

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 24,50** (alt: 22,00)

**Kurs** EUR 18,99  
**Bloomberg** AOF GR  
**Reuters** AOFG  
**Branche** Software/IT

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



Aktien Daten: 30.01.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 75,5 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 53,2 Mio.  
**Buchwert:** EUR 20,6 Mio.  
**Aktienanzahl:** 4,0 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 34,1 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Gründer Familie 56,4 %  
 Free Float 43,6 %

**Termine:**  
 Zahlen 2011 12.03.12  
 HV 20.04.12  
 Vorl. Zahlen Q1 25.04.12  
 Zahlen Q1 16.05.12

| Änderung      | 2011e |     | 2012e |     | 2013e |     |
|---------------|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
|               | alt   | Δ%  | alt   | Δ%  | alt   | Δ%  |
| <b>Umsatz</b> | 31,1  | 1,4 | 33,3  | 1,4 | 35,6  | 1,4 |
| <b>EBIT</b>   | 7,0   | 3,9 | 7,5   | 3,9 | 8,1   | 3,9 |
| <b>EPS</b>    | 1,33  | 7,5 | 1,38  | 8,0 | 1,47  | 7,5 |

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 01.02.2012  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

**Beste Perspektiven**

Am 31.01.12 gab die ATOSS Software AG die **vorläufigen Geschäftszahlen** für das vierte Quartal respektive das Geschäftsjahr 2011 bekannt. Diese lagen oberhalb der Erwartung (WR). Demnach gelang es dem Unternehmen zum sechsten Mal infolge moderat zu wachsen und somit erneut Rekordzahlen vorzulegen.

**ATOSS Software - Q4 2011**

| Angaben in Mio. EUR | Q4/11 | Q4/11e | Q4/10 | yoy   | 2011  | 2011e | 2010  | yoy   |
|---------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Umsatz</b>       | 8,3   | 7,8    | 7,9   | 5,2%  | 31,6  | 31,1  | 29,3  | 7,7%  |
| <b>EBITDA</b>       | 2,1   | 1,7    | 2,0   | 4,7%  | 7,8   | 7,4   | 7,3   | 6,9%  |
| <i>Marge</i>        | 25,2% | 21,7%  | 25,3% |       | 24,7% | 23,8% | 24,9% |       |
| <b>EBIT</b>         | 1,8   | 1,5    | 1,5   | 19,0% | 7,3   | 7,0   | 6,8   | 6,9%  |
| <i>Marge</i>        | 22,2% | 19,5%  | 19,6% |       | 23,2% | 22,5% | 23,3% |       |
| <b>EPS in EUR</b>   | 0,30  | 0,20   | 0,25  | 20,0% | 1,43  | 1,33  | 1,21  | 18,2% |

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

**Ausgesprochen stark fiel der Auftragseingang bei Softwarelizenzen aus**, der zum Bilanzstichtag mit EUR 6,9 Mio. um 9% über dem Vorjahresniveau lag. Allein im vierten Quartal verzeichnete ATOSS Auftragseingänge in Höhe von EUR 2,1 Mio. Der Auftragsbestand zum Jahresende stieg um 7% gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert (EUR 3,1 Mio.) an. Die Aufträge wurden weiterhin hauptsächlich im deutschsprachigen Raum gewonnen (Auslandsanteil 2011: 9%). Dem Unternehmen gelingt es hier seit Jahren seinen Marktanteil stetig auszubauen. Er dürfte nun in der relevanten Zielgruppe bei 15%-20% liegen. Bei Lösungen für den Handel liegt er etwas darüber. Damit wird klar, dass ATOSS auch für die kommenden Jahre Potenzial für moderates Wachstum aufweist.

**Auf Basis eines guten Auftragsbestandes bei den Softwarelizenzen erscheint in 2012 erneut ein Rekordjahr wahrscheinlich.** Aufgrund einer sehr vorsichtigen Buchung von Erträgen über deren Projektlaufzeit ist die Visibilität der Zahlen dabei unverändert hoch. Die Prognosen für 2012ff werden leicht angehoben.

**Höhere Dividende:** Anzumerken ist zudem, dass auch die Dividende für 2011 voraussichtlich höher ausfallen wird, als zunächst erwartet (WR: EUR 0,67). Bei einer antizipierten Ausschüttungsquote von 50% erscheinen rund EUR 0,70 realistisch. Über die Dividende wird auf der Aufsichtsratssitzung am 06.03.12 entschieden.

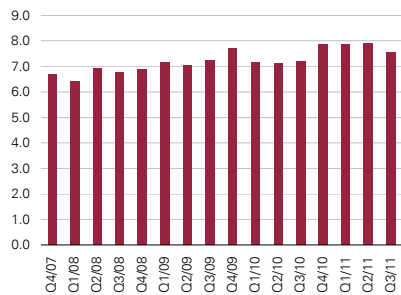
**Vor dem Hintergrund der guten Perspektiven und der leicht erhöhten Prognosen, wird das Kursziel auf EUR 24,50 (22) erhöht. Die Einschätzung für die Aktie lautet weiter Kaufen.**

**Geschäftsjahresende:**

| 31.12. in EUR Mio                | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011e  | 2012e  | 2013e  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Umsatz</b>                    | 24,4   | 26,9   | 29,1   | 29,3   | 31,6   | 33,8   | 36,2   |
| <i>Veränderung Umsatz yoy</i>    | 11,1 % | 10,3 % | 8,0 %  | 0,8 %  | 7,7 %  | 7,0 %  | 7,0 %  |
| <b>Bruttoergebnis</b>            | 16,5   | 18,1   | 19,4   | 20,0   | 21,2   | 22,6   | 24,2   |
| <i>Bruttomarge</i>               | 67,7 % | 67,1 % | 66,7 % | 68,1 % | 67,0 % | 67,0 % | 67,0 % |
| <b>EBITDA</b>                    | 4,2    | 5,4    | 5,9    | 7,3    | 7,8    | 8,3    | 8,8    |
| <i>EBITDA-Marge</i>              | 17,2 % | 20,1 % | 20,3 % | 24,9 % | 24,7 % | 24,5 % | 24,5 % |
| <b>EBIT</b>                      | 3,7    | 5,0    | 5,5    | 6,8    | 7,3    | 7,8    | 8,4    |
| <i>EBIT-Marge</i>                | 15,3 % | 18,7 % | 19,0 % | 23,3 % | 23,2 % | 23,2 % | 23,2 % |
| <b>Jahresüberschuss</b>          | 2,5    | 3,5    | 4,0    | 4,8    | 5,7    | 5,9    | 6,3    |
| <b>EPS</b>                       | 0,63   | 0,88   | 1,00   | 1,21   | 1,43   | 1,49   | 1,58   |
| <b>Free Cash Flow je Aktie</b>   | 0,87   | 0,51   | 1,77   | 0,83   | 0,74   | 1,45   | 1,55   |
| <b>Dividende</b>                 | 0,31   | 0,44   | 0,50   | 0,60   | 0,72   | 0,75   | 0,79   |
| <i>Dividendenrendite</i>         | 1,6 %  | 2,3 %  | 2,6 %  | 3,2 %  | 3,8 %  | 3,9 %  | 4,2 %  |
| <b>EV/Umsatz</b>                 | 2,3    | 2,1    | 1,9    | 1,9    | 1,8    | 1,6    | 1,4    |
| <b>EV/EBITDA</b>                 | 13,5   | 10,4   | 9,6    | 7,8    | 7,2    | 6,4    | 5,7    |
| <b>EV/EBIT</b>                   | 15,2   | 11,2   | 10,3   | 8,3    | 7,7    | 6,8    | 6,0    |
| <b>KGV</b>                       | 30,1   | 21,6   | 19,0   | 15,7   | 13,3   | 12,7   | 12,0   |
| <b>ROCE</b>                      | 34,3 % | 39,8 % | 36,5 % | 38,0 % | 35,0 % | 32,6 % | 30,7 % |
| <b>Adj. Free Cash Flow Yield</b> | 6,8 %  | 9,0 %  | 9,8 %  | 12,1 % | 13,1 % | 14,7 % | 16,8 % |

**Entwicklung Umsatz**

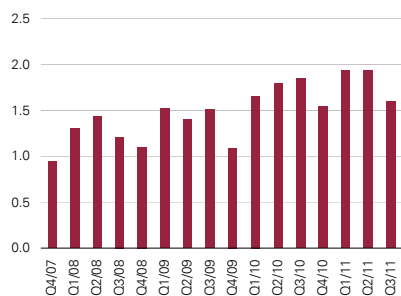
in EUR Mio.



Quelle: ATOSS Software

**Entwicklung EBIT**

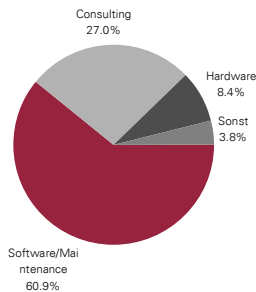
in EUR Mio.



Quelle: ATOSS Software

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**

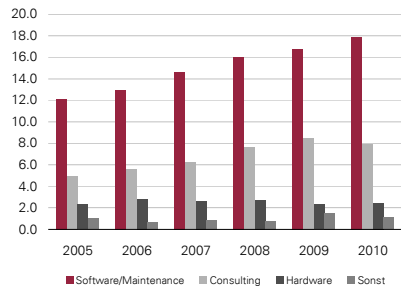
2010



Quelle: ATOSS Software

**Umsaufteilung nach Bereichen**

in EUR Mio.



Quelle: ATOSS Software

**Unternehmenshintergrund**

Die ATOSS Software AG ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes. ATOSS optimiert mit ihren Lösungen Personalprozesse bei Unternehmen 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.

**Wettbewerbsqualität**

Im Wettbewerb profitiert ATOSS vor allem von folgenden wesentlichen Stärken:

- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie)
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (Länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen)
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an Hardware- oder große Softwarehersteller)
- Die Lösungen der ATOSS sind hochgradig kompatibel (z.B. nahtlose Integration in ERP-Systeme möglich)
- Die finanzielle Stabilität und Bilanzqualität der ATOSS ist exzellent.
- ATOSS ist ein relativ großer Anbieter (im Vergleich zum Wettbewerb mit vielen deutlich kleineren Anbietern, der bei ATOSS durchaus bedeutend ist)

**Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS**

in EUR Mio.

|   | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011e       | 2012e       | 2013e       |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Umsatz</b>   | <b>24,4</b> | <b>26,9</b> | <b>29,1</b> | <b>29,3</b> | <b>31,6</b> | <b>33,8</b> | <b>36,2</b> |
| Herstellungskosten  | 7,9         | 8,9         | 9,7         | 9,4         | 10,4        | 11,1        | 11,9        |
| <b>Bruttoergebnis</b>   | <b>16,5</b> | <b>18,1</b> | <b>19,4</b> | <b>20,0</b> | <b>21,2</b> | <b>22,6</b> | <b>24,2</b> |
| Forschung und Entwicklung   | 4,6         | 5,1         | 5,6         | 6,0         | 5,8         | 6,2         | 6,7         |
| Vertriebskosten   | 5,8         | 5,6         | 5,8         | 4,8         | 5,7         | 6,1         | 6,5         |
| Verwaltungskosten   | 2,5         | 2,7         | 2,5         | 2,5         | 2,7         | 2,8         | 3,0         |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen                        | 0,1         | 0,3         | 0,0         | 0,1         | 0,3         | 0,3         | 0,4         |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <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>EBITDA</b>   | <b>4,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,3</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,3</b>  | <b>8,8</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| <b>EBITA</b>  | <b>3,9</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,4</b>  | <b>7,9</b>  | <b>8,4</b>  |
| Abschreibungen auf iAV  | 0,1         | 0,1         | 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>3,7</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,3</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,4</b>  |
| Zinserträge   | 0,5         | 0,6         | 0,4         | 0,2         | 1,2         | 1,0         | 1,0         |
| Zinsaufwendungen  | 0,1         | 0,5         | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Finanzergebnis  | 0,4         | 0,1         | 0,3         | 0,1         | 1,1         | 0,9         | 0,9         |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>4,2</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,0</b>  | <b>8,4</b>  | <b>8,7</b>  | <b>9,3</b>  |
| AO-Beitrag  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBT</b>  | <b>4,2</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,0</b>  | <b>8,4</b>  | <b>8,7</b>  | <b>9,3</b>  |
| Steuern gesamt  | 1,7         | 1,6         | 1,9         | 2,2         | 2,7         | 2,8         | 3,0         |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>2,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,3</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>2,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,3</b>  |
| Minority interest   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss</b>   | <b>2,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,3</b>  |

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

**Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS**

in % vom Umsatz

|   | 2007           | 2008           | 2009           | 2010           | 2011e          | 2012e          | 2013e          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <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  | 32,3 %         | 32,9 %         | 33,3 %         | 31,9 %         | 33,0 %         | 33,0 %         | 33,0 %         |
| <b>Bruttoergebnis</b>   | <b>67,7 %</b>  | <b>67,1 %</b>  | <b>66,7 %</b>  | <b>68,1 %</b>  | <b>67,0 %</b>  | <b>67,0 %</b>  | <b>67,0 %</b>  |
| Forschung und Entwicklung   | 19,0 %         | 19,0 %         | 19,4 %         | 20,3 %         | 18,5 %         | 18,5 %         | 18,5 %         |
| Vertriebskosten   | 23,6 %         | 20,7 %         | 19,9 %         | 16,2 %         | 18,0 %         | 18,0 %         | 18,0 %         |
| Verwaltungskosten   | 10,4 %         | 9,8 %          | 8,5 %          | 8,7 %          | 8,4 %          | 8,4 %          | 8,4 %          |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen                        | 0,5 %          | 1,2 %          | 0,1 %          | 0,5 %          | 1,0 %          | 1,0 %          | 1,0 %          |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <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>EBITDA</b>   | <b>17,2 %</b>  | <b>20,2 %</b>  | <b>20,3 %</b>  | <b>24,9 %</b>  | <b>24,7 %</b>  | <b>24,5 %</b>  | <b>24,5 %</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 1,4 %          | 1,1 %          | 1,0 %          | 1,2 %          | 1,2 %          | 1,1 %          | 1,1 %          |
| <b>EBITA</b>  | <b>15,9 %</b>  | <b>19,1 %</b>  | <b>19,3 %</b>  | <b>23,6 %</b>  | <b>23,5 %</b>  | <b>23,4 %</b>  | <b>23,4 %</b>  |
| Abschreibungen auf iAV  | 0,6 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,2 %          | 0,2 %          |
| Goodwill-Abschreibung   | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>EBIT</b>   | <b>15,3 %</b>  | <b>18,7 %</b>  | <b>19,0 %</b>  | <b>23,3 %</b>  | <b>23,2 %</b>  | <b>23,2 %</b>  | <b>23,2 %</b>  |
| Zinserträge   | 2,0 %          | 2,3 %          | 1,3 %          | 0,7 %          | 3,8 %          | 3,0 %          | 2,8 %          |
| Zinsaufwendungen  | 0,2 %          | 2,0 %          | 0,1 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,3 %          |
| Finanzergebnis  | 1,8 %          | 0,3 %          | 1,2 %          | 0,4 %          | 3,5 %          | 2,7 %          | 2,5 %          |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>17,1 %</b>  | <b>19,0 %</b>  | <b>20,1 %</b>  | <b>23,7 %</b>  | <b>26,6 %</b>  | <b>25,8 %</b>  | <b>25,6 %</b>  |
| AO-Beitrag  | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>EBT</b>  | <b>17,1 %</b>  | <b>19,0 %</b>  | <b>20,1 %</b>  | <b>23,7 %</b>  | <b>26,6 %</b>  | <b>25,8 %</b>  | <b>25,6 %</b>  |
| Steuern gesamt  | 6,8 %          | 6,0 %          | 6,5 %          | 7,4 %          | 8,7 %          | 8,3 %          | 8,2 %          |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>10,2 %</b>  | <b>13,0 %</b>  | <b>13,6 %</b>  | <b>16,4 %</b>  | <b>18,0 %</b>  | <b>17,6 %</b>  | <b>17,4 %</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>10,2 %</b>  | <b>13,0 %</b>  | <b>13,6 %</b>  | <b>16,4 %</b>  | <b>18,0 %</b>  | <b>17,6 %</b>  | <b>17,4 %</b>  |
| Minority interest   | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Jahresüberschuss</b>   | <b>10,2 %</b>  | <b>13,0 %</b>  | <b>13,6 %</b>  | <b>16,4 %</b>  | <b>18,0 %</b>  | <b>17,6 %</b>  | <b>17,4 %</b>  |

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

**Bilanz ATOSS**

in EUR Mio.

|  | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011e       | 2012e       | 2013e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                              |             |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | -0,1        |
| davon übrige imm. VG                       | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | -0,1        |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sachanlagen                                | 0,5         | 0,6         | 0,8         | 2,8         | 4,9         | 4,9         | 4,9         |
| Finanzanlagen                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>0,7</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,9</b>  | <b>2,9</b>  | <b>5,0</b>  | <b>4,9</b>  | <b>4,8</b>  |
| Vorräte                                    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 2,8         | 3,5         | 4,3         | 3,1         | 3,8         | 4,1         | 4,4         |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 0,6         | 1,3         | 1,2         | 1,1         | 1,7         | 1,9         | 2,1         |
| Liquide Mittel                             | 13,5        | 14,0        | 19,3        | 20,7        | 21,3        | 24,2        | 27,4        |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>17,0</b> | <b>18,7</b> | <b>24,8</b> | <b>24,8</b> | <b>26,8</b> | <b>30,2</b> | <b>33,9</b> |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                | <b>17,6</b> | <b>19,4</b> | <b>25,7</b> | <b>27,8</b> | <b>31,7</b> | <b>35,1</b> | <b>38,7</b> |
| <b>Passiva</b>                             |             |             |             |             |             |             |             |
| Gezeichnetes Kapital                       | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         |
| Kapitalrücklage                            | -0,1        | -0,2        | -0,3        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        |
| Gewinnrücklagen                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | 6,6         | 8,7         | 11,0        | 13,9        | 16,9        | 20,1        | 23,5        |
| Buchwert                                   | 10,5        | 12,5        | 14,7        | 17,6        | 20,6        | 23,7        | 27,2        |
| Anteile Dritter                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>10,5</b> | <b>12,5</b> | <b>14,7</b> | <b>17,6</b> | <b>20,6</b> | <b>23,7</b> | <b>27,2</b> |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 1,2         | 1,2         | 1,9         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |
| Rückstellungen gesamt                      | 5,0         | 4,5         | 5,7         | 2,8         | 2,9         | 3,0         | 3,1         |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 0,4         | 0,2         | 0,7         | 0,8         | 0,8         | 0,9         | 1,0         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 1,7         | 2,2         | 4,6         | 6,6         | 7,4         | 7,4         | 7,4         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>7,2</b>  | <b>7,0</b>  | <b>11,0</b> | <b>10,3</b> | <b>11,2</b> | <b>11,4</b> | <b>11,6</b> |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>               | <b>17,6</b> | <b>19,4</b> | <b>25,7</b> | <b>27,8</b> | <b>31,7</b> | <b>35,1</b> | <b>38,7</b> |

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

**Bilanz ATOSS**

in % der Bilanzsumme

|  | 2007           | 2008           | 2009           | 2010           | 2011e          | 2012e          | 2013e          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktiva</b>                              |                |                |                |                |                |                |                |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 0,9 %          | 0,7 %          | 0,4 %          | 0,5 %          | 0,1 %          | -0,1 %         | -0,3 %         |
| davon übrige imm. VG                       | 0,9 %          | 0,7 %          | 0,4 %          | 0,5 %          | 0,1 %          | -0,1 %         | -0,3 %         |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Sachanlagen                                | 3,0 %          | 2,9 %          | 3,1 %          | 10,1 %         | 15,5 %         | 14,1 %         | 12,8 %         |
| Finanzanlagen                              | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>3,9 %</b>   | <b>3,6 %</b>   | <b>3,5 %</b>   | <b>10,6 %</b>  | <b>15,6 %</b>  | <b>14,0 %</b>  | <b>12,5 %</b>  |
| Vorräte                                    | 0,2 %          | 0,1 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 16,1 %         | 17,8 %         | 16,7 %         | 11,0 %         | 12,0 %         | 11,7 %         | 11,4 %         |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 3,6 %          | 6,6 %          | 4,6 %          | 3,8 %          | 5,4 %          | 5,4 %          | 5,4 %          |
| Liquide Mittel                             | 76,5 %         | 72,2 %         | 75,2 %         | 74,4 %         | 67,1 %         | 68,9 %         | 70,7 %         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>96,4 %</b>  | <b>96,6 %</b>  | <b>96,5 %</b>  | <b>89,3 %</b>  | <b>84,4 %</b>  | <b>86,0 %</b>  | <b>87,5 %</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                       | 22,9 %         | 20,8 %         | 15,7 %         | 14,5 %         | 12,7 %         | 11,5 %         | 10,4 %         |
| Kapitalrücklage                            | -0,8 %         | -1,3 %         | -1,2 %         | -1,4 %         | -1,2 %         | -1,1 %         | -1,0 %         |
| Gewinnrücklagen                            | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | 37,4 %         | 44,8 %         | 42,8 %         | 50,1 %         | 53,4 %         | 57,2 %         | 60,7 %         |
| Buchwert                                   | 59,5 %         | 64,3 %         | 57,2 %         | 63,2 %         | 64,9 %         | 67,6 %         | 70,2 %         |
| Anteile Dritter                            | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>59,5 %</b>  | <b>64,3 %</b>  | <b>57,2 %</b>  | <b>63,2 %</b>  | <b>64,9 %</b>  | <b>67,6 %</b>  | <b>70,2 %</b>  |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 6,9 %          | 6,1 %          | 7,3 %          | 6,3 %          | 5,5 %          | 5,0 %          | 4,5 %          |
| Rückstellungen gesamt                      | 28,5 %         | 23,2 %         | 22,3 %         | 10,1 %         | 9,2 %          | 8,6 %          | 8,1 %          |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 0,2 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,3 %          | 0,2 %          | 0,2 %          | 0,2 %          |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 2,5 %          | 1,2 %          | 2,7 %          | 2,8 %          | 2,5 %          | 2,6 %          | 2,6 %          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 9,5 %          | 11,5 %         | 17,8 %         | 23,7 %         | 23,3 %         | 21,1 %         | 19,1 %         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>40,8 %</b>  | <b>36,0 %</b>  | <b>42,8 %</b>  | <b>36,9 %</b>  | <b>35,3 %</b>  | <b>32,4 %</b>  | <b>29,9 %</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), Warburg Research (Schätzungen)

## Kapitalflussrechnung ATOSS

in EUR Mio.

|  | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011e       | 2012e       | 2013e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | 2,5         | 3,5         | 4,0         | 4,8         | 5,7         | 5,9         | 6,3         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Amortisation Goodwill                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände   | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen          | 0,0         | 0,0         | 0,7         | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,0         | 0,1         | 2,9         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow</b>                                 | <b>2,9</b>  | <b>4,0</b>  | <b>8,0</b>  | <b>5,1</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,4</b>  | <b>6,8</b>  |
| Veränderung Vorräte                              | 0,0         | -0,6        | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | 0,8         | -0,6        | -0,8        | 1,2         | -0,7        | -0,3        | -0,3        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | -0,1        | -0,2        | 0,5         | 0,1         | 0,0         | 0,1         | 0,1         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | 0,4         | -0,1        | -0,1        | -0,7        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital                      | 1,2         | -1,5        | -0,4        | 0,7         | -0,7        | -0,2        | -0,2        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>        | <b>4,2</b>  | <b>2,5</b>  | <b>7,6</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,4</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,6</b>  |
| CAPEX  | -0,7        | -0,4        | -0,6        | -2,5        | -2,5        | -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         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>       | <b>-0,7</b> | <b>-0,4</b> | <b>-0,6</b> | <b>-2,5</b> | <b>-2,5</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                                | -1,0        | -1,2        | -1,7        | -2,0        | -2,4        | -2,9        | -3,0        |
| Erwerb eigener Aktien                            | 0,0         | -0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kapitalmaßnahmen                                 | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstiges  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>      | <b>-0,8</b> | <b>-1,5</b> | <b>-1,7</b> | <b>-1,9</b> | <b>-2,4</b> | <b>-2,9</b> | <b>-3,0</b> |
| Veränderung liquide Mittel                       | 2,7         | 0,6         | 5,3         | 1,4         | 0,6         | 2,9         | 3,2         |
| <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>13,5</b> | <b>14,0</b> | <b>19,3</b> | <b>20,7</b> | <b>21,3</b> | <b>24,2</b> | <b>27,4</b> |

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

**Kennzahlen ATOSS**

|  | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011e    | 2012e    | 2013e    |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Operative Effizienz</b>               |          |          |          |          |          |          |          |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz       | 52,5 %   | 48,4 %   | 47,7 %   | 44,8 %   | 43,9 %   | 43,9 %   | 43,9 %   |
| Umsatz je Mitarbeiter                    | 125.241  | 125.902  | 128.137  | 120.634  | 123.751  | 126.108  | 128.510  |
| EBITDA je Mitarbeiter                    | 21.569   | 25.369   | 26.004   | 29.992   | 30.542   | 30.833   | 31.421   |
| EBIT-Marge                               | 15,3 %   | 18,7 %   | 19,0 %   | 23,3 %   | 23,2 %   | 23,2 %   | 23,2 %   |
| EBITDA / Operating Assets                | 142,9 %  | 143,2 %  | 134,2 %  | 143,0 %  | 98,5 %   | 101,4 %  | 105,9 %  |
| ROA                                      | 367,8 %  | 505,8 %  | 437,3 %  | 162,7 %  | 114,5 %  | 120,6 %  | 130,0 %  |
| <b>Kapitaleffizienz</b>                  |          |          |          |          |          |          |          |
| Plant Turnover                           | 46,1     | 48,7     | 36,6     | 10,4     | 6,4      | 6,8      | 7,3      |
| Operating Assets Turnover                | 8,3      | 7,1      | 6,6      | 5,8      | 4,0      | 4,1      | 4,3      |
| Capital Employed Turnover                | 2,1      | 2,0      | 1,8      | 1,5      | 1,4      | 1,3      | 1,2      |
| <b>Kapitalverzinsung</b>                 |          |          |          |          |          |          |          |
| ROCE                                     | 34,3 %   | 39,8 %   | 36,5 %   | 38,0 %   | 35,0 %   | 32,6 %   | 30,7 %   |
| EBITDA / Avg. Capital Employed           | 38,7 %   | 42,8 %   | 39,0 %   | 40,5 %   | 37,3 %   | 34,5 %   | 32,4 %   |
| ROE                                      | 23,9 %   | 28,2 %   | 27,0 %   | 27,3 %   | 27,6 %   | 25,0 %   | 23,2 %   |
| Jahresüberschuss / Avg. EK               | 26,1 %   | 30,6 %   | 29,2 %   | 29,7 %   | 29,8 %   | 26,8 %   | 24,8 %   |
| Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK | 26,1 %   | 30,6 %   | 29,2 %   | 29,7 %   | 29,8 %   | 26,8 %   | 24,8 %   |
| ROIC                                     | 15,1 %   | 18,8 %   | 16,3 %   | 21,0 %   | 21,9 %   | 20,3 %   | 19,2 %   |
| <b>Solvanz</b>                           |          |          |          |          |          |          |          |
| Nettoverschuldung                        | -13,4    | -14,0    | -19,3    | -20,6    | -21,2    | -24,1    | -27,3    |
| Net Gearing                              | -128,3 % | -112,1 % | -131,2 % | -117,4 % | -103,0 % | -101,5 % | -100,5 % |
| Buchwert EK / Buchwert Finanzv.          | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     |
| Current ratio                            | 8,0      | 7,6      | 4,7      | 3,4      | 3,3      | 3,6      | 4,0      |
| Acid Test Ratio                          | 2,4      | 2,7      | 2,3      | 2,4      | 2,4      | 2,7      | 2,9      |
| EBITDA / Zinsaufwand                     | 79,4     | 10,0     | 178,9    | 81,0     | 77,9     | 82,6     | 88,4     |
| Netto Zinsdeckung                        | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| <b>Kapitalfluss</b>                      |          |          |          |          |          |          |          |
| Free Cash Flow                           | 3,5      | 2,1      | 7,0      | 3,3      | 3,0      | 5,8      | 6,2      |
| Free Cash Flow / Umsatz                  | 14,2 %   | 7,6 %    | 24,1 %   | 11,3 %   | 9,4 %    | 17,1 %   | 17,1 %   |
| Adj. Free Cash Flow                      | 3,9      | 5,1      | 5,6      | 6,9      | 7,4      | 7,8      | 8,4      |
| Adj. Free Cash Flow / Umsatz             | 8,5 %    | 10,9 %   | 12,5 %   | 15,7 %   | 14,3 %   | 14,6 %   | 14,8 %   |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss        | 139,0 %  | 58,5 %   | 176,8 %  | 68,8 %   | 52,0 %   | 97,3 %   | 97,9 %   |
| Zinserträge / Avg. Cash                  | 4,1 %    | 4,5 %    | 2,2 %    | 1,0 %    | 5,7 %    | 4,4 %    | 3,9 %    |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                  | 90,6 %   | 1816,7 % | 137,5 %  | 191,5 %  | 142,9 %  | 142,9 %  | 142,9 %  |
| Ausschüttungsquote                       | 49,3 %   | 50,0 %   | 49,9 %   | 49,6 %   | 50,4 %   | 50,3 %   | 49,8 %   |
| <b>Mittelverwendung</b>                  |          |          |          |          |          |          |          |
| Investitionsquote                        | 2,8 %    | 1,7 %    | 2,1 %    | 8,5 %    | 7,9 %    | 1,2 %    | 1,1 %    |
| Maint. Capex / Umsatz                    | 1,4 %    | 1,3 %    | 1,2 %    | 1,5 %    | 1,4 %    | 1,3 %    | 1,2 %    |
| CAPEX / Abschreibungen                   | 141,6 %  | 117,0 %  | 156,1 %  | 553,6 %  | 515,6 %  | 91,1 %   | 85,1 %   |
| Avg. Working Capital / Umsatz            | 11,4 %   | 10,5 %   | 11,8 %   | 10,0 %   | 8,4 %    | 9,2 %    | 9,1 %    |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL  | 635,2 %  | 1528,8 % | 625,0 %  | 388,8 %  | 475,0 %  | 455,6 %  | 440,0 %  |
| Inventory processing period (Tage)       | 0,4      | 0,1      | 0,1      | 0,1      | 0,3      | 0,3      | 0,3      |
| Receivables collection period (Tage)     | 42,3     | 46,8     | 53,7     | 38,2     | 44,0     | 44,0     | 44,0     |
| Payables payment period (Tage)           | 6,7      | 3,1      | 8,6      | 9,8      | 9,8      | 9,8      | 9,8      |
| Cash conversion cycle (Tage)             | 36,1     | 43,9     | 45,2     | 28,5     | 34,5     | 34,5     | 34,5     |
| <b>Bewertung</b>                         |          |          |          |          |          |          |          |
| Dividendenrendite                        | 1,6 %    | 2,3 %    | 2,6 %    | 3,2 %    | 3,8 %    | 3,9 %    | 4,2 %    |
| P/B                                      | 7,2      | 6,1      | 5,1      | 4,3      | 3,7      | 3,2      | 2,8      |
| EV/sales                                 | 2,3      | 2,1      | 1,9      | 1,9      | 1,8      | 1,6      | 1,4      |
| EV/EBITDA                                | 13,5     | 10,4     | 9,6      | 7,8      | 7,2      | 6,4      | 5,7      |
| EV/EBIT                                  | 15,2     | 11,2     | 10,3     | 8,3      | 7,7      | 6,8      | 6,0      |
| EV/FCF                                   | 16,3     | 27,6     | 8,1      | 17,2     | 19,0     | 9,2      | 8,1      |
| P/E                                      | 30,1     | 21,6     | 19,0     | 15,7     | 13,3     | 12,7     | 12,0     |
| P/CF                                     | 25,7     | 19,0     | 9,5      | 14,9     | 12,3     | 11,9     | 11,1     |
| Adj. Free Cash Flow Yield                | 6,8 %    | 9,0 %    | 9,8 %    | 12,1 %   | 13,1 %   | 14,7 %   | 16,8 %   |

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

### Free Cash Flow Yield - ATOSS Software

| Angaben in Mio. EUR                            | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011e        | 2012e        | 2013e        |              |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss                               | 2.5          | 3.5          | 4.0          | 4.8          | 5.7          | 5.9          | 6.3          |              |
| + Abschreibung + Amortisation                  | 0.5          | 0.4          | 0.4          | 0.5          | 0.5          | 0.4          | 0.5          |              |
| - Zinsergebnis (netto)                         | 0.4          | 0.1          | 0.3          | 0.1          | 1.1          | 0.9          | 0.9          |              |
| + Steuern                                      | 1.7          | 1.6          | 1.9          | 2.2          | 2.7          | 2.8          | 3.0          |              |
| - Erhaltungsinvestitionen                      | 0.4          | 0.4          | 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>3.9</b>   | <b>5.1</b>   | <b>5.6</b>   | <b>6.9</b>   | <b>7.4</b>   | <b>7.8</b>   | <b>8.4</b>   |              |
| Adjustierter Free Cash Flow Yield              | 6.8%         | 9.0%         | 9.8%         | 12.1%        | 13.1%        | 14.7%        | 16.8%        |              |
| Fairer Free Cash Flow Yield                    | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        |              |
| <b>= Enterprise Value</b>                      | <b>56.6</b>  | <b>56.6</b>  | <b>56.6</b>  | <b>56.6</b>  | <b>56.1</b>  | <b>53.2</b>  | <b>50.0</b>  |              |
| <b>= Fairer Enterprise Value</b>               | <b>38.6</b>  | <b>50.8</b>  | <b>55.5</b>  | <b>68.6</b>  | <b>73.6</b>  | <b>78.3</b>  | <b>84.1</b>  |              |
| - Nettoverschuldung (Cash)                     | -20.6        | -20.6        | -20.6        | -20.6        | -21.2        | -24.1        | -27.3        |              |
| - Pensionsverbindlichkeiten                    | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.7          |              |
| - Sonstige                                     | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |              |
| <b>= Faire Marktkapitalisierung</b>            | <b>57.4</b>  | <b>69.7</b>  | <b>74.4</b>  | <b>87.5</b>  | <b>93.1</b>  | <b>100.7</b> | <b>109.6</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>14.44</b> | <b>17.52</b> | <b>18.71</b> | <b>21.99</b> | <b>23.41</b> | <b>25.31</b> | <b>27.57</b> |              |
| Premium (-) / Discount (+) in %                | -23.9%       | -7.7%        | -1.5%        | 15.8%        | 23.3%        | 33.3%        | 45.2%        |              |
| <b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |
|  | 13.0%        | 12.21        | 14.57        | 15.49        | 18.01        | 19.13        | 20.77        | 22.69        |
|  | 12.0%        | 12.83        | 15.39        | 16.38        | 19.12        | 20.32        | 22.03        | 24.05        |
| Fairer   | 11.0%        | 13.56        | 16.36        | 17.44        | 20.43        | 21.72        | 23.52        | 25.65        |
| Free Cash Flow                                 | <b>10.0%</b> | <b>14.44</b> | <b>17.52</b> | <b>18.71</b> | <b>21.99</b> | <b>23.41</b> | <b>25.31</b> | <b>27.57</b> |
| Yield  | 9.0%         | 15.52        | 18.94        | 20.26        | 23.91        | 25.46        | 27.50        | 29.92        |
|  | 8.0%         | 16.87        | 20.71        | 22.20        | 26.30        | 28.04        | 30.24        | 32.86        |
|  | 7.0%         | 18.60        | 22.99        | 24.70        | 29.38        | 31.34        | 33.75        | 36.63        |

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

**DCF Modell - ATOSS Software**

| Angaben in Mio. EUR          | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz                       | 31.6  | 33.8  | 36.2  | 38.0  | 39.9  | 41.8  | 43.9  | 46.1  | 48.4  | 50.9  | 52.4  | 54.0  | 55.6  | 57.3  |
| Veränderung                  | 7.7%  | 7.0%  | 7.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  |
| EBIT                         | 7.3   | 7.8   | 8.4   | 8.9   | 9.4   | 9.8   | 10.3  | 10.8  | 11.4  | 12.0  | 12.3  | 12.7  | 13.1  | 13.5  |
| EBIT-Marge                   | 23.2% | 23.2% | 23.2% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% |
| Steuerquote                  | 32.5% | 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                        | 4.9   | 5.3   | 5.7   | 5.8   | 6.1   | 6.4   | 6.7   | 7.0   | 7.4   | 7.8   | 8.0   | 8.2   | 8.5   | 8.7   |
| Abschreibungen               | 0.5   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| in % vom Umsatz              | 1.5%  | 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            | -0.7  | -0.2  | -0.2  | -0.4  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  |
| - Investitionen              | -2.5  | -0.4  | -0.4  | -0.6  | -0.6  | -0.6  | -0.7  | -0.7  | -0.7  | -0.8  | -0.8  | -0.8  | -0.8  | -0.9  |
| Investitionsquote            | 7.9%  | 1.2%  | 1.1%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  |
| Übriges                      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 2.2   | 5.2   | 5.6   | 5.4   | 5.9   | 6.2   | 6.5   | 6.8   | 7.2   | 7.5   | 7.8   | 8.1   | 8.3   | 8.6   |

**Modellparameter**

|                     |       |                 |        |
|---------------------|-------|-----------------|--------|
| Fremdkapitalquote   | 0.00% | Beta            | 1.25   |
| Fremdkapitalzins    | n.a.  | WACC            | 10.19% |
| Markttrendite       | 9.00% |                 |        |
| Risikofreie Rendite | 4.25% | Ewiges Wachstum | 2.00%  |

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

|                         |             |                            |              |
|-------------------------|-------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2024       | 48.4        |                            |              |
| Terminal Value          | 30.1        |                            |              |
| Verbindlichkeiten       | -1.8        |                            |              |
| Liquide Mittel          | 20.7        | Aktienzahl (Mio.)          | 3.98         |
| <b>Eigenkapitalwert</b> | <b>97.4</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>24.49</b> |

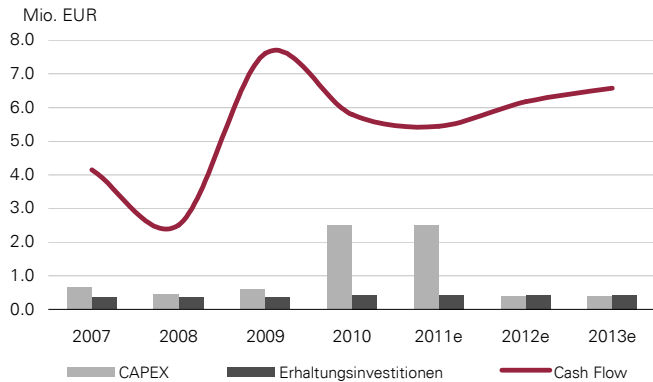
**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

| Ewiges Wachstum |       |       |       |              |       |       |       | Delta EBIT-Marge |         |         |         |              |         |         |         |
|-----------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|------------------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|
| WACC            | 1.25% | 1.50% | 1.75% | <b>2.00%</b> | 2.25% | 2.50% | 2.75% | WACC             | -1.5 PP | -1.0 PP | -0.5 PP | <b>0.0</b>   | +0.5 PP | +1.0 PP | +1.5 PP |
| 11.19%          | 21.85 | 22.00 | 22.15 | 22.31        | 22.47 | 22.65 | 22.84 | 11.19%           | 21.11   | 21.51   | 21.91   | 22.31        | 22.71   | 23.11   | 23.51   |
| 10.69%          | 22.80 | 22.97 | 23.14 | 23.33        | 23.53 | 23.74 | 23.97 | 10.69%           | 22.07   | 22.49   | 22.91   | 23.33        | 23.76   | 24.18   | 24.60   |
| 10.44%          | 23.31 | 23.49 | 23.69 | 23.89        | 24.11 | 24.34 | 24.59 | 10.44%           | 22.59   | 23.02   | 23.46   | 23.89        | 24.33   | 24.76   | 25.20   |
| <b>10.19%</b>   | 23.85 | 24.05 | 24.26 | <b>24.49</b> | 24.72 | 24.98 | 25.25 | <b>10.19%</b>    | 23.14   | 23.59   | 24.04   | <b>24.49</b> | 24.93   | 25.38   | 25.83   |
| 9.94%           | 24.42 | 24.64 | 24.87 | 25.12        | 25.38 | 25.66 | 25.96 | 9.94%            | 23.73   | 24.20   | 24.66   | 25.12        | 25.58   | 26.04   | 26.50   |
| 9.69%           | 25.03 | 25.27 | 25.52 | 25.79        | 26.08 | 26.39 | 26.72 | 9.69%            | 24.36   | 24.84   | 25.32   | 25.79        | 26.27   | 26.74   | 27.22   |
| 9.19%           | 26.36 | 26.65 | 26.96 | 27.28        | 27.63 | 28.01 | 28.41 | 9.19%            | 25.76   | 26.27   | 26.77   | 27.28        | 27.79   | 28.30   | 28.81   |

Quelle: Warburg Research



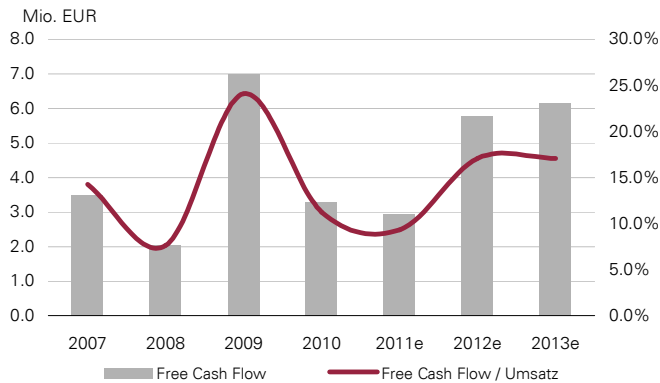
**Investitionen und Cash Flow - ATOSS Software**



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

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

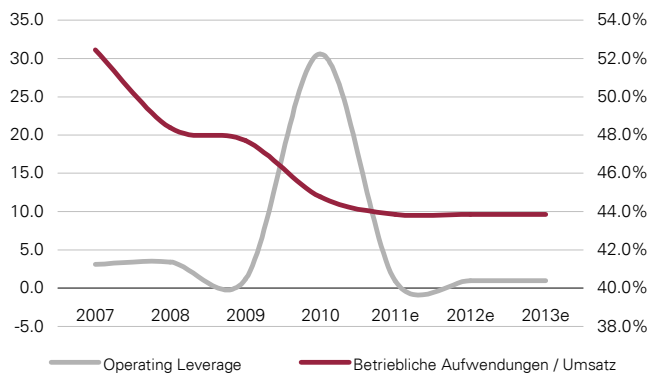
**Free Cash Flow Generation - ATOSS Software**



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

- ATOSS generiert solide und stabile FCF
- FCF gemessen am Umsatz hoch
- Schwankungen aufgrund von Projektzahlungen normal

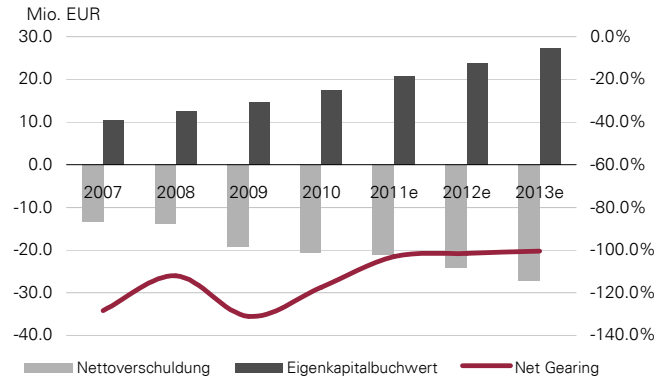
**Operating Leverage - ATOSS Software**



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

- Die betrieblichen Aufwendungen sind mit über 40 % vom Umsatz hoch
- Grund ist die hohe Personalintensität

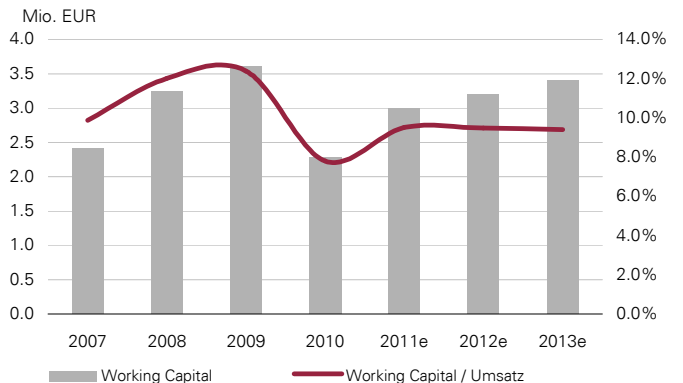
**Bilanzqualität - ATOSS Software**



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

- ATOSS verfügt über hohe Nettoliquidität
- Daraus folgt ein negatives Net Gearing

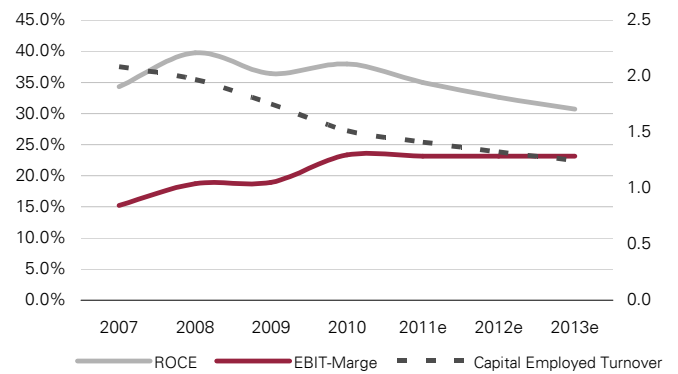
**Working Capital - ATOSS Software**



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

- Working Capital ist relativ konstant
- Es liegt zwischen EUR 2,5 und EUR 3,5 Mio.

**ROCE Entwicklung - ATOSS Software**



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

- EBIT-Marge entwickelt sich in einem langfristigen Aufwärtstrend positiv
- generelles Abbild der guten Ergebnisentwicklung

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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.

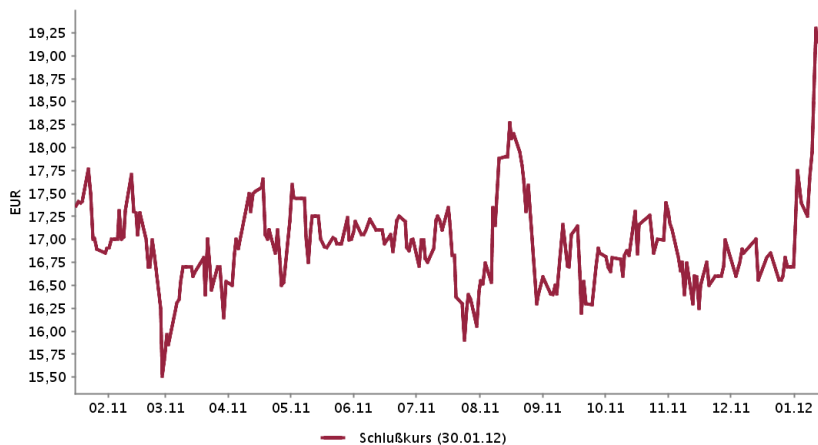
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 130                | 72%              |
| Halten           | 42                 | 23%              |
| Verkaufen        | 6                  | 3%               |
| Empf. ausgesetzt | 3                  | 2%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>181</b>         |                  |

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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           | 100                | 71%              |
| Halten           | 34                 | 24%              |
| Verkaufen        | 3                  | 2%               |
| Empf. ausgesetzt | 3                  | 2%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>140</b>         |                  |

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
ATOSS Software AG am 31.01.12**



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

**Warburg Research GmbH**

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com  
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



**WARBURG RESEARCH**

**Christian Bruns** +49 40 309537-253  
 Head of Research cbruns@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
 ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
 jfrey@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
 uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
 tkleibauer@warburg-research.com

**Torsten Klingner** +49 40 309537-260  
 tklingner@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
 ekuls@warburg-research.com

**Frank Laser** +49 40 309537-235  
 flaser@warburg-research.com

**Malte Räter** +49 40 309537-185  
 mraether@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
 aplaesier@warburg-research.com

**Björn Blunck** +49 40 309537-160  
 Bblunck@warburg-research.com  
 Business Support

**Daniel Bonn** +49 40 309537-205  
 dbonn@warburg-research.com  
 Business Support

**Annika Boysen** +49 40 309537-202  
 aboyesen@warburg-research.com  
 Business Support

**Henner Rüschemier** +49 40 309537-270  
 Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
 jreichert@warburg-research.com

**Christopher Rodler** +49 40 309537-290  
 crodler@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
 mschaumann@warburg-research.com

**Susanne Schwartz** +49 40 309537-155  
 ssschwartz@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
 oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
 mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
 bvoss@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
 awolf@warburg-research.com

**Stephan Wulf** +49 40 309537-150  
 swulf@warburg-research.com

**Markus Pähler** +49 40 309537-221  
 mpaehler@warburg-research.com  
 Business Support

**Claudia Vedder** +49 40 309537-105  
 cvedder@warburg-research.com  
 Business Support

**Katrin Wauker** +49 40 309537-200  
 kwauker@warburg-research.com  
 Business Support

**M.M. Warburg & CO KGaA**

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



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

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
 Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Thekla Struve** +49 40 3282-2668  
 Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

**Gudrun Bolsen** +49 40 3282-2679  
 Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
 Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Patrick Schepelmann** +49 40 3282-2700  
 Sales Trading pschepelmann@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
 Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Andrea Carstensen** +49 40 3282-2632  
 Sales Assistance acarstensen@mmwarburg.com

**Kerstin Tscherner** +49 40 3282-2703  
 Sales Assistance ktscherner@mmwarburg.com

**Katharina Bruns** +49 40 3282-2694  
 Roadshow / Marketing kbruns@mmwarburg.com

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
 Head of Equity Sales hnass@mmwarburg.com

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
 Equity Sales calisch@mmwarburg.com

**Robert Conredel** +49 40 3282-2633  
 Equity Sales rconredel@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
 Equity Sales mfritsch@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
 Equity Sales mkriszun@mmwarburg.com

**Philippe Lorrain** +49 40 3282-2664  
 Equity Sales plorrain@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
 Equity Sales mniemann@mmwarburg.com

**Dirk Rosenfelder** +49 40 3282-2692  
 Equity Sales drosenfelder@mmwarburg.com

**Julian Straube** +49 40 3282-2666  
 Equity Sales jstraube@mmwarburg.com

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
 Equity Sales pstumpfegger@mmwarburg.com