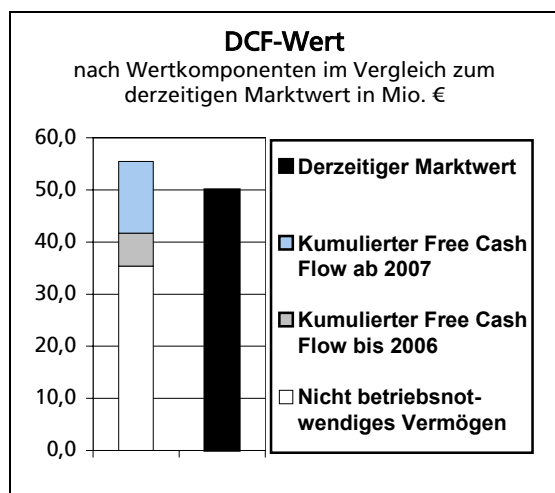
Sensitivitätsanalyse							
Abzinsungs-faktor	ewige Wachstumsrate						
	1,50%	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%	4,50%
14,14%	12,59	12,65	12,69	12,72	12,74	12,79	12,88
13,14%	13,03	13,11	13,17	13,20	13,23	13,31	13,43
12,14%	13,55	13,66	13,74	13,79	13,83	13,93	14,10
11,64%	13,85	13,98	14,07	14,13	14,18	14,30	14,51
11,14%	14,18	14,33	14,44	14,51	14,57	14,71	14,96
10,14%	14,95	15,16	15,32	15,41	15,51	15,72	16,10
9,14%	15,92	16,22	16,46	16,59	16,74	17,06	17,66

Tabelle 9; Quelle: SES Research

Konklusion

Zu dem KGV/KUV vergleich ist anzumerken, dass dieser Ansatz aus Gründen stark differierender Finanzierungsstrukturen wenig aussagekräftig ist. Die EV-Analyse indiziert eine derzeit leichte Bewertungsreserve der ATOSS. Unser DCF-Modell zeigt einen fairen Wert je Aktie von 14,10 € (gesamt 56,2 Mio. €). Nebstehende Grafik zeigt, dass nur rund 30% dieses Wertes größeren Unsicherheiten unterliegen (der Rest ist nicht betriebsnotwendiges Vermögen).

Bereits das von uns gewählte konservativ realistische Ertragsszenario indiziert leichte Bewertungsreserven. Sollte die Gesellschaft nachhaltig bessere Performance zeigen, ist auch eine Erhöhung des Fair Value problemlos darstellbar. Mit einem Price/Book-Value Multiplikator von attraktiven 1,3 ist auch das Downside Potenzial sehr begrenzt. Unsere Ersteinschätzung lautet für ATOSS Marketperformer.



Grafik 12; Quelle: SES Research

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	-------------------

Kennzahlen	2002	2003e	2004e	2005e
Umsatz (US-GAAP) in Mio. €	23,25	24,51	26,11	28,57
Steigerung in % zum Vorjahr	9,47%	5,45%	6,51%	9,42%
Je Aktie in €	5,67	6,02	6,29	6,69
KUV	2,06	1,94	1,86	1,75
EBITDA in Mio. €	2,84	3,58	4,16	4,55
in % vom Umsatz	12,20%	14,60%	15,95%	15,91%
Abschreibungen in Mio. €	-1,48	-1,11	-1,10	-1,20
Abschreibungen in %	-6,35%	-4,51%	-4,20%	-4,20%
EBIT in Mio. €	1,36	2,47	3,07	3,35
in % vom Umsatz	5,85%	10,08%	11,75%	11,71%
Finanzergebnis in Mio. €	0,76	0,71	0,90	1,01
in % vom Umsatz	3,27%	2,91%	3,43%	3,53%
EBT in Mio. €	2,12	3,19	3,96	4,35
in % vom Umsatz	9,11%	13,00%	15,19%	15,24%
Steuerquote (lfd. Steuern)	40,70%	39,05%	40,00%	40,00%
Net Income in Mio. €	1,26	1,94	2,38	2,61
in % vom Umsatz	5,41%	7,92%	9,11%	9,15%
Je Aktie in €	0,31	0,48	0,57	0,61
KGV	38,18	24,53	20,41	19,12
Op. Cash Flow (US-GAAP) in Mio. €	4,13	4,23	3,48	3,81
Je Aktie in €	1,01	1,04	0,84	0,89
KCV	11,60	11,26	13,97	13,10
Dividende je Aktie in €	0,00	1,50	0,20	0,21
Rendite in %	0,00%	12,82%	1,71%	1,83%
Aktienanzahl in Mio. Stück*	4,10	4,07	4,15	4,27

Tabelle 10; Quelle: SES Research *voll verwässert

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 RESEARCH

SES-Coverage

Im September 1999 beschlossen die N.M. Fleischhacker AG, die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH und die SES Research GmbH eine Partnerschaft mit dem Ziel, ein kontinuierliches Coverage von börsennotierten Gesellschaften aufzubauen. Die SES-Analysten beobachteten seitdem im Auftrag ihrer Partner vornehmlich deutsche Technologie-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



N. M. FLEISCHHACKER AG
wertpapierhandelsbank

Goetheplatz 4
60311 Frankfurt am Main

Tel.: +49-(0)69-921893 - 0
Fax: +49-(0)69-921893 - 5555
Mail: webcontact@fleischhacker.de
Web: www.fleischhacker.de

Die N.M. Fleischhacker AG, Frankfurt ist eine Wertpapierhandelsbank mit den Geschäftsbereichen Skontrofführung, Kundenhandel, Eigenhandel, Salestrading und Analyse. Den über 40 Mitarbeitern stehen modernste Technologien für Wertpapierhandel und Kommunikation zur Verfügung und ermöglichen so ein Serviceangebot auf höchstem internationalen Niveau.



SCHLÖTER, REIDOCK & HERTRICH
INSTITUTIONELLE WERTPAPIERBERATUNG

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.

N.M. Fleischhacker AG
Tel.: +49-(0)69-921893-0

SES Research GmbH
Tel.: +49-(0)40-879787-0

Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH
Tel.: +49-(0)40-378552-0