

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 14,00 (alt: 14,00)

Kurs EUR 7,28
Bloomberg AOF GR
Reuters AOFG
Branche Software/IT

Softwarelösungsanbieter für das Arbeitszeitmanagement mit typischer Umsatzverteilung aus Lizenzen, Services und Wartung



Aktien Daten: 22.01.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 29,5 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 16,6 Mio
Buchwert: EUR 14,4 Mio
Aktienanzahl: 4,0 Mio

Aktionäre:
Gründer Familie 55,5 %
Free Float 44,5 %

Termine:
Vorl. Zahlen 2008 30.01.2009
Zahlen 2008 12.03.2009
Vorl. Zahlen Q1 23.04.2009
HV 30.04.2009

Änderung	2008e		2009e		2010e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	27,4	0	29,0	0	31,2	0
EBIT	5,0	0	4,9	0	5,3	0
EPS	0,82	0	0,88	0	0,97	0

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 23.01.2009
Analyst: Felix Ellmann
+49 (0)40-309537-120
ellmann@ses.de

Fortsetzung des Wachstumskurses

Am 30.01.09 wird die Atoss Software AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das Jahr 2008 bekannt geben. Im Gespräch mit dem Management hat sich der Eindruck gefestigt, dass trotz Finanzkrise und deutlicher konjunktureller Eintrübung im Q4 mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses zu rechnen ist. Grund für diese **stabile Entwicklung** bleiben folgende Faktoren:

- Die **gute Auftragslage** bei Großprojekten sorgt für konstant hohe Auslastung.
- Die **konservative Umsatzrealisierung** (POC) reduziert Schwankungen im Umsatz und Ergebnisausweis, auch wenn das Neukundengeschäft in 2009 volatil werden sollte.
- Der generell hohe Auftragsbestand bietet eine **hohe Visibilität** der Prognosen.
- Langfristige Wartungsverträge** (ca. 37% des Umsatzes sind Wartungserlöse) mit **geringer Churn-Rate** sichern das Geschäft ab.

Vor diesem Hintergrund sollte Atoss die Prognosen für 2008 erreichen können. Insbesondere erscheint eine konjunkturell bedingte ergebnisseitige Anpassung der Prognosen für 2009ff bei Atoss nicht notwendig. Im Gegensatz zu vielen anderen Softwareherstellern, deren prognostizierte Geschäftszahlen erheblich von der weiteren konjunkturellen Entwicklung abhängen, wird sich Atoss hier erneut abheben.

ATOSS Software - Q4 2008e

Angaben in Mio. EUR	Q4 / 08e	Q4 / 07	yoy
Umsatz	7,3	6,7	9,2%
EBITDA	1,2	1,1	16,1%
<i>Marge</i>	16,7%	15,7%	
EBITA	1,1	1,1	3,0%
<i>Marge</i>	15,3%	16,2%	
EBIT	1,1	0,9	12,6%
<i>Marge</i>	14,5%	14,1%	
EPS	0,15	0,18	-16,7%

Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (e)

Auf Basis der aktuellen Schätzungen zeigt sich die derzeitige Unterbewertung der Aktie besonders deutlich im **EV/EBIT von 3 für 2008**. Das Rating lautet weiter Kaufen bei einem Kursziel von EUR 14,00.

Geschäftsjahresende:	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
31.12.							
Umsatz	21,8	20,4	22,0	24,4	27,4	29,0	31,2
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-6,8 %	-6,5 %	7,7 %	11,1 %	12,0 %	6,1 %	7,5 %
EBITDA	2,1	1,2	3,2	4,2	5,4	5,4	5,8
<i>EBITDA-Marge</i>	9,7 %	5,8 %	14,6 %	17,2 %	19,9 %	18,5 %	18,6 %
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,7	5,0	4,9	5,3
<i>EBIT-Marge</i>	5,6 %	2,8 %	12,6 %	15,3 %	18,3 %	16,9 %	17,0 %
Jahresüberschuss	0,9	0,5	1,9	2,5	3,3	3,5	3,8
EPS	0,23	0,12	0,48	0,63	0,82	0,88	0,97
Free Cash Flow je Aktie	0,28	0,34	1,02	0,87	0,46	0,76	0,87
Dividende	0,11	5,50	0,24	0,31	0,41	0,44	0,49
<i>Dividendenrendite</i>	1,5 %	75,5 %	3,3 %	4,3 %	5,6 %	6,0 %	6,7 %
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	8,1	14,5	5,4	4,1	3,1	2,8	2,3
EV/EBIT	14,0	30,5	6,2	4,6	3,3	3,1	2,6
KGV	31,7	60,7	15,2	11,6	8,9	8,3	7,5
ROCE	3,7 %	1,8 %	12,6 %	26,2 %	30,9 %	27,4 %	26,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	10,5 %	5,2 %	16,8 %	22,4 %	30,3 %	32,5 %	39,7 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 7,28

Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS

in EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	21,8	20,4	22,0	24,4	27,4	29,0	31,2
Herstellungskosten	7,5	7,1	7,2	7,9	8,8	9,3	10,0
Bruttoergebnis	14,3	13,4	14,8	16,5	18,6	19,7	21,2
Forschung und Entwicklung	4,3	4,1	3,9	4,6	5,0	5,5	5,8
Vertriebskosten	5,9	5,5	6,0	5,8	6,2	6,6	7,1
Verwaltungskosten	3,4	3,3	2,6	2,5	2,7	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,4	0,0	0,5	0,1	0,3	0,1	0,2
EBITDA	2,1	1,2	3,2	4,2	5,4	5,4	5,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EBITA	1,7	0,9	2,9	3,9	5,1	5,0	5,4
Abschreibungen auf iAV	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,7	5,0	4,9	5,3
Zinserträge	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
Zinsaufwendungen	0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,6
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,7	1,1	3,2	4,2	5,0	5,4	5,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,7	1,1	3,2	4,2	5,0	5,4	5,9
Steuern gesamt	0,9	0,7	1,3	1,7	1,8	1,9	2,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,9	0,5	1,9	2,5	3,3	3,5	3,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,9	0,5	1,9	2,5	3,3	3,5	3,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,9	0,5	1,9	2,5	3,3	3,5	3,8

Quellen: ATOSS(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS

in % vom Umsatz

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	34,4 %	34,5 %	32,6 %	32,3 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %
Bruttoergebnis	65,6 %	65,5 %	67,4 %	67,7 %	68,0 %	68,0 %	68,0 %
Forschung und Entwicklung	19,6 %	19,9 %	17,9 %	19,0 %	18,4 %	18,8 %	18,7 %
Vertriebskosten	26,8 %	26,8 %	27,4 %	23,6 %	22,5 %	22,8 %	22,8 %
Verwaltungskosten	15,5 %	16,0 %	11,9 %	10,4 %	9,8 %	10,0 %	10,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,9 %	0,0 %	2,4 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %
EBITDA	9,7 %	5,8 %	14,6 %	17,2 %	19,9 %	18,5 %	18,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9 %	1,5 %	1,2 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
EBITA	7,8 %	4,4 %	13,4 %	15,9 %	18,5 %	17,1 %	17,2 %
Abschreibungen auf iAV	2,2 %	1,6 %	0,7 %	0,6 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	5,6 %	2,8 %	12,6 %	15,3 %	18,3 %	16,9 %	17,0 %
Zinserträge	2,8 %	2,7 %	2,2 %	2,0 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %
Zinsaufwendungen	0,4 %	0,0 %	0,3 %	0,2 %	1,8 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	2,4 %	2,7 %	1,9 %	1,8 %	0,0 %	1,7 %	1,9 %
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	8,0 %	5,5 %	14,5 %	17,1 %	18,3 %	18,6 %	18,9 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	8,0 %	5,5 %	14,5 %	17,1 %	18,3 %	18,6 %	18,9 %
Steuern gesamt	4,0 %	3,2 %	6,0 %	6,8 %	6,4 %	6,5 %	6,6 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,0 %	2,2 %	8,6 %	10,2 %	11,9 %	12,1 %	12,3 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,0 %	2,2 %	8,6 %	10,2 %	11,9 %	12,1 %	12,3 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,0 %	2,2 %	8,6 %	10,2 %	11,9 %	12,1 %	12,3 %

Quellen: ATOSS(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz ATOSS

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
davon übrige imm. VG	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,5	0,8	1,1	1,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,9	0,6	0,5	0,7	0,9	1,2	1,4
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,4	3,8	3,7	2,8	3,3	3,5	3,8
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,9	1,3
Liquide Mittel	26,6	27,8	10,8	13,5	14,1	15,4	17,2
Umlaufvermögen	31,0	32,5	15,2	17,0	18,0	19,9	22,3
Bilanzsumme (Aktiva)	31,9	33,1	15,7	17,6	18,9	21,1	23,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	20,2	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	6,9	8,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,8	23,3	4,3	6,6	3,3	3,5	3,8
Buchwert	27,0	27,8	8,7	10,5	12,5	14,4	16,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	27,0	27,8	8,7	10,5	12,5	14,4	16,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Rückstellungen gesamt	2,9	3,1	4,1	5,0	4,3	4,4	4,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6
Sonstige Verbindlichkeiten	1,3	1,3	2,3	1,7	1,5	1,7	1,9
Verbindlichkeiten	4,9	5,3	7,0	7,2	6,4	6,7	7,1
Bilanzsumme (Passiva)	31,9	33,1	15,7	17,6	18,9	21,1	23,7

Quellen: ATOSS(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz ATOSS

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,4 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,5 %	0,7 %	0,3 %
davon übrige imm. VG	1,4 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,5 %	0,7 %	0,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,4 %	1,1 %	2,4 %	3,0 %	4,3 %	5,2 %	5,6 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,8 %	1,9 %	3,2 %	3,9 %	4,9 %	5,8 %	5,9 %
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,6 %	11,4 %	23,4 %	16,1 %	17,5 %	16,6 %	16,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	3,3 %	2,5 %	4,9 %	3,6 %	3,4 %	4,5 %	5,7 %
Liquide Mittel	83,4 %	84,1 %	68,7 %	76,5 %	74,5 %	73,2 %	72,4 %
Umlaufvermögen	97,3 %	98,1 %	97,1 %	96,4 %	95,3 %	94,3 %	94,1 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	12,6 %	12,2 %	25,6 %	22,9 %	21,3 %	19,1 %	17,0 %
Kapitalrücklage	63,2 %	1,4 %	2,3 %	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	27,7 %	32,6 %	36,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,9 %	70,5 %	27,6 %	37,4 %	17,3 %	16,7 %	16,2 %
Buchwert	84,7 %	84,1 %	55,5 %	59,5 %	66,3 %	68,3 %	70,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	84,7 %	84,1 %	55,5 %	59,5 %	66,3 %	68,3 %	70,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,3 %	3,7 %	7,8 %	6,9 %	6,4 %	5,8 %	5,1 %
Rückstellungen gesamt	9,1 %	9,2 %	26,2 %	28,5 %	22,9 %	21,0 %	19,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,8 %	0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,3 %	2,2 %	3,4 %	2,5 %	2,7 %	2,4 %	2,5 %
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1 %	4,1 %	14,7 %	9,5 %	8,0 %	8,1 %	8,1 %
Verbindlichkeiten	15,3 %	15,9 %	44,7 %	40,8 %	33,7 %	31,6 %	29,8 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: ATOSS(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung ATOSS

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,9	0,5	1,9	2,5	3,3	3,5	3,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,4	0,4	0,4	0,0	-0,8	0,0	0,0
Cash Flow	2,3	1,3	2,8	2,9	2,9	4,0	4,3
Veränderung Vorräte	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,1	-0,4	0,0	0,8	-0,5	-0,2	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,2	0,3	1,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	0,4	1,6	1,2	-0,4	-0,2	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,7	1,7	4,3	4,2	2,5	3,8	4,1
CAPEX	-0,6	-0,4	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,6	-0,4	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-5,7	-0,4	-21,5	-1,0	-1,2	-1,6	-1,7
Erwerb eigener Aktien	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-6,2	-0,1	-21,2	-0,8	-1,2	-1,6	-1,7
Veränderung liquide Mittel	-5,2	1,2	-17,1	2,7	0,6	1,4	1,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	26,7	27,8	10,8	13,5	14,1	15,4	17,2

Quellen: ATOSS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen ATOSS

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	60,0 %	62,7 %	54,7 %	52,5 %	49,7 %	51,1 %	51,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	121.933	115.345	130.124	125.241	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	11.816	6.729	18.988	21.569	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	5,6 %	2,8 %	12,6 %	15,3 %	18,3 %	16,9 %	17,0 %
EBITDA / Operating Assets	61,8 %	34,5 %	90,8 %	142,9 %	150,3 %	131,3 %	128,2 %
ROA	99,3 %	72,8 %	378,1 %	367,8 %	355,8 %	286,4 %	273,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	48,1	55,2	59,0	46,1	33,3	26,6	23,5
Operating Assets Turnover	6,4	5,9	6,2	8,3	7,6	7,1	6,9
Capital Employed Turnover	0,7	0,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	3,7 %	1,8 %	12,6 %	26,2 %	30,9 %	27,4 %	26,5 %
ROE	3,2 %	1,6 %	21,6 %	23,9 %	26,0 %	24,4 %	23,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	3,0 %	1,7 %	10,3 %	26,1 %	28,4 %	26,1 %	24,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	3,0 %	1,7 %	10,3 %	26,1 %	28,4 %	26,1 %	24,7 %
ROIC	2,9 %	1,4 %	12,9 %	15,1 %	18,1 %	17,6 %	17,2 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-26,3	-27,7	-10,7	-13,4	-14,0	-15,4	-17,1
Net Gearing	-97,5 %	-99,5 %	-122,8 %	-128,3 %	-112,0 %	-106,9 %	-103,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	500,0 %	500,0 %	500,0 %	500,0 %	500,0 %	500,0 %	500,0 %
Current ratio	17,9	15,7	5,4	8,0	9,0	9,0	8,9
Acid Test Ratio	6,7	6,3	2,2	2,4	2,8	3,0	3,2
EBITDA / Zinsaufwand	22,5	n.a.	55,3	79,4	10,9	53,7	58,0
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,1	1,3	4,0	3,5	1,8	3,0	3,5
Free Cash Flow / Umsatz	4,8 %	6,5 %	18,1 %	14,2 %	6,7 %	10,3 %	11,1 %
Adj. Free Cash Flow	1,8	0,9	2,9	3,9	5,0	5,0	5,4
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	3,9 %	1,2 %	8,5 %	8,5 %	10,2 %	10,2 %	10,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	120,0 %	291,9 %	211,3 %	139,0 %	56,3 %	85,5 %	90,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	2,0 %	2,4 %	4,1 %	3,7 %	4,1 %	4,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	34,8 %	0,0 %	49,2 %	90,6 %	1388,9 %	277,8 %	277,8 %
Ausschüttungsquote	47,6 %	4664,9 %	49,9 %	49,3 %	50,0 %	49,8 %	50,8 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	2,8 %	1,8 %	1,5 %	2,8 %	2,5 %	2,7 %	2,2 %
Maint. Capex / Umsatz	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	68,2 %	58,9 %	74,7 %	141,6 %	154,0 %	166,7 %	135,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	13,9 %	14,8 %	14,2 %	11,4 %	9,5 %	10,0 %	9,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	795,8 %	526,1 %	697,3 %	635,2 %	660,0 %	700,0 %	633,3 %
Inventory processing period (Tage)	1.559	1.571	1.833	939	1.200	1.200	1.200
Receivables collection period (Tage)	56,6	67,7	61,0	42,3	44,0	44,0	44,0
Payables payment period (Tage)	7,1	12,9	8,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Cash conversion cycle (Tage)	1.609	1.625	1.885	975	1.237	1.237	1.237
Bewertung							
P/B	1,1	1,1	3,4	2,8	2,4	2,0	1,8
EV/sales	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	8,1	14,5	5,4	4,1	3,1	2,8	2,3
EV/EBIT	14,0	30,5	6,2	4,6	3,3	3,1	2,6
EV/FCF	16,3	13,0	4,3	5,0	9,1	5,1	3,9
P/E	31,7	60,7	15,2	11,6	8,9	8,3	7,5
P/CF	12,8	22,0	10,7	10,0	10,2	7,4	6,8

Quellen: ATOSS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - ATOSS Software

Angaben in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	0,9	0,5	1,9	2,5	3,3	3,5	3,8	
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	
- Zinsergebnis (netto)	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,6	
+ Steuern	0,9	0,7	1,3	1,7	1,8	1,9	2,1	
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	1,8	0,9	2,9	3,9	5,0	5,0	5,4	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,5%	5,2%	16,8%	22,4%	30,3%	32,5%	39,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	17,2	17,2	17,2	17,2	16,6	15,3	13,5	
= Fairer Enterprise Value	18,2	9,0	29,0	38,6	50,4	49,6	53,7	
- Nettoverschuldung (Cash)	-13,4	-13,4	-13,4	-13,4	-14,0	-15,4	-17,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	30,4	21,2	41,2	50,8	63,3	63,8	69,6	
Aktienanzahl (Mio.)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	7,51	5,25	10,19	12,55	15,64	15,76	17,21	
Premium (-) / Discount (+) in %	3,1%	-27,9%	39,9%	72,4%	114,8%	116,5%	136,4%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	6,47	4,73	8,53	10,35	12,76	12,94	14,15
	12,0%	6,76	4,88	8,99	10,96	13,56	13,72	15,00
Fairer	11,0%	7,10	5,05	9,54	11,69	14,50	14,65	16,00
Free Cash Flow	10,0%	7,51	5,25	10,19	12,55	15,64	15,76	17,21
Yield	9,0%	8,01	5,50	10,98	13,61	17,02	17,13	18,68
	8,0%	8,63	5,80	11,98	14,94	18,75	18,83	20,53
	7,0%	9,43	6,20	13,26	16,64	20,98	21,02	22,90

Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - ATOSS Software

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	27,4	29,0	31,2	32,7	34,4	36,1	37,9	39,0	40,2	41,4	42,7	43,9	45,3	46,6
Veränderung	12,0%	6,1%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	5,0	4,9	5,3	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6	6,8	7,0	7,3	7,5	7,7	7,9
EBIT-Marge	18,3%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Steuerquote	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	3,3	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2
Abschreibungen	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
in % vom Umsatz	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionsquote	2,5%	2,7%	2,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,6	2,7	3,1	3,5	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	28,8		
Terminal Value	15,6		
Verbindlichkeiten	-1,2		
Liquide Mittel	13,5	Aktienzahl (Mio.)	4,05
Eigenkapitalwert	56,6	Wert je Aktie (EUR)	14,00

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

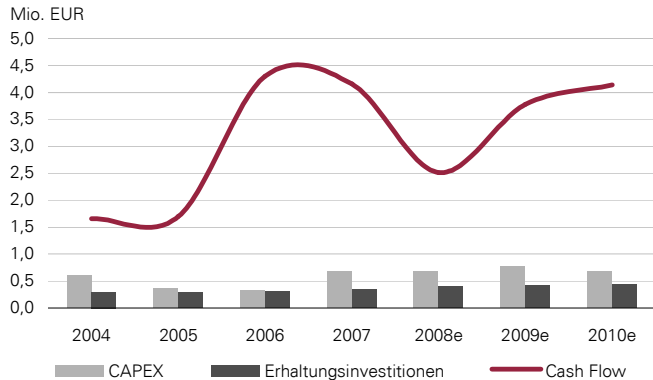
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
11,66%	12,65	12,72	12,79	12,87	12,95	13,04	13,13
11,16%	13,14	13,23	13,31	13,40	13,50	13,60	13,71
10,91%	13,41	13,50	13,59	13,69	13,80	13,91	14,03
10,66%	13,69	13,79	13,89	14,00	14,12	14,24	14,37
10,41%	13,99	14,10	14,21	14,33	14,45	14,59	14,73
10,16%	14,31	14,42	14,54	14,67	14,81	14,96	15,11
9,66%	15,00	15,13	15,28	15,43	15,60	15,78	15,97

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	11,95	12,26	12,56	12,87	13,17	13,48	13,78
11,16%	12,44	12,76	13,08	13,40	13,73	14,05	14,37
10,91%	12,70	13,03	13,36	13,69	14,02	14,35	14,68
10,66%	12,98	13,32	13,66	14,00	14,34	14,68	15,02
10,41%	13,28	13,63	13,98	14,33	14,68	15,03	15,37
10,16%	13,59	13,95	14,31	14,67	15,03	15,39	15,75
9,66%	14,29	14,67	15,05	15,43	15,82	16,20	16,58

Quelle: SES Research

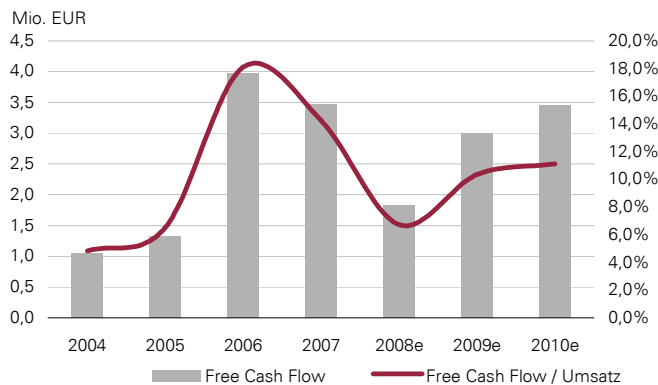
ATOSS Software - Investitionen und Cash Flow



Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- CAPEX und Erhaltungsinvestitionen spielen eine untergeordnete Rolle
- Software-Geschäft ist nicht investitionsintensiv
- Cash Flow entwickelt sich solide

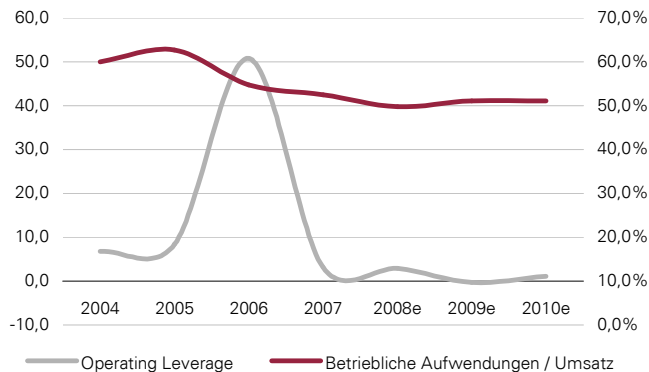
ATOSS Software - Free Cash Flow Generation



Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- ATOSS generiert solide und stabile FCF
- FCF gemessen am Umsatz hoch
- langfristiger Aufwärtstrend intakt

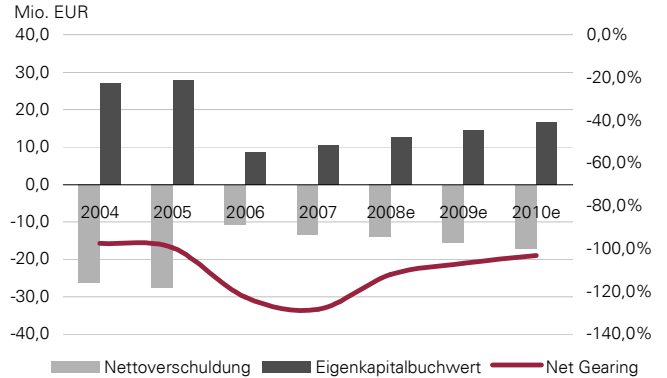
ATOSS Software - Operating Leverage



Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Die betrieblichen Aufwendungen sind mit über 50 % vom Umsatz hoch
- Grund ist die hohe Personalintensität
- Operating Leverage im 2005/2006 strukturell bedingt atypisch hoch

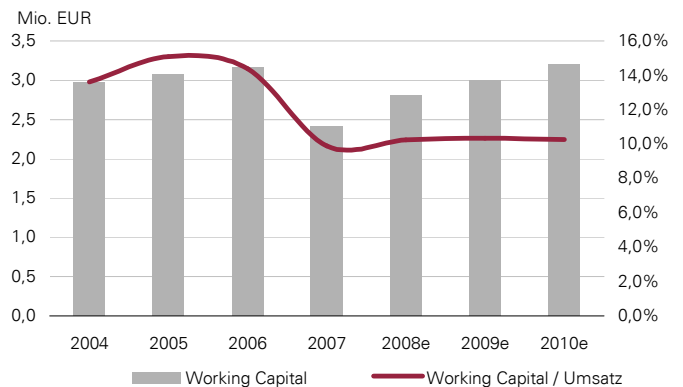
ATOSS Software - Bilanzqualität



Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- ATOSS verfügt über hohe Nettoliquidität
- Daraus folgt ein negatives Net Gearing
- 2006 durch hohe Ausschüttung leicht reduzierte Liquidität

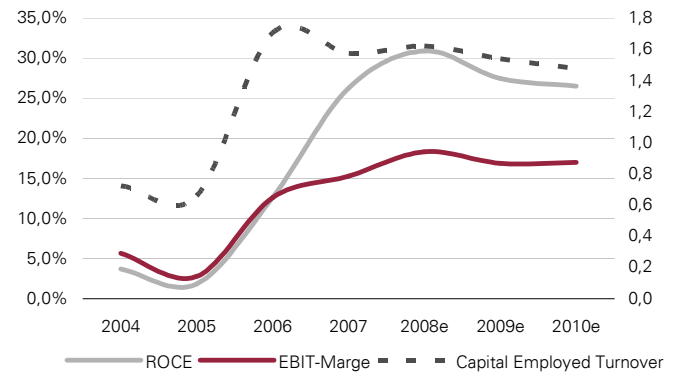
ATOSS Software - Working Capital



Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Working Capital ist relativ konstant
- Es liegt zwischen EUR 2,5 und EUR 3 Mio.
- auch hier zeigt sich die geringe Kapitalintensität des Softwaregeschäftes

ATOSS Software - ROCE Entwicklung



Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- EBIT-Marge entwickelt sich in einem langfristigen Aufwärtstrend positiv
- ROCE entwickelt sich dank geringerem Capital Employed noch besser
- generelles Abbild der guten Ergebnisentwicklung

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

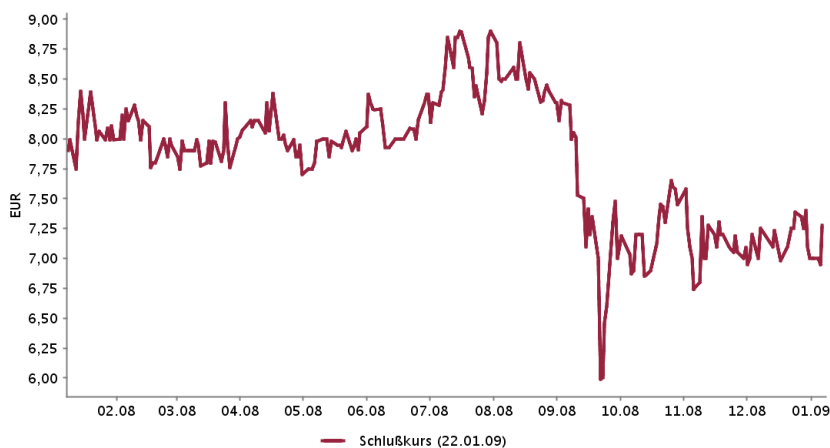
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	53%
Halten	62	31%
Verkaufen	22	11%
Empf. ausgesetzt	10	5%
Gesamt	202	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	68	60%
Halten	32	28%
Verkaufen	8	7%
Empf. ausgesetzt	6	5%
Gesamt	114	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
ATOSS Software AG am 23.01.09**



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg
 Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de



Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemeyer	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de	Tim Oliver Wunderlich	+49 (0)40-309537 - 185 wunderlich@ses.de

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg
 Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 - 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		