

**Kaufen** (alt: Kaufen)

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

**Kurs** EUR 9,40  
**Bloomberg** AOF GR  
**Reuters** AOFG  
**Branche** Software/IT

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



Aktien Daten: 20.04.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 37,8 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 23,3 Mio  
**Buchwert:** EUR 14,4 Mio  
**Aktienanzahl:** 4,0 Mio  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,1 Mio

**Aktionäre:**  
Gründer Familie 55,7 %  
Free Float 42,6 %  
eigene Anteile 1,7 %

**Termine:**  
Vorl. Zahlen Q1 23.04.2009  
HV 30.04.2009  
Zahlen Q1 15.05.2009  
Zahlen Q2 14.08.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
<b>Umsatz</b>	27,5	0	29,4	0	31,5	0
<b>EBIT</b>	5,0	0	5,3	0	5,7	0
<b>EPS</b>	0,88	0,01	0,96	-0,01	1,02	0

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 21.04.2009  
Analyst: Felix Ellmann  
+49 (0)40-309537-120  
ellmann@ses.de

## Wachstum gegen den Trend

Die ATOSS Software AG ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes. ATOSS optimiert mit ihren Lösungen Personalprozesse und verbessert damit das Servicelevel, die Effizienz sowie die Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit. Das Unternehmen hat sich insbesondere im deutschsprachigen Raum führend positioniert: Vom Mittelstand bis zum Blue-Chip-Unternehmen nutzen 4.000 Unternehmen und etwa 2,5 Mio. Arbeitnehmer ATOSS-Lösungen. Im Wettbewerb profitiert ATOSS vor allem von folgenden wesentlichen Stärken:

- **Führendes Softwareprodukt** (modernste Java-Technologie)
- **Spezialisierung auf Regionen und Branchen** (Länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen)
- **Herstellerunabhängigkeit** (Keine Bindung an Hardware- oder große Softwarehersteller)
- **Kompatibilität** (z.B. nahtlose Integration in ERP-Systeme möglich)
- **Finanzielle Stabilität** (exzellente Bilanzqualität) und **kritische Größe** (im Vergleich zum Wettbewerb mit vielen deutlich kleineren Anbietern, der bei ATOSS durchaus bedeutend ist)

Auf Basis dieser Wettbewerbsposition konnte ATOSS in den vergangenen Jahren Rekordquartal auf Rekordquartal verbuchen und konnte auch für das Q1/09, das bei anderen Softwareunternehmen bereits deutlich von rezessiven Tendenzen gezeichnet ist, einen **Rekordumsatz** von EUR 7,1 Mio. (+11%) verbuchen. Und da auch der Auftragsbestand ein Rekordniveau erreichte, ist sogar ein Übertreffen der Prognose eines stabilen Umsatz- und Ertragsniveaus möglich.

In Zusammenhang mit der derzeit **ausgesprochen attraktiven Bewertungssituation** ist ATOSS damit eine der interessantesten deutschen Software Aktiengesellschaften. Die Gesellschaft verfügte zum 31.12.08 über liquide Mittel in Höhe von EUR 14 Mio. (EUR 3,50 je Aktie). Bereinigt um diese Finanzmittel beträgt das KGV für 2009 bei ATOSS etwa 4,8. Es basiert dabei auf hochgradig visiblen Ertragszuschätzungen.

Die Einschätzung der Aktie lautet weiter **Kaufen bei einem Kursziel von EUR 14,00.**

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>31.12.</b>							
<b>Umsatz</b>	20,4	22,0	24,4	26,9	27,5	29,4	31,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-6,5 %	7,7 %	11,1 %	10,3 %	2,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	13,4	14,8	16,5	18,1	18,4	19,7	21,1
<i>Bruttomarge</i>	65,5 %	67,4 %	67,7 %	67,1 %	67,0 %	67,0 %	67,0 %
<b>EBITDA</b>	1,2	3,2	4,2	5,4	5,4	5,7	6,1
<i>EBITDA-Marge</i>	5,8 %	14,6 %	17,2 %	20,1 %	19,6 %	19,3 %	19,3 %
<b>EBIT</b>	0,6	2,8	3,7	5,0	5,0	5,3	5,7
<i>EBIT-Marge</i>	2,8 %	12,6 %	15,3 %	18,7 %	18,3 %	18,0 %	18,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	0,5	1,9	2,5	3,5	3,6	3,8	4,1
<b>EPS</b>	0,12	0,48	0,63	0,88	0,89	0,95	1,02
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,34	1,02	0,87	0,51	0,88	0,89	0,96
<b>Dividende</b>	5,50	0,24	0,31	0,44	0,45	0,48	0,51
<i>Dividendenrendite</i>	58,5 %	2,6 %	3,3 %	4,7 %	4,8 %	5,1 %	5,4 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
<b>EV/EBITDA</b>	21,0	7,8	5,9	4,6	4,3	3,8	3,2
<b>EV/EBIT</b>	44,3	9,0	6,7	5,0	4,6	4,1	3,5
<b>KGV</b>	78,3	19,6	14,9	10,7	10,6	9,9	9,2
<b>ROCE</b>	1,8 %	12,6 %	26,2 %	31,0 %	28,0 %	26,4 %	25,3 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	3,6 %	11,6 %	15,4 %	20,3 %	21,4 %	24,4 %	28,7 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 9,40

<b>Equity Story</b>	<b>3</b>
Spezialisiert und technologisch führend	3
Stetiges Wachstum - exzellente Bilanz	3
Fundamental deutlich unterbewertet	4
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>5</b>
Gewachsene Spezialisierung	5
Kunden schätzen Unabhängigkeit	6
Wettbewerbsvorteil Kompatibilität	6
Ausgereifte, moderne Softwaretechnologie	6
Finanzielle Stabilität bei angemessener kritischer Größe	7
Der Beweis: zahlreiche beeindruckende Referenzen	8
<b>Finanzen</b>	<b>9</b>
Jüngste Performance	9
Entwicklung des Umsatzes	9
Entwicklung der Kostenpositionen	10
Bilanz	10
<b>Bewertung</b>	<b>12</b>
Free Cash Flow Yield	12
DCF-Modell	13
Peer Group-Bewertung	13
<b>Newsflow</b>	<b>16</b>
<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	<b>17</b>
Unternehmenshintergrund	17
Produkte/Dienste	17
Management und Aktionärsstruktur	17
Beteiligungen	18
<b>Kennzahlen</b>	<b>19</b>

ATOSS ist führender Software/Serviceanbieter für die Optimierung des Personaleinsatzes bei Unternehmen. Das Unternehmen ist dabei im Wettbewerb führend positioniert.

## Spezialisiert und technologisch führend

ATOSS steht als Softwareunternehmen vor allem zu drei Arten von Konkurrenten im Wettbewerb:

- **Große Softwareanbieter** (z.B. SAP), die vornehmlich aus dem ERP- oder HR-Umfeld kommend, auch Personaleinsatz-Optimierung betreiben. Diesen Anbietern fehlen oft die Abdeckungstiefe und die Spezialisierung bei Personalprozessen.
- **Anbieter von Zugangskontrollsystemen** (z.B. ISGUS), die oft, basierend auf Zeiterfassungsthemen auch Personalprozesse abbilden. Diese verfolgen oft das primäre Ziel, Hardware zu verkaufen, während Kunden bei sensiblen Personalthemen oft einen herstellerunabhängigen Best-of-Breed-Ansatz fahren wollen.
- **Kleine Softwareanbieter** können zwar in Teilen konkurrieren, ihnen fehlen jedoch oft die finanzielle Stabilität, geschäftliche Kontinuität, Referenzen und die kritische Größe für Großprojekte.

Diese Schwächen hat ATOSS sämtlich nicht, sondern profitiert im Wettbewerb von:

- **Einer hohen Spezialisierung**
- **Einem technologisch führenden Produkt**
- **Herstellerunabhängigkeit**
- **Sehr guten Referenzen**
- **Einer hervorragenden Bilanzqualität**

Aufgrund dieser Faktorenkombination ist ATOSS im Wettbewerb sehr aussichtsreich positioniert.

## Stetiges Wachstum - exzellente Bilanz

Am 30.01.09 legte ATOSS die wesentlichen Eckdaten zu den Geschäftszahlen 2008 vor. Die präsentierten Zahlen entsprechen den Erwartungen. Im Geschäftsjahr 2008 wurde die Umsatzerwartung leicht unterschritten, während das EBIT mit rund EUR 5 Mio. die Erwartung exakt traf. Das Ergebnis konnte die SES-Erwartungen nach Feststellung der tatsächlichen Steuerbelastung leicht übertreffen (EUR 3,5 Mio. ggü. EUR 3,3 Mio. e). Am 08.04.09 wurden dann die vorläufigen Umsatzzahlen für das erste Quartal 2009 bekannt. Demnach gelang es dem Unternehmen trotz Rezession den Umsatz von EUR 6,4 Mio. im Vorjahr um 11% auf EUR 7,1 Mio. zu steigern und das Quartal mit einem Rekord-Auftragsbestand zu beenden, sodass auch die Voraussetzungen für den weiteren Jahresverlauf sehr gut sind.

Aufgrund der anhaltend schwachen allgemeinen Wirtschaftslage wird bei ATOSS nur ein sehr moderates Wachstum unterstellt, auch wenn die Stabilität des Auftragseingangs derzeit noch positivere Signale setzt. Da die steigende Wartungsbasis für ein Grundwachstum (installierte Basis aus den Vorjahren) sorgt, sollten die avisierten Zahlen mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit und Visibilität erreicht werden. Aufgrund des lediglich moderaten Umsatzwachstums und der strategisch gewählten hohen Entwicklungstätigkeit wird bei den Kosten keine Degression unterstellt.

Die prognostizierte Gewinn- und Verlustrechnung stellt sich wie folgt dar:

**Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS Software**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>UMSATZ</b>	<b>20,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,4</b>	<b>26,9</b>	<b>27,5</b>	<b>29,4</b>	<b>31,5</b>
Herstellungskosten	7,1	7,2	7,9	8,9	9,1	9,7	10,4
<b>BRUTTOERGEBNIS</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>	<b>16,5</b>	<b>18,1</b>	<b>18,4</b>	<b>19,7</b>	<b>21,1</b>
Forschung und Entwicklung	4,1	3,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0
Vertriebskosten	5,5	6,0	5,8	5,6	5,6	6,2	6,6
Verwaltungskosten	3,3	2,6	2,5	2,7	2,7	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
Zinserträge	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,5	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
<b>GEWÖHNLICHES VORSTEUERERGEBNIS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
Steuern gesamt	0,7	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
<b>JAHRESÜBERSCHUSS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>JAHRESÜBERSCHUSS VOR ANTEILEN DRITTER</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>JAHRESÜBERSCHUSS</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>

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

**Fundamental deutlich unterbewertet**

Das positive Bild der ATOSS wird abgerundet durch eine sehr attraktive Bewertung: Die Ausstattung der ATOSS mit liquiden Mitteln ist sehr komfortabel. Zum 30.06.08 lagen diese netto bei EUR 14 Mio. oder EUR 3,50 je Aktie. Vor dem Hintergrund eines erwarteten EPS von EUR 0,88 je Aktie für 2009 beträgt das um die Nettoliquidität bereinigte P/E gerade einmal 4,8 und dies bei sehr visiblen Ertragschätzungen.

- Das **DCF Modell** indiziert einen **fairen Wert in Höhe von 14,00**
- Das **FCF-Yield-Modell** führt zu einem **Wert von 16,00 – 19,00**
- Auch die Vergleichsgruppe indiziert eine deutliche Unterbewertung der Aktie.

Die Aktie bleibt mit einem **Kursziel von EUR 14,00 ein Kauf.**

- 
- **ATOSS ist eines der führenden Softwarehäuser im Bereich des bedarfsorientierten Personaleinsatzes (Arbeitszeitmanagement und -organisation)**
  - **Das Unternehmen ist insbesondere auf die Marktgegebenheiten des deutschsprachigen Raums spezialisiert und kann sich hier ausgesprochen erfolgreich vom Wettbewerb differenzieren**
  - **Zu den wesentlichen Differenzierungsmerkmalen zählen neben der Spezialisierung, die Software-Technologie, die hochgradige Kompatibilität aber auch Faktoren wie Herstellerunabhängigkeit und finanzielle Stabilität der Gesellschaft**
- 

Die ATOSS Software AG ist als Software- und Beratungsunternehmen im Bereich des Arbeitsplatzmanagements und der Personaleinsatzplanung tätig. Rund 4.000 Kunden, vom Mittelstand bis zum Blue-Chip-Unternehmen und insgesamt etwa 2,5 Mio. Arbeitnehmer, nutzen ATOSS-Lösungen. Durch eine spezifische Geschäftsausrichtung, Erfahrung und technische Kompetenz grenzt sich ATOSS ganz klar von anderen Wettbewerbern ab.

## Gewachsene Spezialisierung

ATOSS blickt auf eine mehr als 20 jährige Erfolgsgeschichte im Bereich Arbeitszeitmanagement zurück. Der Markt für Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung- (PEP) Lösungen ist sehr spezifisch. So ist nicht jede Arbeitszeitmanagement-Software überall wettbewerbsfähig. Eine Arbeitsmanagement-Software muss insbesondere die länder- oder regionsbezogenen Bedingungen vollständig erfassen (dazu gehören Saisonalitäten, Arbeitszeitmodelle, typische Arbeitsverträge, Arbeitsgesetze, Lohnstruktur etc.). ATOSS konzentriert sich daher fast ausschließlich auf den deutschsprachigen Raum. Durch die hohe Spezialisierung und Komplexität der Software-Lösungen ist der Markt zwar sehr begrenzt, jedoch ist es die Zahl der Wettbewerber damit auch.

ATOSS hofft in der Zukunft Marktanteile hinzugewinnen zu können. Zwar ist ATOSS abhängig von der Nachfrage nach Lösungen von inländischen Unternehmen, ist aber auch im eigenen Nischenmarkt voll wettbewerbsfähig. Der Markt wird hier von den kleinen bis mittelgroßen Unternehmen bestimmt, die mit ihren Softwarelösungen den größten Marktanteil einnehmen. Ein weiteres Wettbewerbsfeld teilt sich ATOSS mit den HR-Komplettanbietern wie SAP und P&I. Diese legen aber im Gegensatz zu ATOSS keinen so deutlichen Fokus auf PEP und Zeitwirtschaft. Darüber hinaus gibt es Anbieter von Sicherheitstechnik/Zugangskontrollsystemen, die teilweise auch Softwarelösungen anbieten (z.B. ISGUS, Primion), primär allerdings Hardware verkaufen wollen.

Ein weiteres Differenzierungskriterium der ATOSS ist die Branchenspezialisierung. Diese ermöglicht es, das führende technische Wissen mit branchenspezifischem Prozess-Know-How zu verbinden:

- Über 400 Unternehmen aus dem Bereich **Handel** setzen ATOSS-Lösungen ein. Trigger sind hier derzeit längere Ladenöffnungszeiten und Preiskampf. In diesem Zusammenhang ist es besonders wichtig teure Überbesetzungen und Leerzeiten zu vermeiden. Die ATOSS Retail Solution 5 wurde vom Handelsjournal in der Kategorie „Prozessoptimierung“ als bestes Produkt 2009 für den Handel gewählt.
- Im Bereich **Transport & Logistik** kann ATOSS auf eine lange Historie verweisen. Unternehmen wie Lufthansa und die Deutsche Bahn betreut ATOSS bereits seit 1992 erfolgreich.

- Im Bereich **Gesundheit / Öffentlicher Dienst** hat ATOSS mit der Medical Solution eine eigene Branchenlösung. Diese ist in über 80 Kliniken und Krankenhäusern mit mehr als 88.000 Mitarbeitern im Einsatz.
- Schwankende Auslastungen und der Wettbewerb aus Billiglohnländern macht ATOSS auch im Bereich **Produktion** erfolgreich, denn die Lösungen ermöglichen die Flexibilisierung des Personaleinsatzes und damit Kostenreduktionen.

## Kunden schätzen Unabhängigkeit

ATOSS agiert als unabhängiger Softwarehersteller. Die Lösungen von ATOSS lassen sich grundsätzlich unabhängig von der gewählten Erfassungseripherie, der gewählten Systemplattform sowie unter Verwendung aller gängigen Datenbanklösungen einsetzen. Das Kernsegment der ATOSS ist somit nicht die Hardwareinstallation, wie es bei vielen wesentlichen Wettbewerbern der Fall ist. Wettbewerber wie Interflex / Astrum, ISGUS, und die britische Torexretail (Handel) binden Ihre Kunden durch entsprechende Hardwareinstallation. Doch diese Bindung an einen Lieferanten von Hardware wird oftmals nicht erwünscht. Entsprechendes gilt für die Unabhängigkeit in Bezug auf die eingesetzte Systemplattform. Die von ATOSS verwandte Java (J2EE) Technologie sichert auch insoweit dem Kunden maximale Unabhängigkeit in der Auswahl und ggf. späteren Wechsel der Systemplattform. Im Umkehrschluss kann ATOSS natürlich auch keine Softwareentwicklung mit typisch hohen Roherträgen (Margen) aus Hardwareverkäufen quersubventionieren.

## Wettbewerbsvorteil Kompatibilität

Das Arbeitsfeld „Personal“ betrifft auch angrenzende Softwarelösungen. So kommt es auch zu Überschneidungen mit namhaften ERP-Anbietern, die auch im Bereich Human Resources (HR) tätig sind. Dieser potenziellen Konkurrenz begegnet ATOSS mit Kompetenz und Qualität, was nicht zuletzt durch die hochgradige Funktionalität der ATOSS Softwarelösungen zum Ausdruck kommt. Diese übersteigt die eines HR-Moduls von anderen Herstellern bei Weitem. Viele Kunden benutzen beispielsweise SAP für ERP-Kernprozesse und organisieren das Arbeitszeitmanagement mit ATOSS Lösungen. Hinzu kommt die Komplementarität der ATOSS Lösungen zur SAP-HR-Lösung, denn ATOSS verwendet die gleichen technologischen Standards (Java J2EE), setzt aber da an, wo der Abdeckungsgrad der SAP nicht ausreichend ist. ATOSS ist also ideal, um eine optimale Gestaltung der Arbeitszeitmodelle zu gewährleisten. Dies ist insbesondere für Anwender von großer Bedeutung, die ihren Personaleinsatz bedarfsorientiert planen müssen, um die Bedürfnisse des Kunden abdecken zu können.

## Ausgereifte, moderne Softwaretechnologie

Das Produkt der ATOSS basiert ausschließlich auf Java J2EE. Dies ist einzigartig in den Bereichen AZM und PEP unter den Best of Breed-Anbietern im deutschsprachigen Raum. Die J2EE-Technologie gewährleistet dem Kunden Plattformunabhängigkeit, die sowohl bei System-Neueinführungen und –wechseln sehr kostengünstig ist. Diese Tatsache dient natürlich nicht nur dem bestehenden Kundenstamm, sondern ist auch Anreiz für Neukunden.

Seit sich das Unternehmen in 2001 strategisch für Java als Plattform entschieden hat, wurden mehr als EUR 30 Mio. Aufwendungen für Forschung und Entwicklung investiert (Launch der neuen Produktgeneration zur CeBIT 2005). Java ermöglicht zudem eine deutlich gesteigerte Entwicklungsgeschwindigkeit und –effizienz (Einbindung Open Source, Business Services, Business Extensions, Attraktivität für High End Entwickler).

Erst die kontinuierlichen Forschungs- und Entwicklungsarbeiten haben so eine Ausrichtung ermöglicht. So investiert ATOSS jährlich rund 20% des Umsatzes in Forschung und Entwicklung (vgl. EBIT-Marge 2008: 19%). Um auch in Zukunft

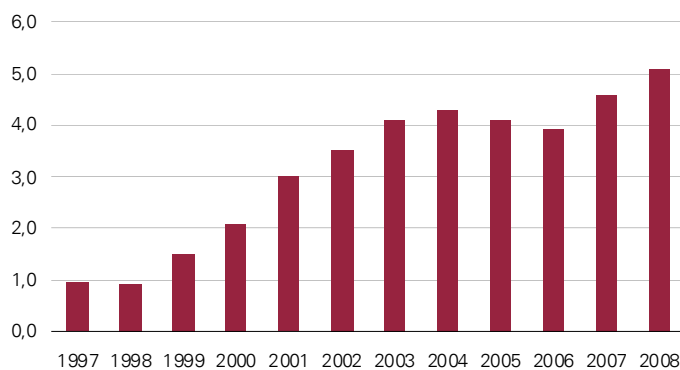
garantieren zu können, über eine ausgereifte, moderne Technologie zu verfügen, steigen die Ausgaben für Forschung und Entwicklung Jahr für Jahr an. Auch in 2008 wurde das F&E Team weiter ausgebaut: In der Forschung und Entwicklung sind nun 75 der 220 Mitarbeiter tätig. 2008 lagen die Ausgaben hierfür bei der Rekordsumme von EUR 5,1 Mio. Von einer Fortsetzung dieses Trends ist auszugehen.

Weiterhin soll der Abdeckungsgrad in Branchen wie Handel und Medical sowie für Cross Industry noch erweitert werden. Zwar deckt ATOSS bereits jetzt eine Vielfalt an Anforderungen in diesen Bereichen ab, die Marktgewinnung in diesen Segmenten ist aber bei Weitem noch nicht ausgeschöpft.

ATOSS ist also mit der technologischen Basis gut aufgestellt für den zukünftigen Wettbewerb und durch die modernen ATOSS-Lösungen sollte eine hohe Nachfrage garantiert sein.

**Aufwendungen für Forschung und Entwicklung**

in Mio. EUR

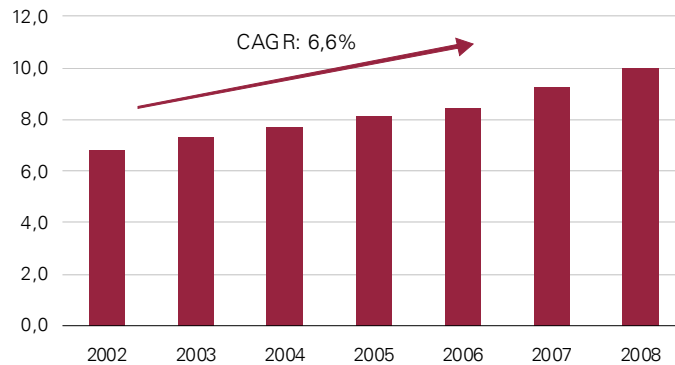


Quelle: ATOSS

**Finanzielle Stabilität bei angemessener kritischer Größe**

Die starke Bilanz von ATOSS ist ein weiterer Vorteil. ATOSS besitzt eine Eigenkapitalquote von rund 60% und liquide Mittel von EUR 14 Mio. (per 31.12.08). Das grenzt ATOSS gerade von kleineren, nicht börsennotierten Softwareunternehmen ab. Diese haben meist eine weniger gute Bilanz aufzuweisen. Hier spricht auch die Stetigkeit der 20 jährigen Erfolgsgeschichte für ATOSS. Dennoch bilden kleinere Wettbewerber den bedeutendsten Wettbewerb, obwohl sie häufig nur Teillösungen offerieren. ATOSS Aufgabe ist es hier mit Kontinuität zu überzeugen, denn eine Investition in ATOSS Software bedeutet für Kunden Investitionssicherheit. Das ist ein großer Vorteil, da die kleineren Anbieter aufgrund mangelnder Bilanzqualität (in der Wahrnehmung der Kunden) oft langfristig nicht sicher aufgestellt sind. Die Beständigkeit von Softwareunternehmen ist oftmals an den Umsätzen und Erträgen zu erkennen. Bei über 4.000 Kunden stellen die Wartungserlöse einen großen Teil (rund 40%) des Umsatzes dar und sind naturgemäß hochmargig. Diese fließen größtenteils in die Forschung und Entwicklung, wovon letztlich wieder der Kunde profitiert. Folgende Grafik zeigt die Entwicklung der Wartungseinnahmen über die letzten Jahre.

**Wartungserlöse**  
in EUR Mio.



Quelle: ATOSS

**Der Beweis: zahlreiche beeindruckende Referenzen**

Für Neukunden in der Softwarebranche sind Referenzen von entscheidender Bedeutung. Die Entscheidung für oder gegen eine Software wird nicht selten von Referenzprojekten abhängig gemacht. Der langjährige Track-Record (20 Jahre) und eine erhebliche Kundenbasis (über 4.000 Kunden und über 2,5 Mio. Nutzer) bilden somit einen wesentlichen Aspekt der Positionierung. In 2008 konnten erneut zahlreiche Neukunden gewonnen werden. Besonders erfolgreich war ATOSS dabei im Handel:

**Neukunden aus Handel / Filialgeschäfte 2008**

- Globus Fachmärkte 7.000 Mitarbeiter 60 Filialen
- MPPreis 4.000 Mitarbeiter 120 Filialen
- Weltbild Plus 2.500 Mitarbeiter 300 Filialen
- Hugendubel 1.000 Mitarbeiter 35 Filialen
- Conrad 1.300 Mitarbeiter 30 Filialen
- Lupus familia 1.300 Mitarbeiter 12 Filialen
- Möbel Martin 1.700 Mitarbeiter 7 Filialen
- Hartlauer 1.500 Mitarbeiter 155 Filialen
- Puma 2.000 Mitarbeiter 100 Filialen
- und Weitere



Quelle: ATOSS



- 
- **Aktuelle Entwicklung durch Stetigkeit und sehr hohen Auftragsbestand geprägt**
  - **Dennoch wird eine moderate Umsatz- und Ertragsentwicklung erwartet**
  - **ATOSS verbucht Lizenzerlöse sehr defensiv (nach Projektfortschritt)**
  - **Bilanzqualität ist exzellent**
- 

## Jüngste Performance

Am 08.04.09 gab die ATOSS Software AG die vorläufigen Umsatzzahlen für das erste Quartal 2009 bekannt. Demnach gelang es dem Unternehmen trotz Rezession den Umsatz von EUR 6,5 Mio. im Vorjahr um 11% auf EUR 7,1 Mio. zu steigern. Die Erwartung der SES hatte bei EUR 6,5 Mio. gelegen. Die starke Kundennachfrage führte insbesondere bei Softwarelizenzen zu einem deutlichen Anstieg von rund 21% gegenüber dem Vorjahr auf fast 1,6 Mio. EUR. Auch das Ergebnis soll gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden können, obgleich das Vorjahres-EBIT (EUR 1,3 Mio.) einen positiven Sondereffekt von EUR 0,3 Mio. aus der Auflösung von Rückstellungen enthielt. Ursache für diese positive Entwicklung von Umsatz und Ergebnis war der hohe Auftragsbestand zum Jahresende 2008 und die Tatsache, dass ATOSS die Projekte nach Realisierungsgrad verbucht, sodass die Schwankungen auf Quartalsbasis grundsätzlich gering sind.

Eine Verschlechterung der Entwicklung würde sich erst ergeben, wenn der Auftragseingang sich nachhaltig verschlechtern sollte. Bei ATOSS ist derzeit jedoch das Gegenteil der Fall: Das Unternehmen konnte beim Auftragsbestand für Softwarelizenzen einen neuen Rekord verbuchen. Der Auftragsbestand lag mit EUR 3,7 Mio. per 31.03.2009 nochmals signifikant über dem Rekordwert von EUR 2,5 Mio. zum 31.12.2008. Hier profitierte ATOSS insbesondere von der Gewinnung eines Großauftrages.

## Entwicklung des Umsatzes

Die Perspektiven für den deutschen ITK-Markt sind derzeit sehr moderat. Der Branchenverband Bitkom geht für 2009 von einem Nullwachstum aus. Der IT Markt für sich genommen soll ebenfalls lediglich mit 1,5% wachsen. Weltweit erwartet Gartner sogar einen Rückgang um 4%. Dieser ist jedoch hauptsächlich auf die Segmente Hardware und Telekommunikation zurückzuführen. Der Softwaremarkt hingegen soll um 0,3% wachsen. Hierbei besonders diejenigen Lösungen, die kostensenkend und effizienzsteigernd wirken, was bei den Lösungen der ATOSS gilt. Insgesamt sehen mehrere Marktforscher für den Bereich „Human Capital“ generell zunehmende Bedeutung. Ein weiterer wichtiger Trend ergibt sich aus der überlegenen Position der ATOSS im Wettbewerb: In einer krisenbedingten Marktconsolidierung sollte das Unternehmen tendenziell Marktanteile dazu gewinnen können.

Die Stabilität des Auftragseingangs in Verbindung mit der Verbuchung von Lizenz- und Beratungserlösen führt bei ATOSS zu einem relativ stetigen Umsatzausweis. Dabei ist auch die Quote von Consultingumsätzen zu Lizenzumsätzen relativ stabil, da ATOSS die allermeisten Projekte mit eigenen Mitarbeitern implementiert. Die kontinuierlich wachsende Basis an Wartungsverträgen sorgt allerdings auch in schwächeren Geschäftsjahren für ein Grundwachstum (installierte Basis aus den Vorjahren). Die Umsätze aus Software-Pflege (Wartung) machten im Geschäftsjahr 2008 rund EUR 9,9 Mio. aus und stiegen damit gegenüber 2007 um knapp 8% an. Die Annahme eines stabilen Produktumsatzes (Software/Maintenance) ist vor diesem Hintergrund und in Anbetracht des sehr guten Auftragseingangs konservativ.

## Entwicklung der Kostenpositionen

Die größte Position innerhalb der Kosten bilden die **Herstellungskosten**, die hauptsächlich für Implementierung und Dienstleistung anfallen. Diese orientieren sich primär am Serviceumsatz und den damit verbundenen Aufwendungen. Die Quote der Herstellungskosten wird mit 33% angesetzt und sollte sich auch zukünftig nicht wesentlich ändern.

Die Kosten für **Vertrieb und Marketing** lagen in 2008 bei rund EUR 5,6 Mio. oder 21% vom Umsatz. Da Vertrieb und Marketing zentrale Bestandteile der Produktvermarktung bleiben sollten, wird hier in den Prognosen keine Kostendegression unterstellt.

Die Kosten für **Forschung und Entwicklung** (F&E) liegen bei ATOSS typischerweise bei rund 19% vom Umsatz. Auch hier wird im Rahmen einer stetigen Produktweiterentwicklung eine konstante Quote unterstellt.

Aufgrund des lediglich moderaten Umsatzwachstums wird auch bei den **Verwaltungskosten** keine Degression unterstellt.

Die prognostizierte Gewinn- und Verlustrechnung stellt sich wie folgt dar:

### Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS Software

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>UMSATZ</b>	<b>20,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,4</b>	<b>26,9</b>	<b>27,5</b>	<b>29,4</b>	<b>31,5</b>
Herstellungskosten	7,1	7,2	7,9	8,9	9,1	9,7	10,4
<b>BRUTTOERGNIS</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>	<b>16,5</b>	<b>18,1</b>	<b>18,4</b>	<b>19,7</b>	<b>21,1</b>
Forschung und Entwicklung	4,1	3,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0
Vertriebskosten	5,5	6,0	5,8	5,6	5,6	6,2	6,6
Verwaltungskosten	3,3	2,6	2,5	2,7	2,7	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
Zinserträge	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,5	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
<b>GEWÖHNLICHES VORSTEUERERGNIS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
Steuern gesamt	0,7	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
<b>JAHRESÜBERSCHUSS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>JAHRESÜBERSCHUSS VOR ANTEILEN DRITTER</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>JAHRESÜBERSCHUSS</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>

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

## Bilanz

Die Bilanzqualität der ATOSS Software ist exzellent. Zum 31.12.08 bestanden die **Aktiva** zu 72% aus liquiden Mitteln. Weitere 18% entfielen auf Forderungen.

Die Eigenkapitalquote betrug 64% und die Verbindlichkeiten des Konzerns waren dabei vernachlässigbar. Die relevanten Positionen der **Passiva** bilden Rückstellungen für Pensionen und Boni sowie der Umsatzabgrenzungsposten.

**Bilanz ATOSS Software**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>AKTIVA</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
davon übrige imm. VG	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,8	3,7	2,8	3,5	3,3	3,5	3,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,8	0,7	0,6	1,2	1,6	2,0	2,2
Liquide Mittel	27,8	10,8	13,5	14,0	15,7	17,5	19,4
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>32,5</b>	<b>15,2</b>	<b>17,0</b>	<b>18,7</b>	<b>20,6</b>	<b>23,0</b>	<b>25,4</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>33,1</b>	<b>15,7</b>	<b>17,6</b>	<b>19,4</b>	<b>21,5</b>	<b>23,9</b>	<b>26,4</b>
<b>PASSIVA</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	0,5	0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0	8,9	11,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	23,3	4,3	6,6	8,7	3,6	3,8	4,1
<b>EIGENKAPITAL DER AKTIONÄRE</b>	<b>27,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>18,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>27,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>18,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,7	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	1,4	2,3	1,6	2,2	2,3	2,5	2,5
<b>VERBINDLICHKEITEN</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>33,1</b>	<b>15,7</b>	<b>17,6</b>	<b>19,4</b>	<b>21,5</b>	<b>23,9</b>	<b>26,4</b>

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

- **Sämtliche Bewertungsmethoden indizieren eine deutliche Unterbewertung der ATOSS-Aktie**
- **Das FCF-Modell führt zu einem Wert von EUR 16 - 19, das DCF-Modell indiziert EUR 14**
- **Vergleichsgruppe wird deutlich höher bewertet**
- **Fairer Wert der Aktie: EUR 14.**

### Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – (1-t)\*Zinsen) auf den EV ihre Opportunitätskosten von 10% übersteigt.

#### Free Cash Flow Yield - ATOSS Software

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,5	1,9	2,5	3,5	3,6	3,8	4,1
+ Abschreibung + Amortisation	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
- Zinsergebnis (netto)	0,5	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
+ Steuern	0,7	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	4,9%	15,8%	21,0%	27,6%	29,9%	35,2%	43,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>16,6</b>	<b>14,9</b>	<b>13,0</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>9,0</b>	<b>29,0</b>	<b>38,6</b>	<b>50,8</b>	<b>49,8</b>	<b>52,5</b>	<b>56,4</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-15,7	-17,5	-19,4
- 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
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>21,8</b>	<b>41,8</b>	<b>51,4</b>	<b>63,6</b>	<b>64,3</b>	<b>68,7</b>	<b>74,6</b>
Aktienanzahl (Mio.)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,42</b>	<b>10,39</b>	<b>12,77</b>	<b>15,81</b>	<b>15,98</b>	<b>17,09</b>	<b>18,55</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-30,1%	34,0%	64,7%	103,9%	106,3%	120,5%	139,3%

#### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	4,90	8,72	10,55	12,89	13,13	14,08	15,31
	12,0%	5,05	9,19	11,17	13,70	13,92	14,91	16,21
Fairer	11,0%	5,22	9,73	11,89	14,66	14,86	15,90	17,27
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>5,42</b>	<b>10,39</b>	<b>12,77</b>	<b>15,81</b>	<b>15,98</b>	<b>17,09</b>	<b>18,55</b>
Yield	9,0%	5,67	11,19	13,83	17,21	17,36	18,53	20,10
	8,0%	5,98	12,19	15,16	18,96	19,08	20,34	22,05
	7,0%	6,38	13,47	16,87	21,22	21,29	22,67	24,56

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

Die stabile und stetige Ertragsentwicklung der ATOSS in den letzten Jahren drückt sich auch in relativ homogen wachsenden Fair Values nach dem FCF-Yield-Modell aus. Für 2009 indiziert das FCF-Modell einen Fair Value von EUR 16 je Aktie, der in den Folgejahren auf EUR 19 ansteigt.

### DCF-Modell

Das DCF-Modell führt zu einem Kursziel von EUR 14:

- Ausgehend von einem Umsatzwachstum mit einem CAGR 2007-2010e von 5% wird die langfristige Wachstumsrate von 2% sukzessiv angenähert.
- Das Beta wird mit 1,25 angesetzt.
- Als risikofreie Rendite auf Basis langfristiger Bundesanleihen wurde ein Wert von 4,25% zugrunde gelegt. Bei einer erwarteten Marktrendite von 9% ergibt sich unter der Annahme kompletter Eigenfinanzierung ein WACC von 11%.

#### DCF Modell - ATOSS Software

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	27,5	29,4	31,5	32,7	34,0	35,4	36,5	37,5	38,7	39,8	41,0	42,3	43,5	44,8
Veränderung	2,0%	7,0%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	5,0	5,3	5,7	5,9	6,1	6,4	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1
EBIT-Marge	18,3%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Steuerquote	32,0%	32,0%	32,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	3,4	3,6	3,9	3,8	4,0	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2
Abschreibungen	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
in % vom Umsatz	1,3%	1,3%	1,3%	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	0,1	-0,2	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Investitionsquote	2,0%	1,5%	1,4%	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)	3,4	3,3	3,6	4,1	3,8	4,0	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1

#### 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 2022	29,0		
Terminal Value	14,7		
Verbindlichkeiten	-1,2		
Liquide Mittel	14,0	Aktienzahl (Mio.)	4,02
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>56,5</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>14,04</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	12,68	12,75	12,82	12,89	12,97	13,05	13,13	11,66%	12,06	12,34	12,61	12,89	13,17	13,44	13,72
11,16%	13,19	13,27	13,35	13,43	13,52	13,62	13,72	11,16%	12,56	12,85	13,14	13,43	13,72	14,02	14,31
10,91%	13,46	13,54	13,63	13,73	13,83	13,93	14,04	10,91%	12,83	13,13	13,43	13,73	14,03	14,33	14,63
<b>10,66%</b>	13,75	13,84	13,94	<b>14,04</b>	14,15	14,26	14,38	<b>10,66%</b>	13,11	13,42	13,73	<b>14,04</b>	14,35	14,66	14,96
10,41%	14,05	14,15	14,26	14,37	14,49	14,61	14,75	10,41%	13,41	13,73	14,05	14,37	14,69	15,00	15,32
10,16%	14,37	14,48	14,59	14,72	14,85	14,99	15,13	10,16%	13,73	14,06	14,39	14,72	15,05	15,37	15,70
9,66%	15,07	15,20	15,34	15,49	15,64	15,81	15,99	9,66%	14,44	14,79	15,14	15,49	15,84	16,19	16,54

Quelle: SES Research

### Peer Group-Bewertung

In den Peer Group-Vergleich wurden folgende kleinere deutsche Softwareunternehmen einbezogen:

**All for One Midmarket AG** - Die All for One Midmarket AG bietet ihren meist mittelständischen Kunden IT-Lösungen und Services an. Das Kerngeschäft bilden die beiden Unternehmensbereiche IT-Outsourcing und Human Resource Services. Hier bietet die All for One Midmarket AG ihren Kunden Beratung, Vertrieb und die Implementierung von IT-Lösungen.

**update software AG** - Die update Software AG hat ihren Hauptsitz in Wien und bietet Softwarelösungen für elektronisches Kundenbeziehungsmanagement (CRM – Customer Relationship Management) an. Hierbei konzentriert sie sich auf die Optimierung von kundenrelevanten Geschäftsprozessen in Marketing, Vertrieb und Service.

**SoftM AG** - Die SoftM AG hat sich in Ihrer Tätigkeit auf die Entwicklung und den Vertrieb von integrierter kaufmännischer Standardsoftware sowie auf Beratungs- und Serviceleistungen spezialisiert. Das Unternehmen ist im Bereich ERP-Software führender Anbieter im Mittelstand.

**IBS AG** - Die IBS AG ist einer der weltweit führenden Anbieter von unternehmensübergreifenden Standardsoftwaresystemen und Beratungsdienstleistungen für das industrielle Qualitäts-, Produktions- und Compliance Management. Die angebotenen Softwarelösungen automatisieren und optimieren Geschäftsprozesse in den Unternehmen.

**InVision AG** - Die InVision Software AG entwickelt, vertreibt und implementiert Lösungen für das Workforce - Management. Hierbei ist das Unternehmen auf Lösungen für den effektiven Personaleinsatz spezialisiert (Bedarfsprognose, Personaleinsatzplanung und Optimierung, Zeitwirtschaft sowie Analyse und Steuerung).

**FJA AG** - Die FJA AG ist ein führendes Beratungs- und Softwareunternehmen für den Versicherungs- und Altersvorsorgemarkt in Europa. Die Softwarelösungen helfen bei der Konzeption, Umsetzung und Verwaltung der von Versicherern, Finanzdienstleistern und Versorgungsträgern angebotenen Produkte.

**P&I Personal & Informatik AG** - Die P&I AG ist ein Software Anbieter für die Personalwirtschaft. Das Unternehmen entwickelt und vertreibt über Lizenzen Standardsoftware für personalwirtschaftliche Anwendungen und erbringt diesbezügliche Dienstleistungen sowie Wartungsleistungen.

**primion Technology AG** - Die primion Technology AG ist ein Anbieter von innovativen, soft- und hardwarebasierten Systemen für Zutrittskontrolle, Zeiterfassung und integrierte Sicherheitstechnik. Die Entwicklung, Produktion, Projektierung und Installation beim Kunden, kommt alles aus dem Hause primion.

In den Vergleich fließen somit folgende Basisdaten ein:

**Basisdaten der Peer-Group-Analyse**

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
All for One Midmarket	EUR	1,85	10,0	10,9	0,65	0,19	0,34	83,5	89,2	94,4	5,2	6,0	7,2	1,1	1,4	0,3
IBS	EUR	2,75	18,8	14,3	0,35	0,23	0,24	21,9	20,8	20,8	3,2	2,9	3,0	2,6	2,3	2,5
Invision	EUR	5,50	12,3	0,4	-3,51	-0,80	0,17	12,0	16,1	17,9	-8,9	-3,0	0,0	-8,9	-3,0	0,8
P&I	EUR	11,75	90,5	76,2	1,25	1,23	0,86	59,4	57,9	54,7	17,5	14,9	11,0	13,1	12,5	8,8
Primion	EUR	5,00	27,8	50,4	0,34	0,04	0,19	58,6	56,0	58,8	8,4	6,1	7,1	3,9	1,5	2,7
Update	EUR	2,79	32,0	18,3	0,35	0,35	0,36	36,6	33,0	33,8	4,5	4,1	4,2	4,0	3,6	3,7
<b>ATOSS Software</b>	<b>EUR</b>	<b>9,40</b>	<b>37,8</b>	<b>23,3</b>	<b>0,88</b>	<b>0,89</b>	<b>0,95</b>	<b>26,9</b>	<b>27,5</b>	<b>29,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>

Quelle: SES Research, Bloomberg

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

**Peer-Group ATOSS Software**

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
All for One Midmarket	EUR	1,85	10,0	10,9	2,85	9,74	5,44	0,13	0,12	0,12	2,09	1,81	1,51	9,89	7,77	41,85
IBS	EUR	2,75	18,8	14,3	7,86	11,96	11,46	0,65	0,69	0,69	4,48	4,94	4,77	5,51	6,23	5,73
Invision	EUR	5,50	12,3	0,4	neg.	neg.	33,33	0,03	0,03	0,02	neg.	neg.	n.a.	neg.	neg.	0,51
P&I	EUR	11,75	90,5	76,2	9,40	9,55	13,66	1,28	1,32	1,39	4,36	5,12	6,93	5,82	6,10	8,67
Primion	EUR	5,00	27,8	50,4	14,71	125,00	26,32	0,86	0,90	0,86	6,00	8,27	7,10	12,93	33,61	18,67
Update	EUR	2,79	32,0	18,3	7,97	7,97	7,75	0,50	0,55	0,54	4,06	4,45	4,35	4,56	5,07	4,93
Mittelwert					8,56	32,84	16,33	0,58	0,60	0,60	4,20	4,92	4,93	7,74	11,76	13,39
Median					7,97	9,74	12,56	0,58	0,62	0,61	4,36	4,94	4,77	5,82	6,23	7,20
<b>ATOSS Software</b>	<b>EUR</b>	<b>9,40</b>	<b>37,8</b>	<b>23,3</b>	<b>10,68</b>	<b>10,56</b>	<b>9,89</b>	<b>0,86</b>	<b>0,85</b>	<b>0,79</b>	<b>4,29</b>	<b>4,32</b>	<b>4,10</b>	<b>4,61</b>	<b>4,63</b>	<b>4,40</b>
Potenzial zum Mittelwert in %					-20%	211%	65%	-33%	-29%	-24%	-2%	14%	20%	68%	154%	205%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					7,53	29,23	15,51	7,48	7,72	8,02	9,28	10,20	10,57	13,33	18,31	21,24

Quellen: SES Research, Bloomberg

Aufgrund der deutlich unterschiedlichen Bilanzqualitäten der Unternehmen der Vergleichsgruppe sollte der Multiplikatorenvergleich auf EV-Multiplikatoren beschränkt werden. Hier zeigt sich, dass ATOSS signifikant unter den Bewertungen der profitablen Vergleichsunternehmen notiert. Die Multiplikatoren der Vergleichsgruppe sind jedoch sehr inhomogen, was die Aussagekraft der Mittelwerte einschränkt. Aber die Tatsache, dass ATOSS das günstigste aller profitablen Vergleichsunternehmen ist, bildet dennoch ein Indiz für die deutliche relative Unterbewertung der Aktie.

- **Newsflow bleibt stetig positiv**
  - **Sehr verlässliche IR-Arbeit**
- 

Bei ATOSS ist der Newsflow hauptsächlich bestimmt durch die Quartalszahlen. Im Zuge einer sehr stetigen, regelmäßigen Kommunikation nimmt ATOSS normalerweise unterjährig Anpassungen der unternehmenseigenen Prognose vor, die in der Regel positiv ausfallen. Aufgrund der von ATOSS gepflegten konservativen Prognosepolitik ist bei einer Fortsetzung der guten Geschäftsentwicklung im laufenden Jahr eine Prognoseanhebung möglich. Kurzfristig ist eine solche Anhebung jedoch nicht zu erwarten, da noch 3 Quartale ausstehen. Aktuell wird die Prognose vielmehr verfestigt.

- **Quartalszahlen** - Die kompletten vorläufigen Zahlen werden am 23.04.09 veröffentlicht und am 15. Mai 2008 wird ATOSS den Quartalsbericht Q1/2009 vorlegen. Besonders wichtig: ATOSS wird in diesem Zusammenhang den Ausblick (stabile Umsatz- und Ertragsentwicklung in 2009) vermutlich konkretisieren.
- **Hauptversammlung** - Am 30.04.08 wird ATOSS auf der Hauptversammlung nochmals das sehr starke Jahr 2008 reflektieren und auf die sehr guten Q1-Zahlen verweisen. Auch dies sollte die Attraktivität der Aktie verdeutlichen.

Eine weitere Komponente des Newsflows bei ATOSS ist (wie erwähnt) die Möglichkeit einer unterjährigen Prognoseanpassung bei einer Fortsetzung der aktuell erfreulichen Geschäftsentwicklung oder durch größere neue Neuprojekte.



## Unternehmenshintergrund

Die ATOSS Software AG ist mit ca. 220 Mitarbeitern in den Bereichen Arbeitszeitmanagement und Personaleinsatzplanung tätig. Seit 1991 bietet ATOSS, gegründet 1987, eine Softwarelösung für Zeitwirtschaftssysteme an. Das Tätigkeitsfeld der ATOSS reicht von der Entwicklung, über den Vertrieb bis hin zur Wartung von Softwarelösungen und beinhaltet noch weitere Dienstleistungen.

## Produkte/Dienste

Das Unternehmen ist spezialisiert auf Lösungen für das Arbeitszeit-, Personal- und Geschäftsprozess-Management. Hierfür entwickelt und vertreibt ATOSS Softwarelösungen und bietet dem Kunden Consulting-Leistungen an. Ziel ist die Optimierung des Personaleinsatzes und der Arbeitszeiten, ermöglicht durch eine gute Darstellung der einzelnen Arbeitsprozesse. Intelligente Lösungen führen zu einem effizienteren Arbeitszeitmanagement, wodurch der Einsatz von Mitarbeitern in Unternehmen jeder Größe optimiert und Kosten gespart werden können.

Die einzelnen Geschäftsbereiche von ATOSS sind Arbeitszeitmanagement, Personaleinsatzplanung, Consulting, Software und Professional Services.

### Softwarelösungen der ATOSS

Software	Anwendungsgebiet
Time Control	Gesamtlösung für Zeiterfassung, Projektverfolgung, Einsatzplanung und Zutrittskontrolle in kleinen und mittelständischen Unternehmen zum effizienten Einsatz von Zeit und Arbeitskräften.
Startup Edition	Lösungsfamilie für Zeitwirtschaft und Personaleinsatzplanung, speziell ausgerichtet auf die Bedürfnisse von mittelständischen Unternehmen. Durch modularen Aufbau maßgeschneiderte Konfiguration möglich, die mit den Anforderungen wächst.
Staff Efficiency Suite	Lösungsfamilie, die auch komplexeste Herausforderungen zum Thema Arbeitszeitmanagement (Workforce-Management) und Personaleinsatz erfüllt. Maßgeschneidert für alle Branchen, alle Unternehmensgrößen und alle Anforderungsszenarien.
Medical Solution	Software, Services und Organisationsberatung zur Unterstützung von Kliniken und Krankenhäuser, um die Arbeitszeiten zu flexibilisieren und die Dienstplanung zu optimieren. In über 80 Kliniken und Krankenhäusern mit mehr als 88.000 Mitarbeitern im Einsatz.
Retail Solution	Lösung für Einzelhandelsketten mit zentraler oder dezentraler Personalplanung sowie großen Filialen zum effektiven Einsatz der Mitarbeiter. Dafür sorgen Prognosen und Forecasts, die sich auf Umsatz- und Kundenfrequenzen stützen, um den Personaleinsatz im Einzelhandel kosten- und frequenzorientiert planen.

Quelle: ATOSS

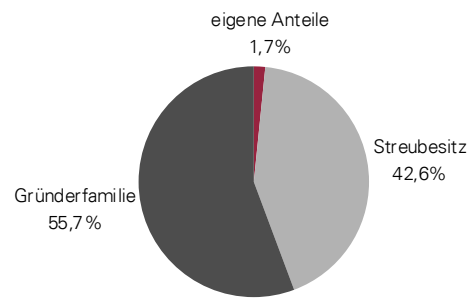
## Management und Aktionärsstruktur

Der zweiköpfige Vorstand besteht aus Andreas F. J. Obereder und Christof Leiber. Andreas F.J. Obereder gründete 1987 die ATOSS Software AG als ATOSS Software GmbH und war dort alleiniger Gesellschafter. 1997 übernahm Obereder den Sitz des Vorstandsvorsitzenden und ist neben den operativen Bereichen auch für die Unternehmensstrategie verantwortlich. Christof Leiber ist seit 2004 für die Bereiche Finanzen, Personal und Recht zuständig.

Den Aufsichtsrat bilden Peter Kirn (Vorsitzender), Fritz Fleischmann und Rolf Baron Vielhauer von Hohenhau.

42,6% der Aktien befinden sich im Freefloat, während die Gründerfamilie Obereder mit den verbleibenden 55,5% beteiligt ist. 1,7% der Anteile hält die Gesellschaft selbst.

**Aktionärsstruktur**  
Stand: 31.12.2008



Quelle: Deutsche Börse

**Beteiligungen**

Die ATOSS hält Beteiligungen zu je 100% an Tochtergesellschaften in Zürich und Wien sowie an der im Geschäftsjahr 2004 gegründete ATOSS Software S.R.L. in Timisoara, Rumänien. Des Weiteren ergänzt die ATOSS CSD Software GmbH mit Sitz in Cham die Produktpalette der Software AG im Bereich der einfachen Personal-Management-Lösung. Des Weiteren ergänzt die 100%ige Tochtergesellschaft ATOSS CSD Software GmbH die Produktpalette der ATOSS Software AG im Bereich der Personal-Management Lösungen für den KMU Markt.

**Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>20,4</b>	<b>22,0</b>	<b>24,4</b>	<b>26,9</b>	<b>27,5</b>	<b>29,4</b>	<b>31,5</b>
Herstellungskosten	7,1	7,2	7,9	8,9	9,1	9,7	10,4
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>	<b>16,5</b>	<b>18,1</b>	<b>18,4</b>	<b>19,7</b>	<b>21,1</b>
Forschung und Entwicklung	4,1	3,9	4,6	5,1	5,3	5,6	6,0
Vertriebskosten	5,5	6,0	5,8	5,6	5,6	6,2	6,6
Verwaltungskosten	3,3	2,6	2,5	2,7	2,7	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
Zinserträge	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,5	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
Steuern gesamt	0,7	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS**

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Herstellungskosten	34,5 %	32,6 %	32,3 %	32,9 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>65,5 %</b>	<b>67,4 %</b>	<b>67,7 %</b>	<b>67,1 %</b>	<b>67,0 %</b>	<b>67,0 %</b>	<b>67,0 %</b>
Forschung und Entwicklung	19,9 %	17,9 %	19,0 %	19,0 %	19,2 %	19,0 %	19,0 %
Vertriebskosten	26,8 %	27,4 %	23,6 %	20,7 %	20,5 %	21,0 %	21,0 %
Verwaltungskosten	16,0 %	11,9 %	10,4 %	9,8 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	2,4 %	0,5 %	1,2 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
<b>EBITDA</b>	<b>5,8 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>17,2 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>19,6 %</b>	<b>19,3 %</b>	<b>19,3 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,5 %	1,2 %	1,4 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
<b>EBITA</b>	<b>4,4 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>18,5 %</b>	<b>18,2 %</b>	<b>18,2 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,6 %	0,7 %	0,6 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>2,8 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>15,3 %</b>	<b>18,7 %</b>	<b>18,3 %</b>	<b>18,0 %</b>	<b>18,0 %</b>
Zinserträge	2,7 %	2,2 %	2,0 %	2,3 %	1,1 %	1,4 %	1,3 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,3 %	0,2 %	2,0 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	2,7 %	1,9 %	1,8 %	0,3 %	0,7 %	1,0 %	1,0 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>5,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>
Steuern gesamt	3,2 %	6,0 %	6,8 %	6,0 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,2 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,9 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,2 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,9 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,2 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,9 %</b>

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

**Bilanz ATOSS**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
davon übrige imm. VG	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,8	3,7	2,8	3,5	3,3	3,5	3,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,8	0,8	0,6	1,3	1,6	2,0	2,2
Liquide Mittel	27,8	10,8	13,5	14,0	15,7	17,5	19,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>32,5</b>	<b>15,2</b>	<b>17,0</b>	<b>18,7</b>	<b>20,6</b>	<b>23,0</b>	<b>25,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>33,1</b>	<b>15,7</b>	<b>17,6</b>	<b>19,4</b>	<b>21,5</b>	<b>23,9</b>	<b>26,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	0,5	0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0	8,9	11,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	23,3	4,3	6,6	8,7	3,6	3,8	4,1
Buchwert	27,8	8,7	10,5	12,5	14,4	16,5	18,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>27,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>18,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Rückstellungen gesamt	3,1	4,1	5,0	4,5	4,6	4,7	4,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,7	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten	1,3	2,3	1,7	2,2	2,3	2,5	2,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>33,1</b>	<b>15,7</b>	<b>17,6</b>	<b>19,4</b>	<b>21,5</b>	<b>23,9</b>	<b>26,4</b>

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

**Bilanz ATOSS**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,7 %	0,9 %	0,5 %	0,2 %
davon übrige imm. VG	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,7 %	0,9 %	0,5 %	0,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,1 %	2,4 %	3,0 %	2,9 %	3,3 %	3,4 %	3,5 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,9 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>3,8 %</b>
Vorräte	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,4 %	23,4 %	16,1 %	17,8 %	15,4 %	14,6 %	14,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	2,5 %	4,9 %	3,6 %	6,6 %	7,3 %	8,3 %	8,3 %
Liquide Mittel	84,1 %	68,7 %	76,5 %	72,2 %	73,2 %	73,2 %	73,4 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>98,1 %</b>	<b>97,1 %</b>	<b>96,4 %</b>	<b>96,6 %</b>	<b>95,9 %</b>	<b>96,1 %</b>	<b>96,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	12,2 %	25,6 %	22,9 %	20,8 %	18,7 %	16,9 %	15,3 %
Kapitalrücklage	1,4 %	2,3 %	-0,8 %	-1,3 %	-1,2 %	-1,0 %	-0,9 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,7 %	37,2 %	41,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	70,5 %	27,6 %	37,4 %	44,8 %	16,5 %	15,9 %	15,4 %
Buchwert	84,1 %	55,5 %	59,5 %	64,3 %	66,8 %	68,9 %	71,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>84,1 %</b>	<b>55,5 %</b>	<b>59,5 %</b>	<b>64,3 %</b>	<b>66,8 %</b>	<b>68,9 %</b>	<b>71,3 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,7 %	7,8 %	6,9 %	6,1 %	5,5 %	4,9 %	4,5 %
Rückstellungen gesamt	9,2 %	26,2 %	28,5 %	23,2 %	21,4 %	19,6 %	18,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,2 %	3,4 %	2,5 %	1,2 %	0,9 %	0,8 %	1,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1 %	14,7 %	9,5 %	11,5 %	10,8 %	10,5 %	9,5 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>15,9 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>40,8 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>33,2 %</b>	<b>31,1 %</b>	<b>28,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung ATOSS**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	1,9	2,5	3,5	3,6	3,8	4,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>
Veränderung Vorräte	0,1	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	0,0	0,8	-0,6	0,2	-0,2	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,3	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,3	1,8	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,4	1,6	1,2	-1,5	0,1	-0,2	-0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
CAPEX	-0,4	-0,3	-0,7	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,4	-21,5	-1,0	-1,2	-1,8	-1,8	-1,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-21,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>
Veränderung liquide Mittel	1,2	-17,1	2,7	0,6	1,7	1,7	1,9
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>27,8</b>	<b>10,8</b>	<b>13,5</b>	<b>14,0</b>	<b>15,7</b>	<b>17,5</b>	<b>19,4</b>

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

**Kennzahlen ATOSS**

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	62,7 %	54,7 %	52,5 %	48,4 %	48,7 %	49,0 %	49,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	115.345	130.124	125.241	125.902	128.420	134.888	141.730
EBITDA je Mitarbeiter	6.729	18.988	21.569	25.369	25.170	26.033	27.354
EBIT-Marge	2,8 %	12,6 %	15,3 %	18,7 %	18,3 %	18,0 %	18,0 %
EBITDA / Operating Assets	34,5 %	90,8 %	142,9 %	143,2 %	141,8 %	137,6 %	137,2 %
ROA	72,8 %	378,1 %	367,8 %	505,8 %	401,9 %	400,1 %	409,9 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	55,2	59,0	46,1	48,7	39,3	35,7	34,0
Operating Assets Turnover	5,9	6,2	8,3	7,1	7,2	7,1	7,1
Capital Employed Turnover	0,7	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,3
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	1,8 %	12,6 %	26,2 %	31,0 %	28,0 %	26,4 %	25,3 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	3,9 %	14,6 %	29,6 %	33,4 %	30,0 %	28,3 %	27,1 %
ROE	1,6 %	21,6 %	23,9 %	28,2 %	24,7 %	23,1 %	21,6 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	1,7 %	10,3 %	26,1 %	30,6 %	26,5 %	24,7 %	23,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	1,7 %	10,3 %	26,1 %	30,6 %	26,5 %	24,7 %	23,0 %
ROIC	1,4 %	12,9 %	15,1 %	18,8 %	17,2 %	16,6 %	16,0 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-27,7	-10,7	-13,4	-14,0	-15,7	-17,5	-19,4
Net Gearing	-99,5 %	-122,8 %	-128,3 %	-112,1 %	-109,4 %	-106,0 %	-102,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	17947,7 %	10761,7 %	29072,2 %	51950,0 %	59863,8 %	68642,1 %	78387,9 %
Current ratio	15,7	5,4	8,0	7,6	8,2	8,5	9,0
Acid Test Ratio	6,3	2,2	2,4	2,7	2,9	3,1	3,3
EBITDA / Zinsaufwand	n.a.	55,3	79,4	10,0	53,9	56,8	60,7
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	1,3	4,0	3,5	2,1	3,5	3,5	3,8
Free Cash Flow / Umsatz	6,5 %	18,1 %	14,2 %	7,6 %	12,7 %	12,0 %	12,1 %
Adj. Free Cash Flow	0,9	2,9	3,9	5,1	5,0	5,2	5,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	1,2 %	8,5 %	8,5 %	10,9 %	11,7 %	11,4 %	11,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	291,9 %	211,3 %	139,0 %	58,5 %	98,5 %	93,0 %	94,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,0 %	2,4 %	4,1 %	4,5 %	2,0 %	2,4 %	2,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,0 %	49,2 %	90,6 %	1816,7 %	416,7 %	416,7 %	416,7 %
Ausschüttungsquote	4664,9 %	49,9 %	49,3 %	50,0 %	50,5 %	50,4 %	50,2 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	1,8 %	1,5 %	2,8 %	1,7 %	2,0 %	1,5 %	1,4 %
Maint. Capex / Umsatz	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	58,9 %	74,7 %	141,6 %	117,0 %	153,4 %	117,2 %	109,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	14,8 %	14,2 %	11,4 %	10,5 %	11,5 %	10,9 %	10,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	526,1 %	697,3 %	635,2 %	1528,8 %	1650,0 %	1750,0 %	1266,7 %
Inventory processing period (Tage)	0,2	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	0,3
Receivables collection period (Tage)	67,7	61,0	42,3	46,8	44,0	44,0	44,0
Payables payment period (Tage)	12,9	8,7	6,7	3,1	3,1	3,1	3,1
Cash conversion cycle (Tage)	55,1	52,4	36,1	43,9	41,2	41,2	41,2
<b>Bewertung</b>							
P/B	1,4	4,3	3,6	3,0	2,6	2,3	2,0
EV/sales	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	21,0	7,8	5,9	4,6	4,3	3,8	3,2
EV/EBIT	44,3	9,0	6,7	5,0	4,6	4,1	3,5
EV/FCF	18,8	6,3	7,2	12,2	6,6	6,1	5,1
P/E	78,3	19,6	14,9	10,7	10,6	9,9	9,2
P/CF	28,2	13,8	12,9	9,5	9,7	9,0	8,5

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

### Free Cash Flow Yield - ATOSS Software

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,5	1,9	2,5	3,5	3,6	3,8	4,1
+ Abschreibung + Amortisation	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
- Zinsergebnis (netto)	0,5	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
+ Steuern	0,7	1,3	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,6%	11,6%	15,4%	20,3%	21,4%	24,4%	28,7%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>23,3</b>	<b>21,5</b>	<b>19,6</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>9,0</b>	<b>29,0</b>	<b>38,6</b>	<b>50,8</b>	<b>49,8</b>	<b>52,5</b>	<b>56,4</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-15,7	-17,5	-19,4
- 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
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>21,8</b>	<b>41,8</b>	<b>51,4</b>	<b>63,6</b>	<b>64,3</b>	<b>68,7</b>	<b>74,6</b>
Aktienanzahl (Mio.)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,42</b>	<b>10,39</b>	<b>12,77</b>	<b>15,81</b>	<b>15,98</b>	<b>17,09</b>	<b>18,55</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-42,3%	10,5%	35,8%	68,1%	70,0%	81,8%	97,3%

### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	4,90	8,72	10,55	12,89	13,13	14,08	15,31
	12,0%	5,05	9,19	11,17	13,70	13,92	14,91	16,21
Fairer	11,0%	5,22	9,73	11,89	14,66	14,86	15,90	17,27
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>5,42</b>	<b>10,39</b>	<b>12,77</b>	<b>15,81</b>	<b>15,98</b>	<b>17,09</b>	<b>18,55</b>
Yield	9,0%	5,67	11,19	13,83	17,21	17,36	18,53	20,10
	8,0%	5,98	12,19	15,16	18,96	19,08	20,34	22,05
	7,0%	6,38	13,47	16,87	21,22	21,29	22,67	24,56

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

**DCF Modell - ATOSS Software**

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	27,5	29,4	31,5	32,7	34,0	35,4	36,5	37,5	38,7	39,8	41,0	42,3	43,5	44,8
Veränderung	2,0%	7,0%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	5,0	5,3	5,7	5,9	6,1	6,4	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1
EBIT-Marge	18,3%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Steuerquote	32,0%	32,0%	32,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	3,4	3,6	3,9	3,8	4,0	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2
Abschreibungen	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
in % vom Umsatz	1,3%	1,3%	1,3%	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	0,1	-0,2	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Investitionsquote	2,0%	1,5%	1,4%	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)	3,4	3,3	3,6	4,1	3,8	4,0	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1

**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 2022	29,0		
Terminal Value	14,7		
Verbindlichkeiten	-1,2		
Liquide Mittel	14,0	Aktienzahl (Mio.)	4,02
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>56,5</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>14,04</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,66%	12,68	12,75	12,82	12,89	12,97	13,05	13,13
11,16%	13,19	13,27	13,35	13,43	13,52	13,62	13,72
10,91%	13,46	13,54	13,63	13,73	13,83	13,93	14,04
<b>10,66%</b>	13,75	13,84	13,94	<b>14,04</b>	14,15	14,26	14,38
10,41%	14,05	14,15	14,26	14,37	14,49	14,61	14,75
10,16%	14,37	14,48	14,59	14,72	14,85	14,99	15,13
9,66%	15,07	15,20	15,34	15,49	15,64	15,81	15,99

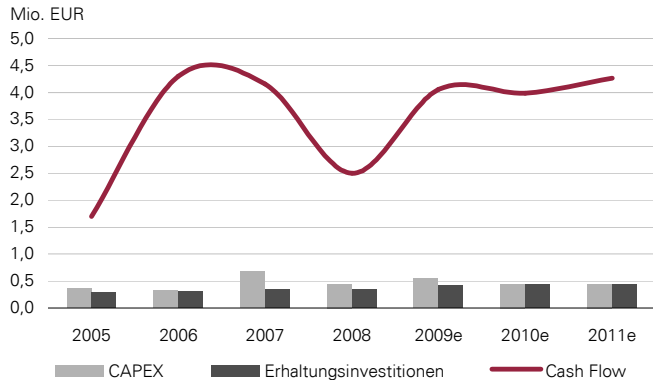
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	12,06	12,34	12,61	12,89	13,17	13,44	13,72
11,16%	12,56	12,85	13,14	13,43	13,72	14,02	14,31
10,91%	12,83	13,13	13,43	13,73	14,03	14,33	14,63
<b>10,66%</b>	13,11	13,42	13,73	<b>14,04</b>	14,35	14,66	14,96
10,41%	13,41	13,73	14,05	14,37	14,69	15,00	15,32
10,16%	13,73	14,06	14,39	14,72	15,05	15,37	15,70
9,66%	14,44	14,79	15,14	15,49	15,84	16,19	16,54

Quelle: SES Research



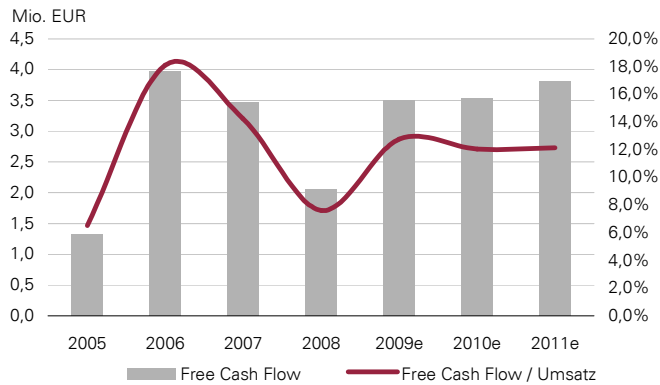
**Investitionen und Cash Flow - ATOSS Software**



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

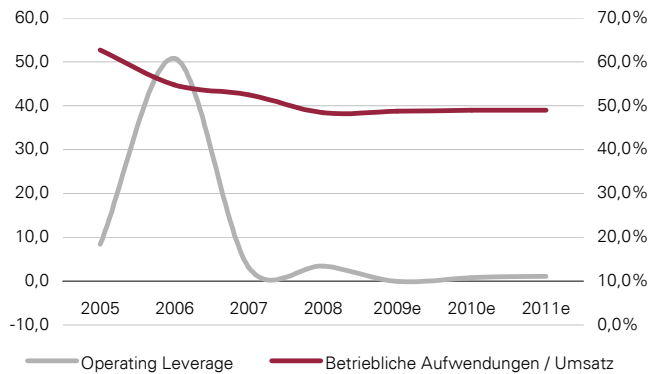
**Free Cash Flow Generation - ATOSS Software**



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

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

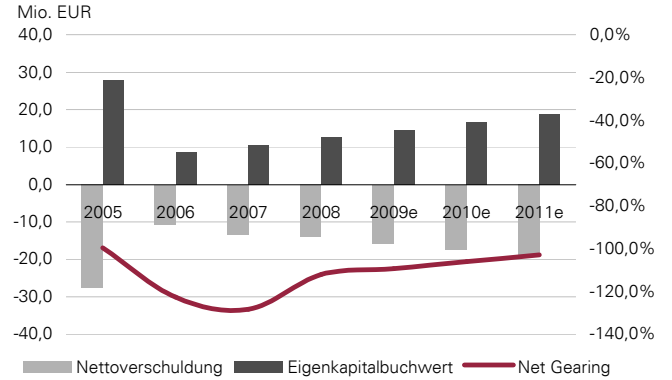
**Operating Leverage - ATOSS Software**



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

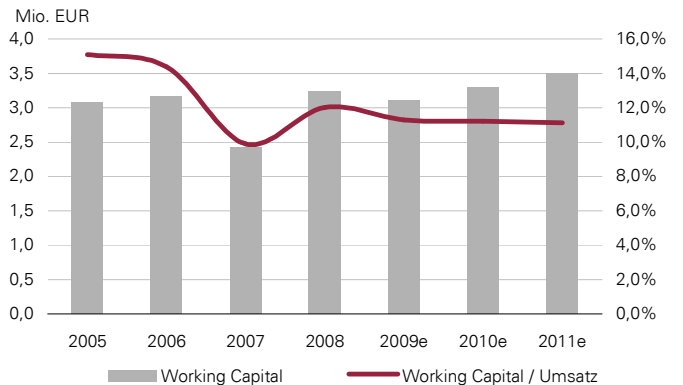
**Bilanzqualität - ATOSS Software**



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

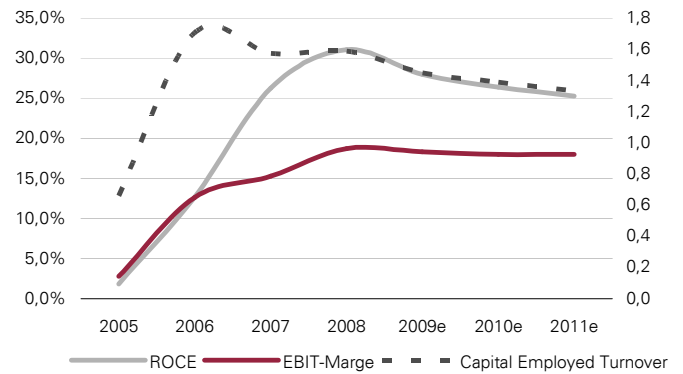
**Working Capital - ATOSS Software**



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

**ROCE Entwicklung - ATOSS Software**



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.

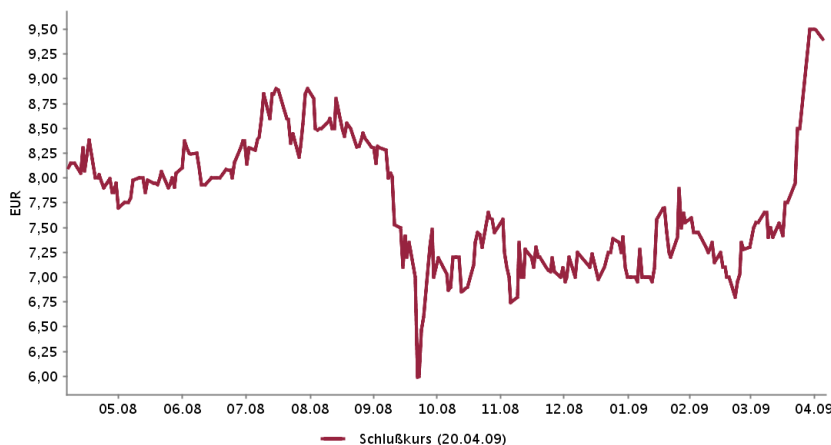
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	53%
Halten	63	31%
Verkaufen	24	12%
Empf. ausgesetzt	9	4%
<b>Gesamt</b>	<b>205</b>	

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	79	61%
Halten	37	29%
Verkaufen	7	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
<b>Gesamt</b>	<b>129</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
ATOSS Software AG am 21.04.09**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**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**

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



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

**Institutional Sales**

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Dr. James F. Jackson</b> Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Wolf-Oliver Jürgens</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
<b>Denis Moreau</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		