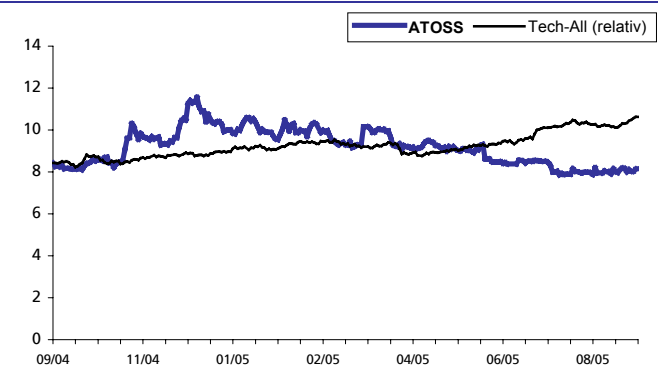




Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Rating: Outperformer (nach Marketperformer)
Fairer Wert: 10,35 €

ISIN: DE0005104400 Kurs: 8,10 €
 Reuters: AOFG.F Tech-AS: 763,82
 Bloomberg: AOF
 Internet: www.ATOSS.com
 Segment: Prime Standard
 Branche: Software/IT



Marktkapitalisierung: 32,89 Mio. €
 Hoch / Tief 52 Wochen: 11,60 € / 7,76 €
 Aktienzahl: 4,06 Mio.

Aktionäre: Free Float 40,0%
 Gründerfamilie 54,9%
 Eigene Aktien 5,1%

Termine: Vorl. Zahlen Q3/05 25.10.05
 Endg. Zahlen Q3/05 17.11.05

Analyst: Felix Ellmann +49 (40) 30 95 37-12
 Philipp v. Bremen +49 (40) 30 95 37-28

Institutionelle Kundenbetreuung:

Clemens Schlöter +49 (40) 37 85 52-11
 Johannes Jensen +49 (40) 37 85 52-23
 Henner Rüscheimer +49 (40) 37 85 52-21
 Robert Suckel +49 (40) 37 85 52-22

Derzeitige Vertriebschwäche als Chance für einen Einstieg nutzen

Highlights

- Als Software-Nischenanbieter für Zeitwirtschaft, Personalsteuerung und Prozessmanagement rund um den intelligenten Personaleinsatz (Arbeitszeitmanagement; international: Workforce Management) ist ATOSS sehr aussichtsreich positioniert.
- ATOSS ist ein etabliertes Softwareunternehmen mit einem guten Track-Record, guten Referenzen und absolut ausgereiften Produkten.
- Der schwache inländische Softwaremarkt und strukturelle Schwächen im Vertrieb haben jüngst dazu geführt, dass ATOSS im Premium-Segment Umsatzeinbußen hinnehmen musste. Diese Probleme sind in Angriff genommen, aber noch nicht gelöst.
- Das Unternehmen verfügt über liquide Mittel in Höhe von 26,4 Mio. € respektive 6,92 € pro Aktie. Den Fair Value der Aktie sehen wir derzeit bei 10,35 €.

Anlageurteil

ATOSS hat in den letzten Quartalen schwache Zahlen vorgelegt. Infolgedessen entwickelte sich auch die Aktie nicht zufriedenstellend. Ursache für diese Entwicklung ist zum einen der schwache deutsche Softwaremarkt, aber auch eine Vertriebschwäche bei ATOSS. Das Unternehmen hat daher entsprechende Gegenmaßnahmen eingeleitet.

Wir sind der Auffassung, dass das Downside Risiko der Aktie, die nur noch unwesentlich über ihrem Cash-Bestand von 6,92 € je Aktie notiert, begrenzt ist. Die Chance der ATOSS sehen wir in einer operativen Erholung und halten es für realistisch, dass ATOSS mittelfristig zu einem zweistelligen Margenniveau zurückkehren kann. Deshalb revidieren wir unsere Einschätzung und stufen ATOSS, deren Fair Value wir bei 10,35 € sehen, als Outperformer ein. Wir raten jedoch das typischerweise schwache dritte Quartal abzuwarten.

Geschäftsjahresende	12/04	12/05e	12/06e	12/07e	CAGR
Umsatz	21,8	19,1	20,2	22,6	1,2%
EBITDA	2,1	0,4	1,2	2,6	7,1%
<i>Marge</i>	9,67%	2,30%	5,94%	11,45%	
EBIT	1,2	-0,3	0,4	1,7	11,2%
<i>Marge</i>	5,63%	-1,80%	1,94%	7,45%	
Nettoerg.	0,9	0,0	0,3	1,2	12,0%
<i>Marge</i>	4,02%	0,00%	1,54%	5,45%	
EpA	0,22	0,00	0,08	0,30	11,9%
Dividende	0,11	0,00	0,03	0,12	3,2%
<i>Rendite</i>	1,36%	0,00%	0,38%	1,49%	
<small>EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 8,10 €</small>					
KUV	1,51	1,72	1,63	1,46	
KGV	37,50	n.m.	106,26	26,80	
EV/Umsatz	0,37	0,42	0,40	0,35	
EV/EBITDA	3,80	18,24	6,70	3,10	

Strategie

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

Bewertung

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

Performance innerhalb Branche

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

Performance gegenüber Index

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

(neu) ■ (alt) ■

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

Chancen/ Stärken:

- Sollte das Thema Arbeitszeitmanagement eine ähnliche Akzeptanz als IT-Arbeitsfeld gewinnen, wie beispielsweise CRM oder SCM, so ist das Marktpotenzial dieses Bereiches immens.
- Die ATOSS ist mit ihrer 18-jährigen Geschichte und ihren 3.200 Referenzkunden ein etabliertes Softwareunternehmen. Sobald die Vertriebsschwäche überwunden ist, sollte eine Rückkehr zu alter Ertragsstärke möglich sein.
- Die Ausstattung der Gesellschaft mit liquiden Mitteln in Höhe von 26,4 Mio. € ist vergleichsweise hoch. Auf die Anzahl der im ersten Halbjahr 2005 durchschnittlich im Umlauf befindlichen Aktien bezogen, ergibt sich ein Wert von 6,92 € pro Aktie und begrenzt damit das Verlustpotenzial der Aktie, deren Kurs bei 8,10 € liegt.
- Mit einem DCF-Wert je Aktie von 10,35 € erscheint uns die Aktie derzeit attraktiv. Der Buchwert der Gesellschaft beträgt zur Zeit (30.06.05) ca. 27 Mio. €, was einem sehr geringen Price/Book-Value-Multiplikator von nur 1,22 entspricht.
- Zudem liegt der EV/Umsatz Multiplikator auf Basis der Erwartungen für 2005 mit einem Wert von 0,42 auf einem sehr günstigen Niveau. Die Peer-Group liegt mit einem Durchschnitt von 1,47 deutlich über dieser Marke.

Risiken/ Schwächen:

- Die Gewinnung von Großprojekten ist schwer planbar. Die Abhängigkeit gegenüber ebensolchen Projekten ist jedoch hoch.
- Das Softwarelizenzgeschäft ist insbesondere im aktuellen Marktumfeld sehr volatil und birgt Risiken in Bezug auf die Entwicklung der Ertragskraft.
- Das Geschäft im KMU Bereich wird über Vertriebspartner bedient. Zwar war hier das Wachstum in 2004 besonders hoch, doch die Einbrüche im Premium-Segment konnten dadurch nicht aufgefangen werden.
- ATOSS hat derzeit eine vertriebliche Schwäche, die sowohl struktureller Natur als auch durch das negative Marktumfeld begründet ist. Zwar arbeitet man an den entsprechenden Brennpunkten und investiert in den Marktzugang, der Erfolg muss sich jedoch erst noch einstellen.
- Die Aussichten auf die zweite Jahreshälfte sind weiterhin erhalten. Wir führen die Ursache auf die marktseitige Schwäche und die strukturellen Probleme im Vertrieb zurück. Beides haben wir in unsere Bewertung einfließen lassen.

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

ATOSS ist ein typisches IT Produktunternehmen...

Fokus: optimierter Personaleinsatz

Die ATOSS Software AG ist einer der führenden Anbieter von Zeitwirtschaftssystemen in Deutschland. Die Software der 1987 gegründeten Gesellschaft wurde 1991 am Markt eingeführt und deckt mit ihren ausgereiften Produkten nunmehr alle Bedürfnisse eines professionellen Personalmanagements ab. ATOSS hat die typische Aufstellung eines IT-Produktunternehmens vom Vertrieb der Software, über Wartung und Dienstleistungen bis zu Hardware und beschäftigt derzeit rund 188 Mitarbeiter.

Beteiligungen

Die ATOSS hält Beteiligungen zu je 100% an Tochtergesellschaften in Zürich, Wien und Paris sowie an der im Geschäftsjahr 2004 neu 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-Lösungen.

Management und Aktionärsstruktur

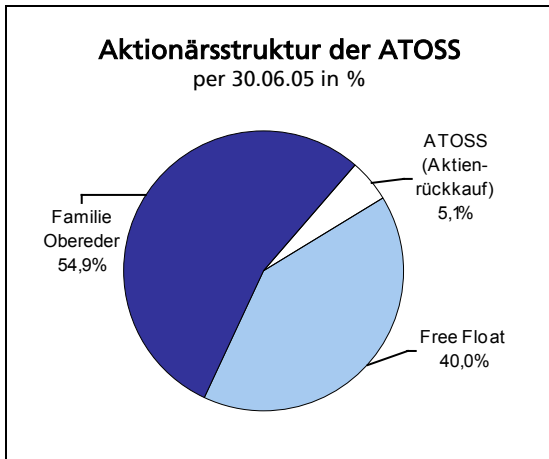
Der Vorstand der ATOSS besteht aus dem Vorsitzenden Andreas F.J. Obereder, der die Gesellschaft gründete und neben den operativen Bereichen für die Unternehmensstrategie verantwortlich zeichnet und Christof Leiber, dem die Ressorts Finanzen, Personal und Recht untergeordnet sind.

40% der Aktien befinden sich im Free Float. Die eigenen Anteile der ATOSS belaufen sich auf 5,1%, während die Gründerfamilie Obereder mit den verbleibenden 54,9% beteiligt ist.

Geschäftsentwicklung

Im Jahr 2004 erwirtschaftete ATOSS bei einem Umsatz von 21,8 Mio. € ein EBIT von 1,2 Mio. € respektive ein Ergebnis je Aktie von 0,23 €. Im Jahr 2003 waren es bei einem Umsatz von 23,4 Mio. € knapp 2,3 Mio. € EBIT respektive ein Nettoergebnis von 0,47 € je Aktie.

Mit einem Umsatz von 9,6 Mio. € im ersten Halbjahr 2005 konnte ATOSS den Umsatz gegenüber dem Vorjahr nicht halten, sondern schmälerte ihn um 11%. Das EBITDA brach von vormals 1.053 T€ im ersten Halbjahr 2004 auf 227 T€ ein. Das EBIT sank von 0,5 Mio. € auf -0,175 Mio. €. Die EBIT-Marge verringerte sich damit von 5% im Vorjahreszeitraum auf -0,2%.



Grafik 1; Quelle: ATOSS

Umsatz in 2004 rückläufig – Ergebnis trotzdem positiv...

Umsatz und Ergebnis im 1.HJ 2005 schwach

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

Fokus: Arbeitszeitmanagement

Software Fokus: Arbeitszeitmanagement

Der spezielle Fokus der IT-Lösungen aus dem Hause ATOSS ist auf Software zur effizienten Steuerung und Planung von Personalressourcen gerichtet. Ziel der Softwarelösungen ist die Steigerung der Arbeitsproduktivität durch besseres Arbeitszeitmanagement und bedarfsgerechte Personaleinsatzplanung. Themengebiete sind folglich die Zeitwirtschaft, die Personaleinsatzplanung, die Zutrittskontrolle, das Projekt- und Informationsmanagement sowie Prozessmodellierung und -optimierung. Dieser Bereich wird nachfolgend insgesamt als Arbeitszeitmanagement (international: Workforce Management) bezeichnet. Aufbauend auf diese Softwarelösungen werden Implementations- und Consultingdienstleistungen sowie Wartung angeboten.

Produktportfolio

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

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

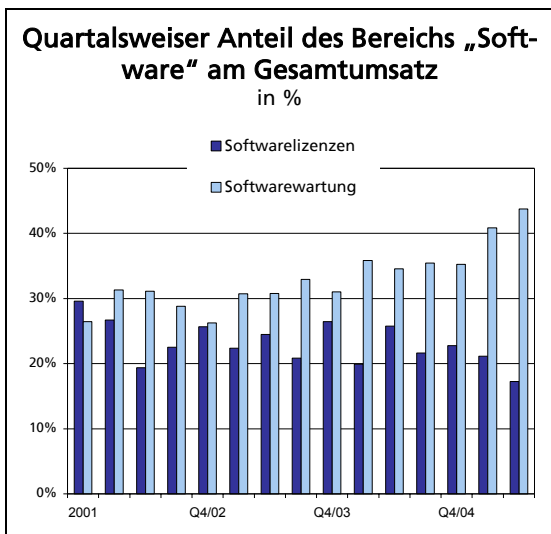
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Produkte der ATOSS AG (Fortsetzung)	
Add-Ons zu der ASES	
ATOSS Zutrittskontrolle	Zum Schutz von Betriebseinrichtungen bietet ATOSS ein integriertes Kontrollsystem. Es ermöglicht variable Sicherheitszonen, Protokollierung, variable Zeitzonen u.v.a.
ATOSS Kostenstellenmanagement	Das Kostenstellenmanagement ermöglicht die minutengenaue Kontierung von Kostenstellen, Kostenträgern, Kostenarten.
ATOSS Projektzeiterfassung	Die ATOSS Projektzeiterfassung ermöglicht auf Basis der Kernfunktionalitäten der ASES ein Projekt-basiertes Arbeitszeitmanagement.
Flexible Datenerfassung	Die flexible Datenerfassung ermöglicht die universale Arbeits- und Projektzeiterfassung über Handheld, Zeiterfassungsterminal, Telefon, Handy oder Bildschirm.
Web Client	Der Web Client ermöglicht die durchgängige Bedienbarkeit der ASES über das Internet/Intranet.
SAP Schnittstellen	Über eine zertifizierte BAPI SAP Schnittstelle kann die ASES online und nahtlos mit SAP-HR (Human Resources) Modulen bidirektional kommunizieren.
ATOSS Application Service Providing	Die ASES kann auch im Wege des ATOSS Application Service Providing betrieben werden. Dabei liegen die Anwendungen und die durch sie aufbereiteten Daten nicht mehr lokal auf dem Server des Kunden, sondern dieses wird als Dienstleistung von ATOSS über Partner angeboten.
Branchenlösungen und Start-Up Edition	
ATOSS Medical Solution	Die ATOSS Medical Solution ist eine Branchenlösung für den Krankenhausbereich. Schwerpunktmäßig wird die ATOSS Lösung für Dienstplanung und Zeitwirtschaft verwendet. Sie ist auf die Prozesse und Anforderungen in Krankenhäusern abgestimmt.
ATOSS Retail Solution	Die ATOSS Retail Solution ist eine Branchenlösung für den Einzelhandel. Schwerpunktmäßig wird hier ebenfalls die ATOSS Lösung für Dienstplanung und Zeitwirtschaft verwendet. Besonderheiten hier sind Schnittstellen zu Kassensystemen oder die Einbeziehung einer manuellen oder automatischen Umsatzplanung.
ATOSS Call Center Solution	Die ATOSS Call Center Solution ist eine Branchenlösung für Call Center. Schwerpunktmäßig wird hier ebenfalls die ATOSS Lösung für Dienstplanung und Zeitwirtschaft verwendet. Besonderheiten hier sind Schnittstellen zu ADC (Analog-Digital-Konverter) Systemen oder die Einbeziehung einer manuellen oder automatischen Agentenplanung.
ATOSS Start-Up Edition	Die ATOSS Start-Up Edition ist eine abgespeckte Version der ASES für mittelständische Unternehmen mit bis zu 1.000 Mitarbeitern.
ATOSS Time Control	
	ATOSS Time Control ist ein eigens Low-End Softwareprodukt, für das Arbeitszeitmanagement in kleinen Unternehmen der ATOSS-Tochter ATOSS CSD.
AENEIS	
	Die Geschäftsprozessmanagementlösung AENEIS ermöglicht durch intelligente Modellierung von Unternehmensprozessen und dynamische Simulation einer integrierten Prozesskostenrechnung die umfassende Unternehmensgestaltung und unterstützt maßgeblich bei der Steigerung von Transparenz, Produktivität und Qualität in Unternehmen und deren Abläufen.

Tabelle 1; Quelle ATOSS, SES Research

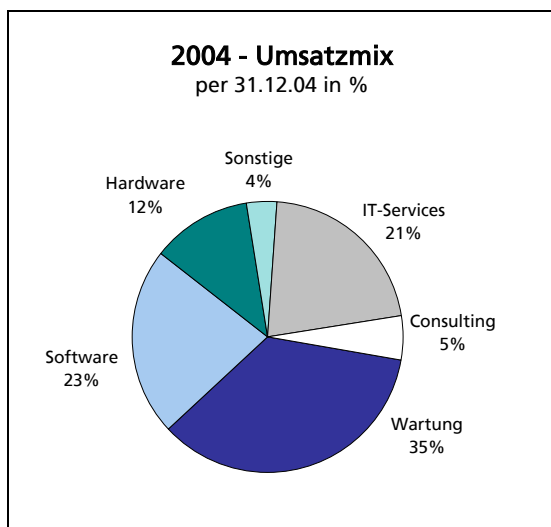
ATOSS erwirtschaftete in 2004 rund 23% der Umsätze mit Softwareprodukten. Dieser Wert ist seit 2001 (29%) kontinuierlich gesunken und zeigt die Schwäche im Softwareabsatz auf. Trotz ausgereifter Produkte gelang es ATOSS jüngst nicht, den

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



Grafik 2; Quelle: ATOSS

**Vertrieb segmentiert:
KMU und Premium-Bereich**



Grafik 3; Quelle: ATOSS

Attraktive Marge bei Hardware

Umsatz zu halten, geschweige denn zu steigern. Dieses liegt vornehmlich an der Zurückhaltung der Unternehmen im Premium-Segment, das ATOSS selbst bedient. Dem Premium-Bereich ordnet ATOSS den gehobenen Mittelstand und Großkunden zu, die jeweils mehr als 500 Mitarbeiter beschäftigen. Bei dieser Klientel reduzierte sich der 2004er Umsatz in der Software Sparte um 9,3% auf 8,8 Mio. €. Erfreulich hingegen entwickelte sich die Anzahl der Neukunden im KMU-Bereich, der erst seit dem Börsengang in 2001 erschlossen wird und dementsprechend noch nicht gesättigt ist. Dieses Kundensegment wird ausschließlich über die ca. 20 aktiven Vertriebspartner bedient, die in 2004 für ein Wachstum des KMU-Kundenstamms von 28% gegenüber dem Vorjahr sorgten. Damit entfallen auf diese Kundengruppe 30% der Softwareumsätze. Die Bestandskundenbasis wuchs infolgedessen ebenfalls und liegt bei nunmehr 3.200 Kunden.

Von der neuen Vertriebsorganisation, die nicht nur eine Segmentierung in den Premium- und den KMU- Bereich vorsieht, sondern auch eine Verzahnung von Kompetenzen aus Professional Services, Produktvertrieb und Geschäftsprozessberatung beinhaltet, verspricht man sich spürbares Wachstum sobald die Restrukturierung greift.

Allrounder: Wartung, IT-Services und Consulting

Abgerundet wird das Angebot der ATOSS AG durch Dienstleistungen, die in den Bereichen IT-Services, Wartung und Consulting erbracht werden. Die IT-Services beinhalten neben der Implementierung der Software auch Schulung und Support. Damit bietet ATOSS ein ganzheitliches Spektrum vom Produkt zur laufenden Anwendung.

Die Serviceeinnahmen liegen mit einem nahezu konstanten Anteil von 21% am Umsatz auf einem guten Niveau. Der Anteil der Wartungseinnahmen ist kontinuierlich gestiegen und liegt derzeit bei ca. 40% des Gesamtumsatzes. Das Umsatzmodell ist damit für die Softwarebranche (etwa ERP) typisch. Der Consulting Anteil enttäuscht jedoch mit einem rückläufigen Umsatzanteil, der sich zuletzt auf magere 3% belief (Q2 2005). Hintergrund des rückläufigen Umsatzes ist unter anderem auch die Einbringung der Berater in die Vertriebsprozesse. Infolgedessen entfällt künftig auch der getrennte Ausweis von Consulting und Professional Services. Stattdessen werden die Umsätze als „Beratung“ zusammengefasst ausgewiesen.

Hardware mit Marge

Die ATOSS erwirtschaftet rund 11% des Umsatzes mit Hardware. Unter Hardware sind hier in erster Linie Geräte zur Zutrittskontrolle und Zeiterfassung zu verstehen. Hier arbeitet ATOSS eng mit den Herstellern zusammen und erwirtschaftet auf diese Hardware eine attraktive Marge. Dieses hebt ATOSS positiv von anderen Softwarehäusern ab, die ihre Hardware höchstens mit einer dünnen Marge vertreiben.

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

ca. 20 aktive Vertriebspartner

Partner

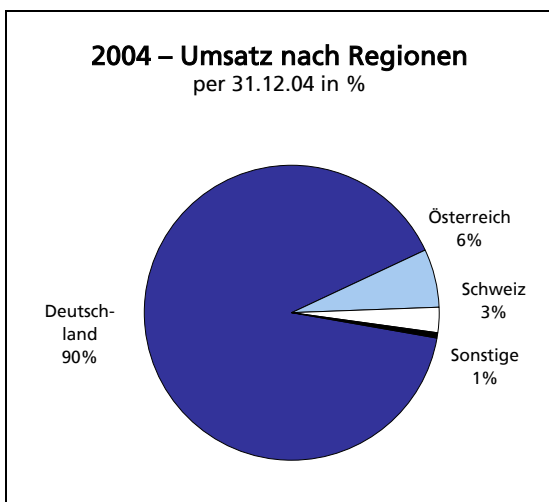
ATOSS bedient mit ihrem Vertrieb ausschließlich das Großkunden-Segment. Infolgedessen erfolgt die Marktdurchdringung des KMU-Bereichs durch Vertriebspartner. Bei diesen Partnern handelt es sich typischer Weise um kleinere Gesellschaften, mit denen ATOSS im Jahr 2004 rund 1,5 Mio. € Lizenzeinnahmen generierte. Dies entspricht gut 30% der gesamten Lizenzeinnahmen. Des Weiteren gibt es eine signifikante OEM-Partnerschaft mit Bosch. Im Rahmen dieser Vereinbarung vertriebt Bosch unter dem Namen BoTime@ die ATOSS Time-Solution in funktional unterschiedlichen Varianten. Das Ressourcen-schonende Partner-Business spielt jedoch nicht nur im Vertrieb eine entscheidende Rolle, sondern wird auch bei Hard- und Software in Anspruch genommen. Zudem unterhält ATOSS Technologiepartnerschaften zu Microsoft, IBM und SAP, um durch diese Kooperationen stets eine innovative und stabile Softwarelösung anbieten zu können.

International zurückhaltend...

Internationalisierung

...Osteuropa auf dem Prüfstand

Die ATOSS Software gibt es in 8 Sprachen und sie ist in 9 Ländern im Einsatz. Der Auslandsanteil am Umsatz ist mit 10% in 2004 (11% 2003) gering. Die fremdsprachigen Versionen werden jedoch speziell für international tätige Kunden erarbeitet und dienen folglich nicht vorrangig der Internationalisierung. Zumal der Inlandsmarkt noch genügend Wachstumspotenzial bereit hält, halten wir die Fokussierung auf den deutschsprachigen Raum für zielgerichtet. Zudem ist der geringe Auslandsanteil für Standard-Software- und IT-Service-Unternehmen kennzeichnend, wie auch den Beobachtungen des Marktforschungs- und Beratungsunternehmen Lünendonk zu entnehmen ist. Derzeit prüft ATOSS, ob der Osteuropäische Markt mittels Partnerschaften erreicht werden könnte und ob sich entsprechende Investitionen rentieren würden. Hier ist mit einer Entscheidung jedoch nicht mehr im laufenden Geschäftsjahr zu rechnen.



Grafik 4; Quelle: ATOSS

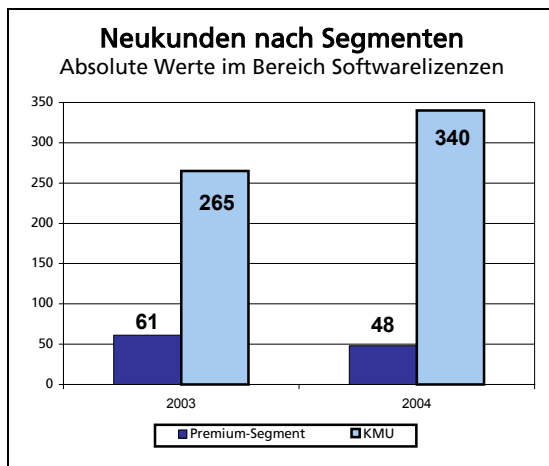
Rumänien

In Timisoara, einer der größten Städte im Westen Rumäniens, wurde 2004 die Tochtergesellschaft ATOSS Software S.R.L. gegründet. Die Forschung und Entwicklung wurde teilweise in diese Region verlagert, um die Vorteile des niedrigeren Lohnniveaus zu nutzen. Entsprechend hat ATOSS derzeit 13 Mitarbeiter in diesem Feld beschäftigt. Ein vollständiges Verlagern der F&E Tätigkeiten wird jedoch ausgeschlossen, da eine komplette Verlagerung von Kernprozessen und Know-how erhebliche Risiken bergen würde.

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

3.200 Kunden:

**ATOSS Software steuert
2 Mio. Arbeitnehmer**



Grafik 5; Quelle: ATOSS

**9.500 potenzielle Kunden im
Premium-Segment**

**Schlüssel zum Erfolg:
Personaleffizienz**

Kunden

Mit den Softwarelösungen aus dem Hause ATOSS verwalten über 3.200 Kunden insgesamt mehr als 2 Mio. Arbeitnehmer. Damit blickt ATOSS auf einen ansehnlichen Kundenstamm, den es kontinuierlich auszubauen gilt.

Sowohl die Softwareapplikationen als auch das umfassende Dienstleistungsangebot können als ausgereift und aufeinander abgestimmt bezeichnet werden und bieten Lösungen für alle Unternehmensgrößen. Nebenstehende Grafik verdeutlicht die positive Tendenz bei der Akquisition von Neukunden, zeigt aber auch die Schwäche im Premium-Segment. Die Kundenstruktur weist einen gesunden Branchenmix auf, der keine Abhängigkeit von einzelnen Abnehmern oder Wirtschaftszweigen aufweist.

Im Markt für kleine und mittelständische Unternehmen, der über Vertriebspartner abgedeckt wird, macht ATOSS in Deutschland ca. 20.000 Unternehmen mit weniger als 500 Mitarbeitern aus, die als potenzielle Kunden in Frage kämen. Im Premium-Segment macht ATOSS 12.000 potenzielle Kunden in Deutschland aus.

Während für das Thema Zeitwirtschaft der Sättigungsgrad im Markt bereits extrem hoch ist, wird auf dem Gebiet der Einsatzplanung noch Potenzial gesehen. Damit entsprechender Bedarf bei den Unternehmen generiert werden kann, investiert ATOSS verstärkt in den Marktzugang und sucht den Zugang zu neuen Kunden über das Thema Arbeitszeitflexibilisierung. Nur 20% der Unternehmen im Premium-Segment arbeiten voll flexibel. Hier liegt hier das Potenzial bei 80% bzw. 9.500 Unternehmen, die es als Kunden zu gewinnen gilt.

Folgende Liste zeigt einen Auszug der wichtigsten Kunden des Unternehmens:

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

Referenzkunden der ATOSS	
Adelholzener	Lebkuchen Schmidt
Aldi Süd	Lufthansa AG
ARBÖ	Lufthansa Service Gesellschaft Sky Chefs
BASF	Meggle GmbH
Bayer	Meyer Werft
BMW	Nissan
Brauerei Feldschlösschen AG	NVV AG
Bundesanstalt für Post und Telekommunikation	O2
CARGLASS	Österreichische Post
Coca Cola Erfrischungsgetränke AG	Pepsi-Cola
DBV Winterthur	Postbank
Deutsche Bahn AG	Rauch Fruchtsäfte GmbH
Deutsche Telekom AG	s.Oliver
Douglas	Schmitz Cargobull AG
EDEKA Handelsgesellschaft	Signal-Iduna Gruppe
GKN Löbro GmbH	SIXT
HARIBO	Steyr-Daimler-Puch Fahrzeugtechnik
hela	SÜSS MicroTec
Holsten Brauerei AG	Temic Automotive
HUK-Coburg	Töpfer Kulmbach GmbH
Kliniken des Wetteraukreises Friedberg-Schotten-Gedern GmbH	Wirtgen GmbH
Klinikum Ingolstadt	Zollner Electric

Tabelle 2; Quelle ATOSS, SES Research

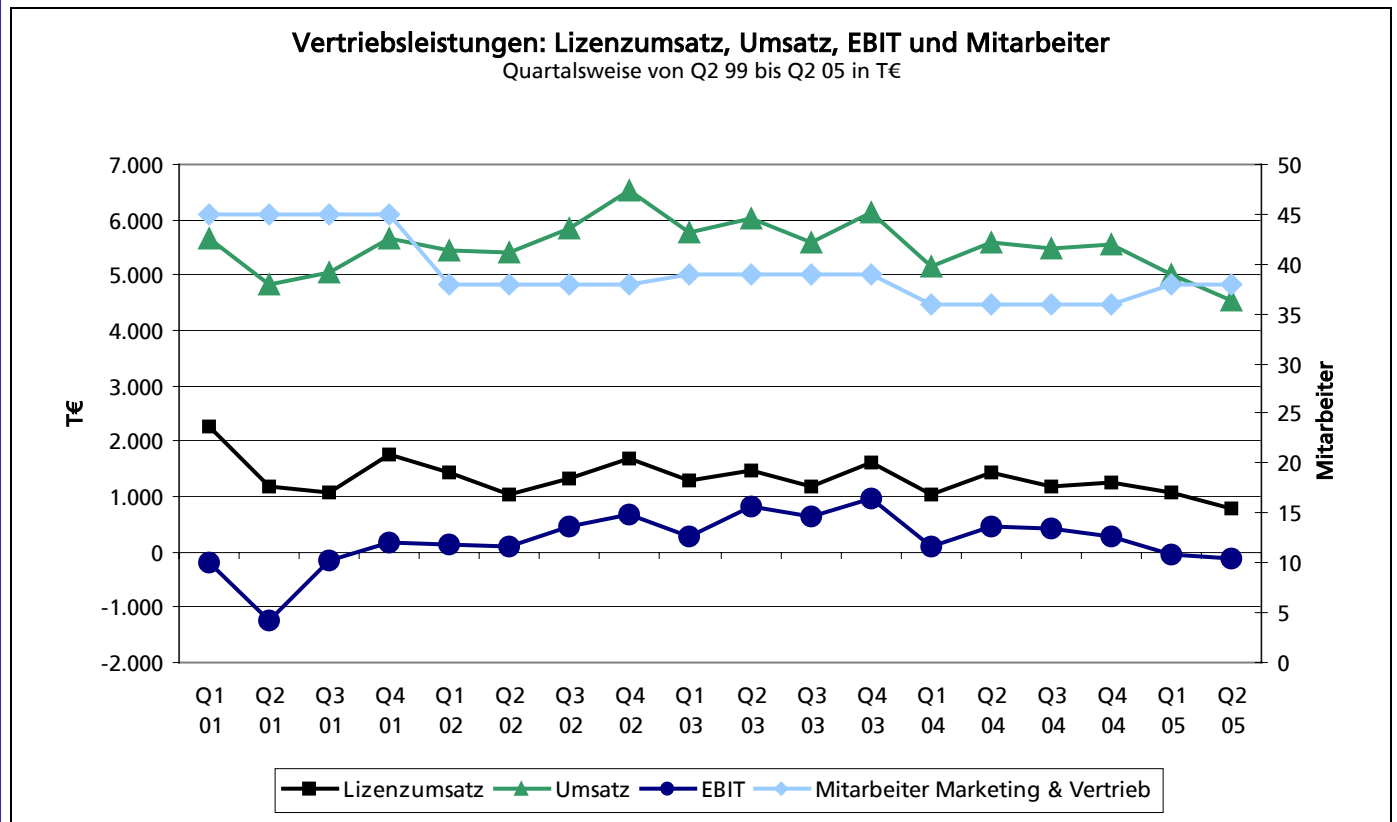
Strukturelle Schwächen erkannt.

Vertrieb

ATOSS leidet an einer strukturellen Schwäche im Vertrieb. Dieses lässt sich auf zwei Hauptursachen zurückführen, denen derzeit entgegengewirkt wird. Zum einen liegt es an mangelnder Führung, die durch hohe Fluktuation in der Führungsebene verursacht wurde und zum anderen an teilweise mangelnder Qualifikation im Vertrieb. Dem ersten wurde durch eine personelle Neubesetzung begegnet, das zweite versucht man durch gezielte Neueinstellungen und ein neues Aus- und Weiterbildungskonzept zu bekämpfen.

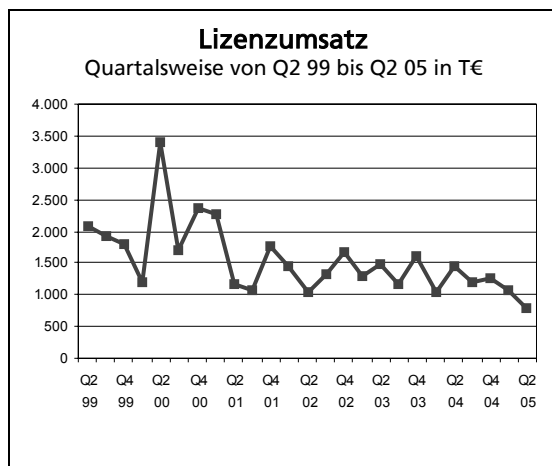
Grafik 6 veranschaulicht die vertriebliche Schwäche recht deutlich. Nach der Jahrtausendwende waren die Lizenzeinnahmen rückläufig und es gelang nicht in ausreichendem Maße, Neukunden mit entsprechenden Umsätzen zu akquirieren.

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



Grafik 6; Quelle: ATOSS, SES Research

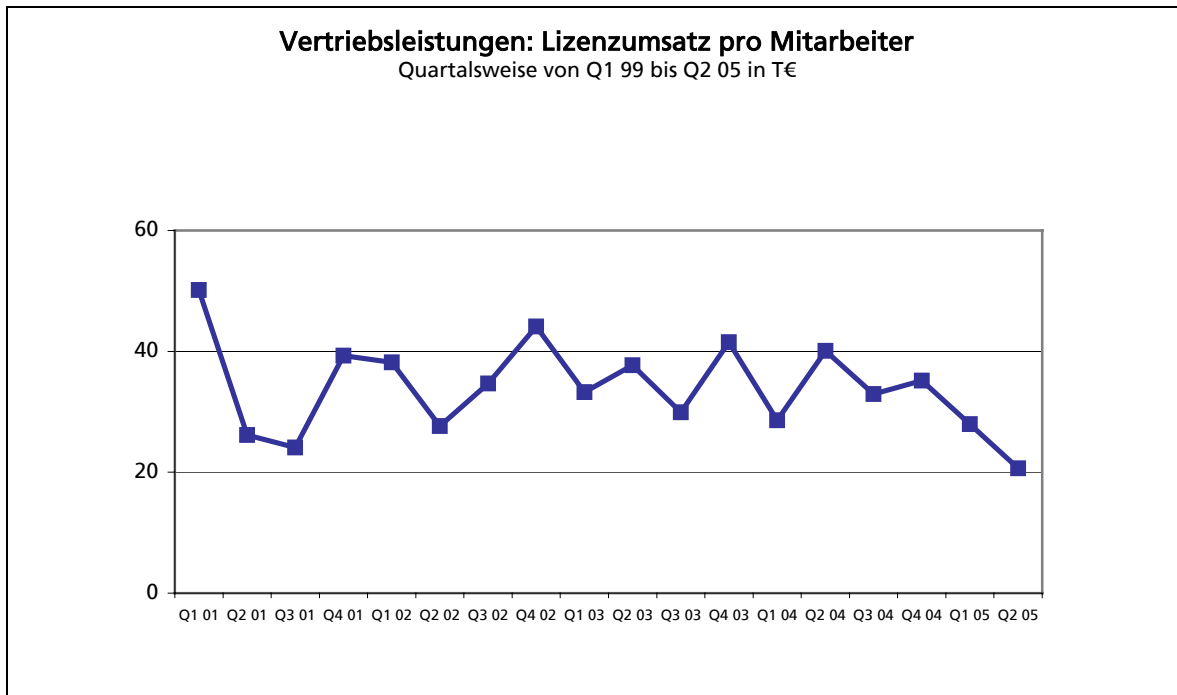
Nachdem die Lizenzeinnahmen im zweiten Quartal 2000 mit 3,4 Mio. € ihren Höhepunkt erreicht hatten, halbierten sie sich im folgenden Quartal, um im weiteren Verlauf einen vorübergehenden Tiefpunkt bei 1,2 Mio. € zu erreichen. Die Volatilität der Lizenzeinnahmen blieb unverändert hoch und die Lizenzeinnahmen fanden im zweiten Quartal 2005 mit 0,8 Mio. € einen neuen Tiefpunkt.



Grafik 7; Quelle: ATOSS, SES Research

Auf Grafik 8, in der die Lizenzeinnahmen der jeweiligen Quartale ins Verhältnis zu den Mitarbeitern im Vertrieb gesetzt sind, erkennt man, dass ein vorübergehender Tiefpunkt im Vertrieb Mitte 2001 erreicht war. Zwar stiegen die Lizenzeinnahmen pro Vertriebsmitarbeiter im Folgenden an, jedoch ist dieses weniger auf steigende Umsätze, sondern vielmehr auf eine Reduktion der Anzahl an Mitarbeitern im Vertrieb von 45 auf 38 im Jahresdurchschnitt zurückzuführen.

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



Grafik 8; Quelle: ATOSS, SES Research

ATOSS hat diese Schwäche erkannt. Derzeit investiert das Unternehmen verstärkt in den Marktzugang und erweitert das bestehende Vertriebsteam. Aufgrund ihrer Nischenausrichtung ist der berufliche Einstieg bei ATOSS mit einer intensiven Einarbeitungsphase verbunden, die einer zügigen Ergebnisverbesserung im Wege steht.

Young Professional Programm

Diesem Problem begegnet man u.a. mit dem in 2004 ins Leben gerufenen Young Professional Programm. Während des einjährigen, bereichsübergreifenden Trainings on the Job versucht man Hochschulabsolventen auf die speziellen Anforderungen vorzubereiten. Das zweite Jahr ist durch begleitende Weiterbildungsmaßnahmen gekennzeichnet. Die ersten Trainees werden das Programm im Oktober dieses Jahres abgeschlossen haben. Folglich ist eine Beurteilung der Ertragskraft dieser Maßnahme zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht möglich.

Mittelfristig wird ATOSS den Vertrieb ausweiten und in bisher regional weniger adressierten Bereichen verstärken. Die Organisation mit der regionalen Aufstellung weist noch erhebliche Lücken auf, die es zu füllen gilt.

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

Konklusion

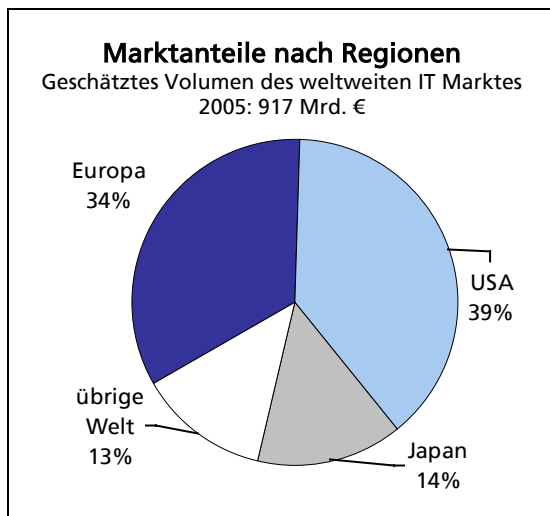
ATOSS ist seit vielen Jahren mit einem führenden Software-Produkt im Bereich Arbeitszeitmanagement tätig. Das Unternehmen hat sich als Softwareanbieter etabliert und weist einen gesunden Umsatzmix (Lizenzen/ Wartung/ Services) aus. In den letzten Jahren wurde kontinuierlich in die Weiterentwicklung der Produkte investiert und es wurde eine beachtliche Kundenbasis aufgebaut.

Aufgrund von Vertriebsproblemen waren die jüngsten Zahlen (insbesondere Neulizenzen) nicht zufriedenstellend. Dies ist jedoch auch vor dem Hintergrund einer schwachen deutschen Software-Konjunktur zu relativieren. Dieser Vertriebschwäche wirkt ATOSS mit gezielten Maßnahmen entgegen. Es ist denkbar, dass in diesem Zusammenhang im laufenden Geschäftsjahr weitere Restrukturierungskosten anfallen. Wir rechnen mit einer spürbaren Verbesserung der Situation frühestens im zweiten Halbjahr 2006.

Insgesamt sind wir jedoch der Meinung, dass aus dem operativen Geschäft der ATOSS grundsätzlich zweistellige EBIT-Margen erzielbar sind, da das Unternehmen über eine gute Substanz verfügt und die Probleme lösbar sind. Die derzeitige Ertragsschwäche sehen wir als bedeutendes, aber letzten Endes nur temporäres Problem an. In der Rückkehr zu einem angemessenen Margenniveau sehen wir die Chance der ATOSS.

Derzeitige Ertragsschwäche bedeutendes, aber nur temporäres Problem

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

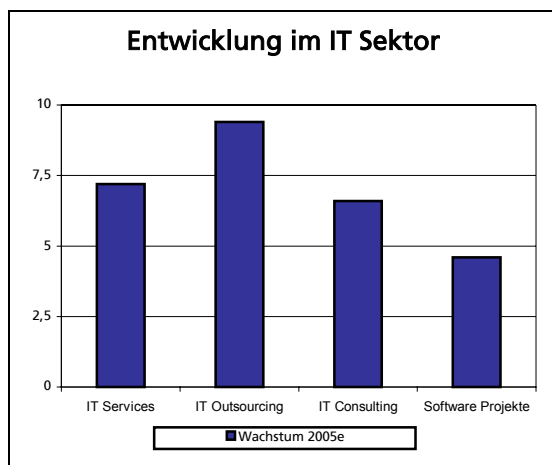


Grafik 9; Quelle: EITO in Kooperation mit IDC

IT-Markt

IDC, einer der weltweit führenden Anbieter auf den Feldern der IT-Marktbeobachtung und Beratung, rechnet für 2005 mit einem Wachstum von 4% für den westeuropäischen IT-Markt. Dieses entspricht nach Schätzungen des EITO (European Information Technology Observatory) einem Marktvolumen von nahezu 310 Mrd. €. Damit entfällt auf Europa ein Weltmarktanteil von 33,8%.

Das Beratungsunternehmen Detecon International GmbH prognostiziert der Branche Informationstechnologie und Telekommunikation ein Marktvolumen von 132 Mrd. € in Deutschland. Davon entfallen 64,3 Mrd. € auf den Teilmarkt Informationstechnologie, der sich in die Geschäftsfelder Softwareprojekte, Softwareprodukte, IT-Services und Hardware untergliedert. Hier hat der Teilbereich IT-Services, auf den ca. 30% des Volumens entfällt, mit gut 7% derzeit das höchste prognostizierte Wachstum. Dieses wird besonders durch den anhaltenden Trend zum Outsourcing getrieben, das mit einem geschätzten Umsatz in 2005 von 11 Mrd. € zu Buche schlägt und damit einem Zuwachs gegenüber 2004 von 9,4% entspricht. Dem IT-Consulting trauen die Berater von Detecon künftig ein Wachstum von 10% nach geschätzten 6,6% für das laufende Jahr zu.



Grafik 10; Quelle: Detecon

Der Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien (Bitkom) sieht die Entwicklung im IT-Markt ebenfalls positiv und rechnet seinerseits mit einem Wachstum von mehr als 3% für 2005 und 2006, nach 2,6% im Vorjahr. Dieses Wachstum werde von allen wichtigen Marktsegmenten getragen, insbesondere von der Nachfrage nach Software, die mit einem Plus von 5,5% auf einen Umsatz von geschätzten 16,2 Mrd. € zu Buche schlägt. Auch der IT-Service-Sektor sollte von der Belebung des Marktes profitieren und um 4,4% auf knapp 28 Mrd. € wachsen.

Allerdings könnten die Pläne des Bundesfinanzministeriums, die Abschreibungsfristen für betrieblich genutzte Software von derzeit drei bis fünf Jahren auf zehn Jahre zu verlängern, die Zeitintervalle zwischen Ersatzinvestitionen verlängern.

Insgesamt scheint sich der Markt für Anwendersoftware in einem stärkeren Umbruch zu befinden. Einst technologiebegeisterte Unternehmen haben sich aufgrund des Kostendrucks im Markt zu nutzenorientierten Softwareanwendern gewandelt. Dieses Umdenken in Unternehmen intensiviert den Wettbewerb und treibt den Konsolidierungsprozess im Markt voran. Die 25 größten Unternehmen im Bereich Systemintegration und IT-Beratung erreichten bereits 2003 einen Marktanteil von 44,4% und konnten diesen 2004 auf 45% ausbauen. Dieser Trend dürfte sich auch in 2005 fortsetzen.

Das ATOSS Kernarbeitsfeld Arbeitszeitmanagement ist in Deutschland jedoch in seiner Entwicklung relativ autark zu sehen. Zwar sind Softwareinvestitionen positiv korreliert mit der

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

36% der Arbeitszeit wird unproduktiv verbracht.

**Grund:
mangelnde Planung, Führung
und Steuerung**

konjunkturellen Entwicklung, doch gilt dieses nicht zwangsläufig für Anwendungen, die eine Produktivitätssteigerung versprechen. Besonders im Bereich des Staff Efficiency Managements lassen sich hier antizyklische Tendenzen erkennen.

Arbeitszeitmanagement

Eine Studie der Proudfoot Consulting führte bereits Ende 2002 ans Licht, dass 37% aller Arbeitstage unproduktiv verstreichen. Ursächlich wären in 52% der Fälle mangelnde Planung, Führung und Steuerung. Dieses Bild hat sich gewandelt. Allerdings nicht zum Guten. Zwar rechnet Proudfoot Consulting in ihrer 2004er Veröffentlichung, dass nur noch 36% der Arbeitszeit unproduktiv verbracht wird, doch verschiebt sich deren Ursache immer mehr in Richtung mangelnde Steuerung, Führung und Aufsicht. Waren dieser Ursache 2001 noch 65% aller unproduktiven Momente zuzuordnen, kletterte ihr Anteil in 2004 auf nahezu 72%. Wenngleich eine Produktivität jenseits der 90% utopisch erscheint, gilt es trotzdem dieses unausgeschöpfte Potenzial deutlich zu heben. Hier setzen die ATOSS Softwarelösungen (siehe Abschnitt „Produkte“) an.

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

Konkurrenzsituation

ATOSS ist der einzige börsennotierte Anbieter von Arbeitszeitmanagementlösungen in Deutschland mit diesem besonderen Fokus. Gleichwohl ergeben sich Überschneidungen des Produktes mit den großen ERP-Anbietern, die ebenfalls den Bereich Human Resources abdecken. Hier kann sich ATOSS jedoch von der potenziellen Konkurrenz absetzen, da ihre Lösungen in der Regel die Funktionalität eines HR-Modules der großen ERP-Player übersteigen. So nutzen beispielsweise viele der ATOSS-Kunden SAP für den Kernprozess sowie ATOSS für das Arbeitszeitmanagement.

Der zahlenmäßig größere Wettbewerb kommt von Seiten kleinerer, nicht börsennotierter Softwareunternehmen, die häufig nur Teillösungen offerieren, in ihren Nischen jedoch auch namhafte Kunden akquirieren können. Doch leiden diese Gesellschaften häufig unter schwachen Bilanzen. Hier kann ATOSS in Bezug auf Investitionssicherheit punkten.

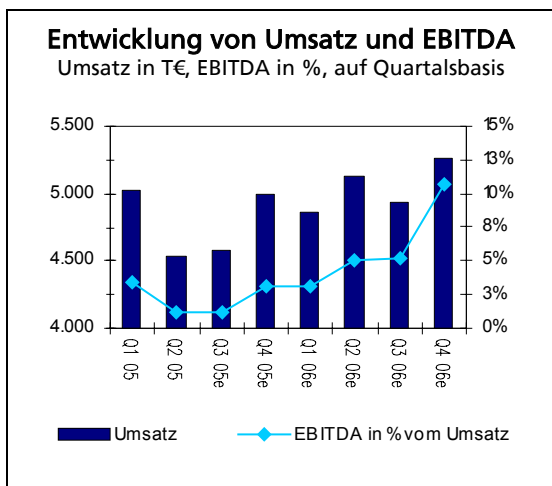
Neben der P&I, deren Produktportfolio sich in Teilen mit den ATOSS Lösungen überschneidet, verfügt auch IDS-Scheer über Produkte im Prozessmanagement, die das Spektrum der ATOSS am Rande berühren.

ATOSS steht im Wettbewerb um die Allokation von verfügbaren IT-Budgets. Andere Softwareunternehmen aus den Bereichen CRM, SCM, HR und auch aus Nischenthemen, versuchen

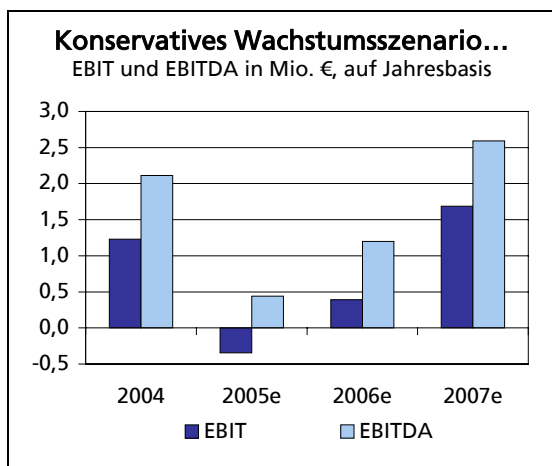
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------

ebenfalls ihren Anteil am verfügbaren Budget zu erlangen. Hier wären primär FJH, die sich als Software- und Beratungshaus für die Finanzdienstleistungsbranche versteht, und die kleinere Nexus zu nennen, die sich mit den Arbeitsabläufen im Bereich Medical beschäftigt.

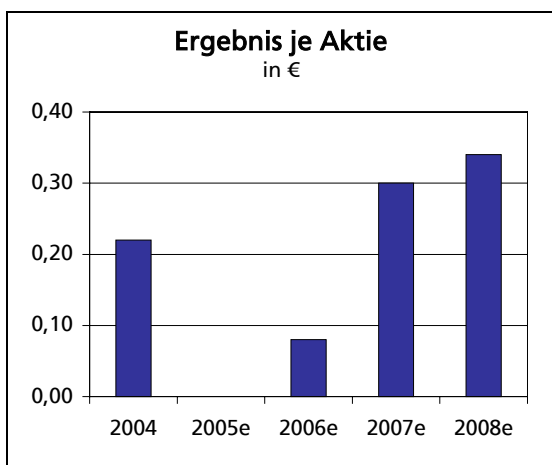
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------



Grafik 11 Quelle: SES Research



Grafik 12; Quelle: SES Research



Grafik 13; Quelle: SES Research

Zurück zum Wachstum...

Das Jahr 2004 kann als Jahr des Umbruchs im Hause ATOSS verstanden werden. Die Veränderungen am Softwaremarkt bedurften ein Umdenken in der Branche und eine komplette Neuausrichtung des Vertriebs.

Der Umsatz reduzierte sich 2004 auf 21,8 Mio. € nach 23,4 Mio. € im Vorjahr. Das aktuelle Geschäftsjahr startete ebenfalls verhalten und generierte bis Halbjahresende einen operativen Verlust (EBIT) von -0,2 Mio. € bei einem Umsatz von lediglich 9,6 Mio. €. Dieses stellt einen Rückgang von 1,2 Mio. € (-11%) bzw. von 0,7 Mio. € beim EBIT dar.

Da sich die Restrukturierungsmaßnahmen im Vertrieb erst im kommenden Geschäftsjahr auswirken dürften, gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einem Umsatz von ca. 19,1 Mio. € aus, der unter dem Vorjahreswert liegt. Da die hohen Investitionen in die Softwareentwicklung und jüngst auch in den Vertrieb die Marge entsprechend belasten, fällt das operative Ergebnis ebenfalls niedriger als im Vorjahr aus. Mittelfristig erwarten wir jedoch ein Anziehen der Umsätze und rechnen aufgrund der vorhandenen Skaleneffekte mit wieder deutlich positiveren Zahlen.

Unsere Erwartungen für das Ergebnis je Aktie lauten: 0,00 €, 0,08 €, 0,30 € und 0,34 € für die Jahre 2005 bis 2008.

Gesunde Bilanz

Die Bilanz der ATOSS ist mit einer Cash-Position von gut 26,4 Mio. € (83% der Bilanzsumme) ausgesprochen komfortabel. Dem stehen keine nennenswerten Verbindlichkeiten entgegen. Auch immaterielle Vermögensgegenstände wie beispielsweise aktivierte Softwareentwicklungskosten sowie Geschäfts- oder Firmenwerte sind absolut vernachlässigbar.

Sonderausschüttungen und Dividendenpolitik

Die liquiden Mittel sind auffallend hoch und belaufen sich derzeit auf 26,4 Mio. €. Eine Ausschüttung über 5,7 Mio. € erfolgte im April 2004. Weitere Ausschüttungen sind derzeit nicht geplant, werden aber nicht ausgeschlossen. So verbleibt der hohe Cash-Saldo in der Bilanz und stellt den größten Aktivposten dar.

Die 2002 formulierte Dividendenpolitik, gemäß der zwischen 30% und 50% des ausschüttungsfähigen Gewinnes an die Aktionäre fließen sollen, haben wir in unseren Prognosen berücksichtigt. Wir rechnen für 2005 mit keiner Ausschüttung. In den Folgejahren erwarten wir 0,03 €, 0,12 € und 0,13 € je Aktie.

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

	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatz in Mio. €	21,83	19,14	20,18	22,62
Veränderung in %	-6,75%	-12,30%	5,43%	12,09%
EBITDA in Mio. €	2,11	0,44	1,20	2,59
in % vom Umsatz	9,67%	2,30%	5,94%	11,45%
EBIT in Mio. €	1,23	-0,34	0,39	1,69
in % vom Umsatz	5,63%	-1,80%	1,94%	7,45%
Ergebnis je Aktie in €	0,22	0,00	0,08	0,30
Veränderung in %	-53,52%	-	-	296,54%
in % vom Umsatz	0,99%	0,00%	0,38%	1,34%

Tabelle 3; Quelle: SES RESEARCH

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

Bewertung: ATOSS		Kurs in €:			8,10
	2004	2005e	2006e	2007e	
KGV	37,50	-2714,46	106,26	26,80	
Dynamisches KGV	3,13	-226,21	8,86	2,23	
KCV	18,98	42,51	29,50	15,46	
Marktkap/Umsatz	1,51	1,72	1,63	1,46	

Tabelle 4; Quelle: SES RESEARCH

Multiplikatoren wenig aussagekräftig

Bewertungsvergleich

Die ATOSS Software AG wird gemäß unseren Erwartungen in 2005 nur einen marginalen Gewinn erwirtschaften. Die Bewertung mittels entsprechender Kennzahlen erweist sich deshalb als wenig aussagekräftig. Wirft man einen Blick auf das KUV, erscheint ATOSS auf den ersten Blick angemessen bezahlt. Das KUV von 1,72 auf Basis der Erwartungen für 2005 liegt unter dem durchschnittlichen Multiplikatorwert der Peer-Group.

Peer-Group Atoss						
Unternehmen	KUV			KGV		
	05e	06e	07e	05e	06e	07e
FJH	0,73	0,70	0,64	10,67	26,82	13,65
IDS Scheer	1,71	1,53	1,36	24,93	19,22	15,39
Nexus	2,80	2,24	1,82	124,29	54,38	27,19
P&I	2,06	1,93	1,82	17,56	-	-
Durchschnitt	1,82	1,60	1,41	44,36	33,47	18,74
ATOSS	1,72	1,63	1,46	n.a.	106,26	26,80

Tabelle 5; Quelle: Bloomberg, SES Research

Dieser erste Eindruck relativiert sich jedoch, wenn man das stattliche Liquiditätspolster der Gesellschaft mitberücksichtigt. Diesem wird in den nächsten Abschnitten Rechnung getragen.

Multiplikatorenvergleich

Die folgende Tabelle zeigt die zu Vergleichszwecken herangezogenen Unternehmen. Es ist jedoch anzumerken, dass ATOSS hier in Bezug auf die Marktkapitalisierung das kleinste Unternehmen darstellt. Bezüglich des Umsatzes zieht sie mit Nexus gleich, wird jedoch nicht die von Nexus erwartete Wachstumsdynamik erbringen können. Einem Bewertungsvergleich kann aufgrund der Heterogenität der Vergleichskennziffern nur in-dikativer Charakter beigemessen werden.

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

Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen												
	Kurs (LW)	Marktkap. in Mio. (LW)	Umsatz in Mio. (LW)				CAGR: 04-07	Ergebnis je Aktie (LW)				CAGR: 04-07
			2004	2005e	2006e	2007e		2004	2005e	2006e	2007e	
FJH	4,64	38,14	67,10	51,997	54,69	59,75	-3,79%	-9,97	0,44	0,17	0,34	-
IDS Scheer	16,93	540,83	279,106	317,073	352,69	397,82	12,54%	0,689	0,679	0,881	1,1	16,88%
Nexus	4,35	59,68	16,40	21,31	26,64	32,77	25,95%	-0,07	0,04	0,08	0,16	-
P&I	12,29	94,63	45,00	45,96	48,95	52,13	5,02%	0,44	0,70	N.A.	N.A.	-
ATOSS	8,10	32,86	21,83	19,14	20,18	22,62	1,20%	0,22	0,00	0,08	0,30	12,08%

Tabelle 6; Quelle: IBES, SES Research

ATOSS wird auf Basis unserer Prognosen auf den ersten Blick umsatzseitig mit fairen Multiplikatoren bezahlt. Mit einem 2005er KUV von 1,72 liegt sie unter dem Durchschnitt von 1,82. Berücksichtigt man jedoch den hohen Cash-Bestand, der im Aktienkurs eingepreist ist, würde sich ein deutlich niedrigerer Multiplikator ergeben. Selbiges ergibt sich für das KGV, das für den betrachteten Zeitraum deutlich über den ermittelten Durchschnittswerten liegt. Verstärkt wird dieses durch das lediglich ausgeglichen erwartete Ergebnis je Aktie im aktuellen Geschäftsjahr. Die weiterhin hohen Investitionen in F&E sowie den Vertrieb belasten zudem das Ergebnis. Insbesondere bei rückläufigem Umsatz wird dieser Effekt noch verstärkt. Die F&E Investitionen belaufen sich in 2005 auf geschätzte 22% des Umsatzes und liegen damit deutlich über den in der Branche üblichen Werten.

EV-Vergleichsanalyse

Die Bilanz der ATOSS Software AG ist geprägt von einem hohen Cash-Bestand, der dem betriebsnotwendigen Vermögen nicht zuzurechnen ist. Diesem Umstand trägt die EV-Vergleichsanalyse Rechnung, deren Basisdaten der folgenden Tabelle zu entnehmen sind:

EV Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen (EV-Analyse)										
	Kurs (LW)	Marktkap. in Mio. (LW)	EBIT in Mio. (LW)				CAGR: 04-07	EV-Basisdaten		
			2004	2005e	2006e	2007e		n. betriebsnotw. Verm.	Verb.	EV
FJH	4,64	38,14	-107,89	-9,147	1,15	6,997	-	12,3	20,09	45,94
IDS Scheer	16,93	540,83	32,826	33,127	46,667	58,18	21,02%	59,1	27,62	509,33
Nexus	4,35	59,68	-0,61	0,32	1,23	3,05	-	16,0	0,56	44,22
P&I	12,29	94,63	5,20	8,09	6,07	6,88	9,78%	33,8	0,19	61,03
ATOSS	8,10	32,86	1,23	-0,34	0,39	1,69	11,15%	24,9	0	7,97

Tabelle 7; Quelle: Bloomberg, SES Research

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

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

Enterprise Value Analyse								
Unternehmen	EV (Mio. €)	EV / EBIT			n. betriebsn. Verm. / Marktkap.	EV / Umsatz		
		05e	06e	07e		05e	06e	07e
FJH	45,94	-5,02	39,95	6,57	32,2%	0,88	0,84	0,77
IDS Scheer	509,33	15,38	10,91	8,75	10,9%	1,61	1,44	1,28
Nexus	44,22	138,19	35,95	14,50	26,8%	2,08	1,66	1,35
P&I	61,03	7,54	10,05	8,87	35,7%	1,33	1,25	1,17
Durchschnitt		39,02	24,22	9,67	26,4%	1,47	1,30	1,14
ATOSS	7,97	-23,10	20,35	4,73	75,7%	0,42	0,39	0,35

Tabelle 8; Quelle: Bloomberg, SES Research

Basisdaten des DCF Modells	
Prämissen Abzinsungsfaktor	
Risikoloser Zinssatz	3,20%
erw. Rendite des Portfolios	9,50%
Fremdkapital-Kostensatz nach Steuern	4,55%
Zielquote Fremdkapital	0,00%
Eigenkapital-Kostensatz	11,39%
Systematisches Risikomaß BETA	1,30
WACC	11,39%
Wachstumsraten Umsatz	
CAGR 04-09	3,93%
CAGR 09-19	5,87%
Wachstumsraten Free Cash Flow	
CAGR 04-09	-
CAGR 09-19	7,88%
Ewige Wachstumsrate	3,00%
EBIT-Margen	
2004	5,63%
2005e	-1,80%
Zielmarge ab 2010	10,00%

Tabelle 9; Quelle: SES Research

Es sticht sofort ins Auge, dass ATOSS über 24,9 Mio. € nicht betriebsnotwendige Mittel verfügt. Im Verhältnis zur Marktkapitalisierung entspricht dies 76%. Der Enterprise Value reduziert sich entsprechend auf 7,97 Mio. € und liegt erheblich unter den Werten der Peer-Group. Das durchschnittliche Verhältnis von nicht betriebsnotwendigen Mitteln zur Marktkapitalisierung liegt in der Peer Group bei 26%. Im EV/EBIT Multiplikator zeigt sich, dass ATOSS nach Greifen der Neuausrichtung des Vertriebs mit einem Multiplikator von 4,73 in 2007 vergleichsweise günstig bewertet ist. Dafür spricht auch ein Price/Book-Value Multiplikator von attraktiven 1,22 auf Basis der 2005er Halbjahreszahlen.

Betrachtet man den EV/Umsatz Multiplikator, der im Gegensatz zum KUV die nicht betriebsnotwendigen Mittel berücksichtigt, zeigt sich die deutliche Unterbewertung des Unternehmens. ATOSS liegt mit einem Wert von 0,42 deutlich unter dem Vergleichswert von 1,47. Eine Bewertung zu diesem Durchschnitt der Peer-Group würde einem Kurs von 13,09 € entsprechen.

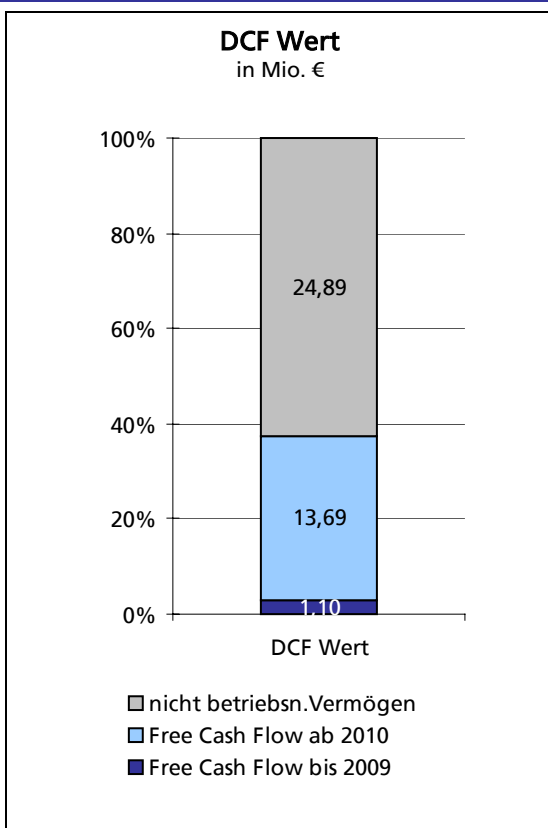
Auch im folgenden DCF-Modell weist ATOSS gegenüber der derzeitigen Marktkapitalisierung Bewertungsreserven auf.

DCF-Modell

Als zentralen Bewertungsansatz haben wir das DCF-Verfahren gewählt. Da wir langfristig keinen Fremdkapitalbedarf sehen, haben wir zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes den Eigenkapitalkostensatz herangezogen. Die zugrundegelegten Prämissen sind in nebenstehender Tabelle dargestellt.

Das von uns gewählte Szenario für ATOSS ist konservativ gehalten. Wir gehen zwar davon aus, dass der Ausbau des Vertriebs bereits in 2006 zu einem deutlichen Umsatzanstieg führt, sich die Früchte der Neuausrichtung aber erst in 2007 ernten lassen. Dementsprechend liegt die EBIT-Marge im aktuellen Jahr noch bei -1,80%, und wird nach 1,94% in 2006 bei 7,45% in 2007 erwartet. Langfristig planen wir mit einer Zielmarge von 10%.

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



Grafik 14; Quelle: SES Research

Dieses erscheint uns eine realistische Quote, da ATOSS in der Vergangenheit bereits EBIT-Margen in dieser Höhe erzielt hat. Insbesondere die Tatsache, dass Softwareunternehmen, wenn sie sich etabliert haben, tendenziell über den hohen Hebel des Lizenzgeschäftes mittelfristig höhere Margen erzielen, ist in unseren Prognosen nur sehr restriktiv berücksichtigt.

Zum ermittelten fairen Wert ist anzumerken, dass sich hierin auch (als nicht betriebsnotwendig eingestufte) liquide Mittel in Höhe von 26,4 Mio. € respektive gut 6,92 € je Aktie (bezogen auf die durchschnittlich im 1. HJ 2005 im Umlauf befindlichen Aktien), positiv bemerkbar machen. Wesentliche Verbindlichkeiten gibt es bei ATOSS nicht. Der DCF-Wert je Aktie basiert auf der verwässerten, durchschnittlich im 1. HJ 2005 im Umlauf befindlichen Aktienanzahl abzüglich der eigene Anteile.

Aus diesen zentralen Annahmen ergibt sich folgende Sensitivitätsanalyse:

Sensitivitätsanalyse							
Abzinsungs-faktor	ewige Wachstumsrate						
	1,50%	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%	4,50%
13,89%	9,13	9,18	9,22	9,24	9,27	9,31	9,39
12,89%	9,47	9,54	9,59	9,62	9,65	9,71	9,82
11,89%	9,87	9,96	10,04	10,08	10,12	10,21	10,37
11,39%	10,10	10,22	10,30	10,35	10,40	10,51	10,71
10,89%	10,36	10,50	10,60	10,66	10,72	10,86	11,10
9,89%	10,98	11,18	11,33	11,42	11,51	11,71	12,09
8,89%	11,78	12,07	12,31	12,44	12,58	12,91	13,54

Tabelle 10; Quelle: SES Research

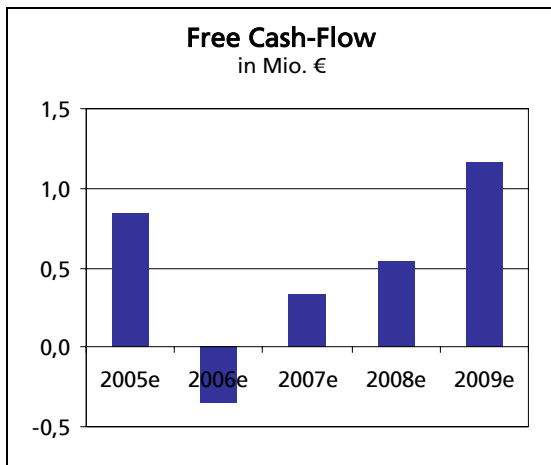
DCF-Modell ist aussagekräftigster Bewertungsansatz und zeigt Bewertungsreserven

Konklusion

Die aktuellen Probleme des Vertriebs führen zu wenig aussagekräftigen KGV und KUV Multiplikatoren. Ein entsprechender Vergleich führt zu falschen Rückschlüssen. Diesem trägt die EV-Analyse Rechnung und indiziert eine entsprechende Bewertungsreserve auf Basis des EV/EBIT Multiplikators für die 2007er Erwartungen. Unser DCF-Modell liefert einen fairen Wert je Aktie von 10,35 €. Grafik 14 zeigt, dass nur rund 40% dieses Wertes größeren Unsicherheiten unterliegen (der Rest ist nicht betriebsnotwendiges Vermögen).

In unserem DCF Modell ist ein Greifen der Neuausrichtung des Vertriebs berücksichtigt. Insbesondere die Aussage von ATOSS,

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



Grafik 15; Quelle: SES Research

dass Nachfrage im Markt vorhanden ist, sie aufgrund der Unzulänglichkeiten im Vertrieb diese jedoch nicht bedienen können, haben wir einfließen lassen. Trotzdem haben wir kein „blue sky Szenario“ sondern ein entsprechend konservatives Ertragszenario modelliert. Schließlich müssen sich die Anstrengungen der ATOSS im Vertrieb erst bewähren. Sollten die hausgemachten Probleme der ATOSS nicht im Geschäftsjahr 2006 behoben sein, müssen unsere Annahmen entsprechend angepasst werden. Jedoch begrenzen der hohe Finanzmittelbestand von 6,92 € und der günstige Price/Book-Value Multiplikator von 1,22 das Downside Potenzial.

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

Kennzahlen	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatz in Mio. €	21,8	19,1	20,2	22,6
Steigerung in % zum Vorjahr	-6,75%	-12,30%	5,43%	12,09%
je Aktie in €	5,37	4,72	4,96	5,54
KUV	1,51	1,72	1,63	1,46
EBITDA Mio. €	2,1	0,4	1,2	2,6
Steigerung in % zum Vorjahr	-38,02%	-79,15%	172,33%	116,12%
in % vom Umsatz	9,67%	2,30%	5,94%	11,45%
EBIT Mio. €	1,2	-0,3	0,4	1,7
Steigerung in % zum Vorjahr	-48,60%	-128,09%	-213,54%	330,50%
in % vom Umsatz	5,63%	-1,80%	1,94%	7,45%
EBT in Mio. €	1,7	0,2	0,9	2,2
in % vom Umsatz	-44,84%	-89,28%	396,41%	141,70%
Steuerquote (lfd. Steuern)	49,69%	106,48%	66,56%	45,00%
Net Income in Mio. €	0,9	0,0	0,3	1,2
in % vom Umsatz	4,02%	-0,06%	1,54%	5,45%
je Aktie in €	0,22	0,00	0,08	0,30
KGV	37,50	-2.714,46	106,26	26,80
Operativer Cash Flow in Mio. €	1,7	0,8	1,1	2,1
je Aktie in €	0,43	0,19	0,27	0,52
KCV	18,98	42,51	29,50	15,46
Dividende je Aktie in €	0,09	0,00	0,03	0,12
Rendite in %	1,07%	0,00%	0,38%	1,49%
Aktienanzahl in Mio. Stück	4,06	4,1	4,1	4,1

Tabelle 11; Quelle: SES RESEARCH

SES Research

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

Die SES Research GmbH und die mit ihr verbundenen Unternehmen sind bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Researchinstitute gemeldet.

Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

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



SES-Coverage

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

- 22.07.2005 ATOSS Software (AOF) News-Flash
- 09.06.2005 ATOSS Software (AOF) News-Flash - Ratingänderung
- 22.04.2005 ATOSS Software (AOF) News-Flash
- 17.03.2005 ATOSS Software (AOF) News-Flash
- 31.01.2005 ATOSS Software (AOF) News-Flash
- 25.10.2004 ATOSS Software (AOF) News-Flash

Strategie				
--	-	0	+	++

Bewertung				
--	-	0	+	++

Performance innerhalb Branche		
Under	Neutral	Out

Performance gegenüber Index		
Under	Market	Out

(neu) ■ (alt) ■

Kooperationspartner



Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

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

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

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

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

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH unterliegt als Finanzdienstleistungsinstitut der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Disclaimer

Dieses Dokument richtet sich **ausschließlich an institutionelle Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland** und dient **ausschließlich der Information**. Es stellt keine Aufforderung zu irgendeiner Transaktion irgendeines Wertpapiers dar. **Mit dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation.** Der Geschäftserfolg der SES basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Investmentbankingaktivitäten und verwandten Dienstleistungen, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die SES Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen im Namen der Emittenten abzugeben. Es muss jedoch davon ausgegangen werden, dass Kommentierungen des Unternehmens im Rahmen der Erstellung dieser Publikation berücksichtigt wurden oder dass diese die zukünftige Meinungsbildung beeinflussen werden. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit jedoch **keine Garantie** übernommen werden kann. Das Dokument wurde von den namentlich bezeichneten Analysten im Auftrag der SES Research GmbH erstellt. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Eine **Haftung** des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen ist ausgeschlossen. Alle Empfehlungen sind unverbindlich und stellen keine auf eine individuelle Anlagestrategie bezogene Anlageberatung dar. Dieses Dokument stellt **keine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Handel** irgendeines Wertpapiers oder Derivates dar. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem **begrenzten Empfängerkreis** zugänglich gemacht. Die Weitergabe dieser Publikation an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, der Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder Teilen des Inhalts ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung zulässig.

Die SES Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Gesellschafter, Führungskräfte, Kooperationspartner, ihre Kunden und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in den in dieser Publikation beschriebenen Wertpapieren und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesen Wertpapieren basieren oder andere Investments, die sich auf in dieser Publikation veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.