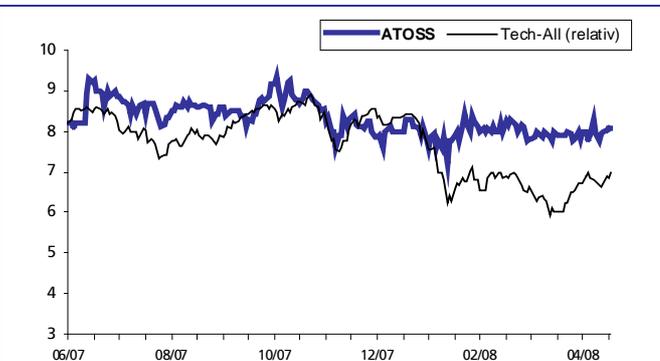


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 14,00**
(alt: Kaufen) mittel (alt: EUR 12,50)

Ausnahme in stürmischen Zeiten

Bloomberg: DE0005104400 Kurs: EUR 8,07
Reuters: AOFG.DE Tech-AS: 947,38
ISIN: AOF
Internet: www.ATOSS.com
Segment: Prime Standard
Branche: Software/IT



Kursdaten: Bloomberg 18.04.2008/ Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 9,70/ EUR 6,61
Marktkapitalisierung: EUR 35,52 Mio.
Aktienzahl: 4,03 Mio.

Aktionäre: Free Float 43,5%
Gründerfamilie 55,7%
Eigene Aktien 0,8%

Termine: Hauptversammlung 26.04.2008
Zahlen Q1/08 24.05.2008
Zahlen Q2/08 23.08.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 21.04.2008
Felix Ellmann (Analyst) +49-(0)40 309537-120

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance
Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

ATOSS ist einer der führenden Softwareanbieter im Bereich Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung (PEP). Seit 20 Jahren in diesem Markt aktiv, ist das Unternehmen exzellent positioniert. Die Produkte bilden besonders die Gegebenheiten in Deutschland (Arbeitsgesetze, typische Arbeitsverträge, Arbeitszeitmodelle, Saisonalitäten, Lohnstruktur etc.) hervorragend ab (Umsatzanteil D: 92 %, DACH 100%). **Diese gewachsene Spezialisierung und Etablierung bilden einen strategischen Wettbewerbsvorteil.** ATOSS positioniert sich zudem als unabhängiger Softwarehersteller, was von Kunden geschätzt wird. Dabei sind die Lösungen der ATOSS kompatibel zu allen wichtigen angrenzenden Anwendungen und dabei technologisch führend. Die ATOSS Staff-Efficiency Suite ist komplett Java-basiert. Ein weiterer Wettbewerbsvorteil ist die finanzielle Stabilität der ATOSS. Eine Eigenkapitalquote von 60%, liquide Mittel von EUR 13,5 Mio. (per 31.12.07), grenzen ATOSS deutlich von kleineren Softwareunternehmen ab. **Referenzen** unterlegen den Erfolg: Über 3.500 Kunden und über 2 Mio. Nutzer nutzen ATOSS Lösungen.

ATOSS erwirtschaftet fast die gesamten Umsätze in der DACH-Region. In diesem Markt ist die Abdeckung relativ hoch und das Wachstum zwar nur noch moderat, aber stetig. Besonders in Deutschland bleibt die Einsatzoptimierung des teuren Faktors Arbeit bedeutend. Der Einsatz der Lösungen bedeutet für den Kunden Kostenoptimierung, Verbesserung des Servicegrads (Kundenzufriedenheit) und eine Verbesserung der Mitarbeiterzufriedenheit. Ein weiterer Pluspunkt der Ertragskraft der ATOSS sind die hohen Wartungserlöse. Der über die Jahre aufgebaute Kundenbestand führt heute dazu, dass 38% des Umsatzes Wartungserlöse sind.

Das Geschäftsjahr 2007 war besonders erfolgreich: Während der Umsatz um 11% auf EUR 24,4 Mio. gesteigert werden konnte, stieg das EBIT um 33% auf EUR 3,7 Mio. Im ersten Quartal 2008 konnte dieser Wachstumstrend fortgesetzt werden.

Trotz stetigem Wachstums und attraktiver Umsatzstruktur ist ATOSS derzeit deutlich unterbewertet. Während FCF- und DCF-Modell Bewertungen von EUR 14,50 respektive EUR 14,50 indizieren, ergibt sich sogar im Peer Group-Vergleich eine Bewertungsreserve (EUR 11), obgleich die gewählten Vergleichswerte derzeit sämtlich relativ geringe Bewertungen aufweisen (avg. EV/EBIT 08e: 7x). Bei ATOSS liegt das **EV/EBIT für 2008 bei gerade einmal 4x.** Mit einem Kursziel von EUR 14,00 (alt: EUR 12,50) lautet das Rating für ATOSS Kaufen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 8,07 EUR							
Umsatz	21,8	20,4	22,0	24,4	26,9	29,0	31,2
Rohtragsmarge	65,6%	65,5%	67,4%	67,7%	68,0%	68,0%	68,0%
EBITDA	2,1	1,2	3,2	4,2	4,9	5,4	5,8
EBITDA-Marge	9,7%	5,8%	14,6%	17,2%	18,2%	18,5%	18,6%
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,7	4,5	4,9	5,3
EBIT-Marge	5,6%	2,8%	12,6%	15,3%	16,6%	16,9%	17,0%
Nettoergebnis	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
Ergebnis je Aktie	0,23	0,12	0,48	0,63	0,73	0,88	0,97
Dividende je Aktie	0,11	5,50	0,24	0,31	0,37	0,44	0,49
Dividendenrendite	1,4%	68,2%	3,0%	3,8%	4,6%	5,5%	6,1%
EV/Umsatz	0,35	0,30	1,05	0,84	0,71	0,61	0,51
EV/EBITDA	3,64	5,20	7,22	4,86	3,92	3,29	2,75
EV/EBIT	6,26	10,97	8,34	5,48	4,30	3,60	3,01
KGV	35,09	67,25	16,81	12,81	11,05	9,17	8,32
ROCE	3,7%	1,8%	12,6%	26,2%	27,1%	26,6%	25,7%
Adj. Free Cash Flow Yield	23,6%	14,5%	12,5%	18,9%	23,4%	28,1%	33,7%



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

ATOSS ist einer der führenden Softwareanbieter für Lösungen im Bereich Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung (PEP). Die 1987 gegründete Firma konnte sich einen beträchtlichen Kundenstamm aufbauen und kann sich in Verbindung mit einer sehr ausgereiften und etablierten Software und Marke vom Wettbewerb abheben.

Hohe Wettbewerbsqualität

Die ATOSS Software AG kann eine Vielzahl wichtiger strategischer Faktoren vorweisen, die das Unternehmen vom Wettbewerb differenzieren:

- **Gewachsene Spezialisierung** - Das Unternehmen ist seit 20 Jahren auf dem Markt des Arbeitszeitmanagements tätig. Konsequenz ist eine optimale Abdeckung des länderspezifischen Gegebenheiten wie Arbeitsgesetze, typische Arbeitsverträge, Arbeitszeitmodelle, Saisonalitäten, Lohnstruktur etc. Dieser inhaltlich hohe Abdeckungsbereich ist eine wesentliche Markteintrittsbarriere für neue Wettbewerber.
- **Unabhängigkeit** - ATOSS positioniert sich als unabhängiger Softwarehersteller.
- **Kompatibilität** – Die Lösungen der ATOSS sind kompatibel zu allen wichtigen angrenzenden Anwendungen.
- **Wettbewerbsvorteil Referenzen** - Der langjährige Track-Record (20 Jahre) und eine erhebliche Kundenbasis (über 3.500 Kunden und über 2 Mio. Nutzer) bilden somit einen wesentlichen Aspekt der Positionierung.
- **Ausgereifte, moderne Softwaretechnologie** - In 2005 konnte ATOSS mit der ATOSS Staff-Efficiency Suite 3 eine völlig neue Produktgeneration vorstellen, die komplett Java-basiert ist.

Abgerundet wird diese Positionierung durch finanzielle Stabilität bei angemessener kritischer Größe. Faktoren, die viele kleinere Wettbewerber häufig nicht darstellen können, Kunden jedoch wünschen.

Stetiges Umsatzwachstum

Der Markt für IT-Anwendungen im deutschsprachigen Personalwesen kann als relativ gesättigt betrachtet werden. Das Marktwachstum dürfte hier bei etwa 5% p.a. liegen. Aufgrund der guten Position im Wettbewerb sollte ATOSS jedoch durch Verdrängung stärker wachsen können, als der Wettbewerb. Auch in Hinblick auf die vergangenen Jahre erscheint ein Wachstum bei **Lizenzen und Beratung** von mindestens 10% realistisch. Dieses wird verursacht durch eine Verbreiterung der adressierten Märkte (Premium-Unternehmen), Branchen und Regionen (leichtes Wachstum im internationalen Bereich, vornehmlich mit Bestandskunden).

Die **Wartungserlöse**, deren Anteil mit 38% vom Umsatz sehr hoch ist, wachsen stetig und stehen in Zusammenhang mit dem Lizenzgeschäft der Vorjahre (installierte Basis). Sie bilden das attraktive Rückgrad der Ertragsituation bei ATOSS. Aufgrund der Tatsache, dass in 2006 und 2007 der Lizenzabsatz sehr hoch war, legte der Wartungsumsatz in 2007 sogar um 10% zu. Als kurzfristige Wachstumsrate für die Wartungserlöse wird 7% angesetzt. Langfristig sinkt die Wachstumsrate ab, da sich aufgrund der stetig steigenden Anzahl der Installationen ein Basiseffekt ergibt, der den prozentualen Zuwachs durch Neulizenz Erlöse mindert.

Hardware und sonstige Umsätze sind nicht von strategischer Bedeutung. Insbesondere Hardwareumsätze können jedoch margenträchtig sein da ATOSS hier, nach Wahl des Kunden, Hardware direkt vom Herstellern bezieht. Da es sich hierbei um Spezialhardware handelt, die von einzelnen Projekten abhängt, kann ATOSS hier im Gegensatz zu den meisten anderen Softwareherstellern eine Marge auf den Verkauf der Hardware erzielen (etwa 30%). Hardware und sonstige Umsätze werden in der Prognose mit 15% des Gesamtumsatzes angesetzt.

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen & Produkte

Kennzahlen

Insgesamt ergibt sich folgende Umsatzerwartung:

ATOSS Software - Umsatzaufteilung nach Geschäftsbereichen

in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz Software/Maintenance	12,6	12,1	12,9	14,6	15,8	17,3	18,7
yoy	-1,5%	-3,8%	6,5%	13,3%	8,2%	8,9%	8,4%
Umsatz Consulting	5,8	5,0	5,6	6,2	6,9	7,4	8,0
yoy	-13,1%	-14,4%	12,0%	11,7%	11,7%	7,2%	7,1%
Umsatz Hardware	2,6	2,3	2,8	2,7	3,0	3,2	3,4
yoy	-3,7%	-10,5%	21,0%	-4,5%	12,1%	6,1%	7,5%
Umsatz Others	0,8	1,0	0,7	0,9	1,1	1,1	1,1
yoy	-33,9%	22,0%	-29,7%	27,1%	21,7%	5,0%	-3,3%
UMSATZ GESAMT	21,8	20,4	22,0	24,4	26,9	29,0	31,2
yoy	-6,8%	-6,5%	7,7%	11,0%	10,0%	8,0%	7,5%

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

Auf Basis des leichten Umsatzwachstums wird bei ATOSS für die kommenden Jahre eine leichte Margenerhöhung aufgrund von leichten Skaleneffekten erwartet. Hieraus ergibt sich folgende Gewinn- und Verlustrechnung:

Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS Software

in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
UMSATZ	21,8	20,4	22,0	24,4	26,9	29,0	31,2
BRUTTOERGEBNIS	14,3	13,4	14,8	16,5	18,3	19,7	21,2
EBITDA	2,1	1,2	3,2	4,2	4,9	5,4	5,8
EBITA	1,7	0,9	2,9	3,9	4,5	5,0	5,4
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,7	4,5	4,9	5,3
EBT	1,7	1,1	3,2	4,2	4,5	5,4	5,9
JAHRESÜBERSCHUSS	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8

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

Attraktive Bewertung

Zur Ermittlung eines Fair Values wurden drei Bewertungsverfahren genutzt:

- der adjustierte **Free-Cash-Flow-Yield (2008e)** führt zu einem Kursziel von EUR 14,40.
- das **DCF-Modell** deutet einen fairen Wert je Aktie EUR 13,60 und damit ein etwas geringeres Kursziel an

der **Peer Group-Vergleich** unterstützt diese Tendenz nicht, da die gesamte Vergleichsgruppe sehr günstig bewertet ist. Mit einem fairen Wert von ca. EUR 11 indiziert jedoch auch die Vergleichsgruppe eine deutliche Unterbewertung der ATOSS.

Insgesamt wird das Kursziel für ATOSS bei EUR 14 angesetzt.

Newsflow durch Stetigkeit geprägt

Der Newsflow bei ATOSS ist determiniert durch die Quartalszahlen im Zuge einer sehr stetigen, regelmäßigen Kommunikation. In diesem Zusammenhang nimmt ATOSS in der Regel unterjährig Anpassungen der unternehmenseigenen Prognose vor, die zumeist positiv ausfallen.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Insgesamt überzeugend

ATOSS kann mehrfach Punkten. Die Kombination aus:

- **Attraktiver, etablierter Positionierung**
- **Hohen Markteintrittsbarrieren im Kernmarkt** (Umsatzanteil Deutschland 92 %)
- **Stabilem Geschäft und hohen Wartungserlösen** (38% des Umsatzes)
- **Stetigem Wachstum**
- **Und einer sehr attraktiven Bewertung** (EV/EBIT 08e: 4x, FCF: EUR 14,40, DCF: EUR 13,60)

...sprechen für ATOSS. Unser Rating lautet Kaufen mit einem Kursziel von EUR 14.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Die ATOSS Software AG ist als Software- und Beratungsunternehmen im Bereich des Arbeitsplatzmanagements und der Personaleinsatzplanung tätig. Das Unternehmen ist strategisch hervorragend positioniert und kann eine Reihe von Wettbewerbsvorteilen aufweisen, die es vom Wettbewerb differenzieren:

Gewachsene Spezialisierung

Das Unternehmen ist seit 20 Jahren auf dem Markt des Arbeitszeitmanagements tätig. Der Markt für Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung- (PEP) Lösungen ist sehr stark beeinflusst von spezifischen Arbeitsbedingungen in dem jeweiligen länderspezifischen Markt. Eine Arbeitszeit-Management-Software ist dann wettbewerbsfähig, wenn sie die länderspezifischen Gegebenheiten in dem betreffenden Land möglichst komplett abbildet (Arbeitsgesetze, typische Arbeitsverträge, Arbeitszeitmodelle, Saisonalitäten, Lohnstruktur etc.). ATOSS hat nahezu ausschließlich Kunden im deutschsprachigen Raum. Lediglich deren internationale Aktivitäten werden unterstützt. Die Tatsache, dass nur Software mit einem hohen spezifischen Abdeckungsgrad nachgefragt wird, ist gleichbedeutend mit einer hohen Eintrittsbarriere für externe (z.B. ausländische oder neu gegründete) Wettbewerber, limitiert jedoch auch das Wachstum auf den Kundenkreis deutscher Unternehmen. ATOSS ist sehr stark abhängig von der Nachfrage nach Lösungen von inländischen Unternehmen einerseits, ist aber auch aufgrund des hochspezifischen Software- und Prozess-Know-hows hochgradig wettbewerbsfähig im eigenen Nischenmarkt. ATOSS schätzt den eigenen Marktanteil in den Kernthemen auf gut 10 %. Der größte teil des Marktes entfällt auf kleine bis mittelgroße Unternehmen respektive proprietäre Eigenentwicklungen der Kunden. Diesen Anbietern ist ATOSS aufgrund den genannten Wettbewerbsfaktoren überlegen und sollte hier weiter Marktanteile gewinnen können. Eine weitere Gruppe von Wettbewerbern sind HR-Komplettanbieter (SAP, P&I) deren Fokus nicht so deutlich auf Personaleinsatz und Zeitwirtschaft liegt. Darüber hinaus gibt es Anbieter von Sicherheitstechnik/Zugangskontrollsystemen, die teilweise auch Softwarelösungen anbieten (z.B. ISGUS, Primion).

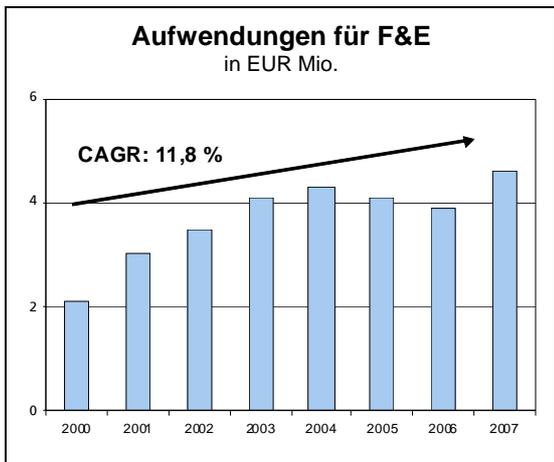
Kunden schätzen Unabhängigkeit...

ATOSS positioniert sich als unabhängiger Softwarehersteller. Wesentliche Wettbewerber sind Interflex / ASTRUM, ISGUS oder die britische Torexretail (Handel). Diese Anbieter können jeweils auf zahlreiche Installationen verweisen, die zu einem erheblichem Anteil aus reinen Hardwareinstallationen bestehen. Dies ist nicht Kernsegment der ATOSS. Diese Unabhängigkeit von Hardwareherstellern zeichnet ATOSS im Wettbewerb aus, denn Kunden wollen oft nicht fest an einen Lieferanten von Hardware gebunden sein. Im Umkehrschluss kann ATOSS natürlich auch keine Softwareentwicklung mit typisch hohen Rohertträgen (Margen) aus Hardwareverkäufen quersubventionieren.

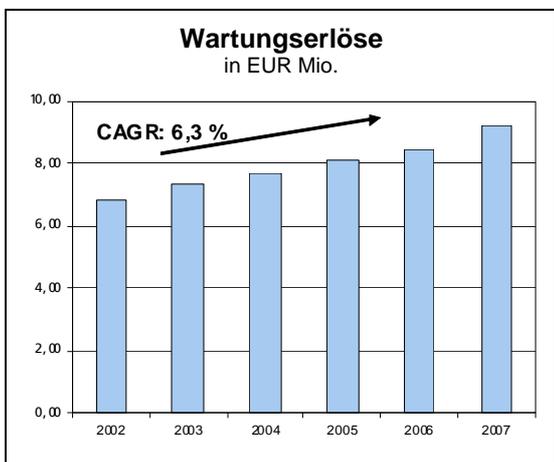
...bei gleichzeitiger Kompatibilität

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-Moduls der großen ERP-Player übersteigt. So nutzen beispielsweise viele der ATOSS-Kunden SAP für den Kernprozess sowie ATOSS für das Arbeitszeitmanagement. Das zeigt, dass ATOSS als Spezialist durchaus neben oder gar gegen eine SAP bestehen kann. ATOSS-Lösungen sind komplementär zur SAP-HR-Lösung. Adressiert werden insbesondere Kunden, die hochgradige Flexibilität in der Gestaltung ihrer Arbeitszeitmodelle benötigen und die bedarfsorientiert den Personaleinsatz planen und sich so den spezifischen Bedarfstreibern des Kunden anpassen müssen. ATOSS-Lösungen setzen hier auf die technologischen Standards (Java J2EE), die auch die SAP einsetzt, auf und machen dort weiter wo SAP-HR aufhört.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: ATOSS



Quelle: ATOSS

Die Überschneidung ist für Kunden, die im intelligenten Personaleinsatz einen strategischen Vorteil sehen, untergeordnet.

Wettbewerbsvorteil Referenzen

Für Neukunden in der Softwarebranche sind Referenzen von entscheidender Bedeutung. Die Entscheidung für oder gegen eine Software wird nicht selten von Referenzprojekten abhängig gemacht. Der langjährige Track-Record (20 Jahre) und eine erhebliche Kundenbasis (über 3.500 Kunden und über 2 Mio. Nutzer) bilden somit einen wesentlichen Aspekt der Positionierung.

Ausgereifte, moderne Softwaretechnologie

ATOSS verfügt über eine ausgereifte, moderne Softwaretechnologie. Neben jahrelanger Erfahrung spielt auch die kontinuierliche Weiterentwicklung der Produkte eine entscheidende Rolle. ATOSS investiert jährlich rund 20% des Umsatzes in Forschung und Entwicklung. Diese Quote ist sehr hoch (vgl. EBIT-Marge 2007: 15 %). Die absoluten F&E-Ausgaben steigen kontinuierlich an und erreichten in 2007 die Rekordsumme von EUR 4,6 Mio. Dieser Trend sollte sich auch in Zukunft fortsetzen.

In 2005 konnte ATOSS mit der ATOSS Staff-Efficiency Suite 3 eine völlig neue Produktgeneration vorstellen, die komplett Java-basiert ist. ATOSS verfügt nun als einziger Best of Breed - Anbieter in den Themen AZM und PEP in der DACH Region über eine Lösung auf der Technologiebasis Java J2EE. Die J2EE-Technologie bedeutet für den Kunden Plattformunabhängigkeit. Das bedeutet für den Kunden Investitionssicherheit bei zukünftigen Plattformwechseln. Für ATOSS vergrößert sich dadurch der adressierbare Markt erheblich. Ein weiterer Schwerpunkt ist die fachliche Tiefe für Branchen wie Handel und Medical. Aber auch für Cross Industry deckt ATOSS eine breite Vielfalt an unterschiedlichen Anforderungen ab und es wird kontinuierlich an der Erweiterung des Abdeckungsgrades gearbeitet. Diese technologische Basis bildet ein wesentliches Stellsymbol der ATOSS im Wettbewerb und sollte auch langfristig für hohe Nachfrage nach ATOSS-Lösungen sorgen.

Finanzielle Stabilität bei angemessener kritischer Größe

Der bedeutendste 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, denn kleine Anbieter können oft nicht gewährleisten, dass ihre Produkte auch noch in mehreren Jahren verfügbar und zeitgemäß sind. Eine 20-jährige Unternehmensgeschichte, eine Eigenkapitalquote von 60 % und liquide Mittel von EUR 13,5 Mio. (per 31.12.07) grenzen ATOSS deutlich von kleineren Softwareunternehmen ab.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Ein weiterer wesentlicher Faktor in Bezug auf die Beständigkeit von Softwareunternehmen ist die Kontinuität von Umsätzen und Erträgen. Ein wichtiger Indikator hierfür sind Wartungserlöse. Die ATOSS Software-Lösungen werden von über 3.500 Anwendern genutzt. Diese immense Zahl sorgt für einen erheblichen Strom an stetigen Wartungseinnahmen. Die Wartungseinnahmen machen einen Anteil von rund 40% am Umsatz der ATOSS aus und sind naturgemäß hochmargig. Ein beträchtlicher Teil dieser Einnahmen wird genutzt, um die Produkte weiterzuentwickeln und fließt so dem Kunden indirekt wieder zu. Für ATOSS bedeutet die stetige Weiterentwicklung der Technologie eine Festigung der Wettbewerbsposition. Nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung der Wartungseinnahmen über die letzten Jahre.

Fazit: Einzigartige Faktorenkombination

Die Kombination der genannten Faktoren führt zu einer Positionierung, die sich bewährt hat. Arbeit wird in Deutschland, dem Kernmarkt der ATOSS, ein kritischer Produktionsfaktor bleiben und damit Gegenstand der Organisation und Optimierung – auch mit Hilfe von Software. ATOSS ist in diesem Markt exzellent positioniert.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 2; Quelle: ATOSS

Moderates Wachstum

Der Umsatz der ATOSS wird zum größten Teil mit Softwarewartung aus der bestehenden Kundenbasis erzielt (38%). Des weiteren entstehen die Umsätze im Rahmen von Neugeschäft in form von Softwarelizenzen (22%) und Beratung (25%). Des weiteren fallen je nach Projekt Hardwareumsätze an (11%). Sonstige Umsätze sind mit unter 5% vernachlässigbar.

Entwicklung des Neugeschäfts: Lizenzen und Beratung

Der Markt für IT-Anwendungen im deutschsprachigen Personalwesen kann als relativ gesättigt betrachtet werden. Das Marktwachstum dürfte hier bei etwa 5% p.a. liegen. Aufgrund der guten Position im Wettbewerb sollte ATOSS jedoch stärker wachsen können, als der Wettbewerb. Auch mit Blick auf die vergangenen Jahre erscheinen 10% realistisch. Hierbei sollte die Quote Lizenzen/Beratung (2007: 46/54) etwa konstant bleiben. Das moderate Wachstum der Lizenzen wird verursacht durch:

- **Erweiterung der adressierten Märkte:** Premium Markt - Unternehmen mit über 500 MA führen Personaleinsatzplanung bisher nur zu einem geringen Anteil (schätzungsweise ca. 30%) durch. Dabei bedeutet es für Unternehmen:
 - Chance für Kostenoptimierung
 - Verbesserung des Servicegrads (Kundenzufriedenheit)
 - Verbesserung der Mitarbeiterzufriedenheit
- **Verbreiterung der adressierten Branchen:** Hier sind vor allem Unternehmen im Bereich Handel (Retail) zu nennen. Diese Unternehmen haben über die Ausweitung der Ladenöffnungszeiten und starke Mitbewerbersituationen in hohem Maß einen Bedarf, die genannten Optimierungspotenziale zu heben.

Leichtes Wachstum im internationalen Bereich erscheint realistisch.

Insbesondere in den DACH Regionen, aber auch international (über deutsche Kunden) kann ATOSS weiter wachsen. Die Basis dafür ist gelegt. Obgleich ATOSS heute den gesamten Umsatz mit Kunden im deutschsprachigen Raum macht, wird die Software in 10 Ländern und 8 Sprachen eingesetzt (Deutsch, Schweizer Deutsch, Englisch, Französisch, Niederländisch, Ungarisch, Tschechisch und Polnisch). Momentan liegt der Umsatz in den Ländern außerhalb Deutschlands bei nur 8,2% (2007). Im Vorjahr (2006) lag er bei 7,4%. Hier kann mit weiterem Wachstum gerechnet werden, vorallem dann, wenn Bestandskunden international wachsen.

Entwicklung der Wartungserlöse

Die Wartungserlöse wachsen stetig und resultieren indirekt aus dem Lizenzgeschäft der Produkthistorie (installierte Basis). ATOSS hat derzeit mit 2.100 Kunden Wartungsverträge (der verbliebene Anteil von 1.400 Kunden nutzt vorwiegend alte ATOSS-Produkte). Diese werden je nach Produkt mit rund 16-18% des installierten Lizenzvolumens vergütet. ATOSS erlöst derzeit rund EUR 9 Mio. aus Wartungsverträgen. In den letzten Jahren wuchsen die Wartungserlöse jährlich um rund 6%. Aufgrund der Tatsache, dass in 2006 und 2007 relativ starke Lizenzerlöse erzielt wurden, legte der Wartungsumsatz in 2007 sogar um 10% zu. Als kurzfristige Wachstumsrate für die Wartungserlöse wird 7% angesetzt. Langfristig sinkt die Wachstumsrate ab, da sich aufgrund der stetig steigenden installierten Basen ein Basiseffekt ergibt, der den prozentualen Zuwachs mindert.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

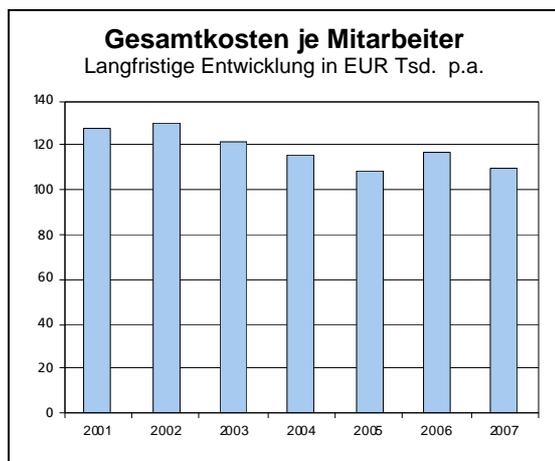
Hardware und sonstige Umsätze

Hardware und sonstige Umsätze sind nicht von strategischer Bedeutung. Insbesondere Hardwareumsätze können jedoch margenträchtig sein (etwa 30%), da ATOSS hier, nach Wahl des Kunden, Hardware direkt von Herstellern bezieht. Hardware und sonstige Umsätze werden in der Prognose mit 15% des Gesamtumsatzes angesetzt.

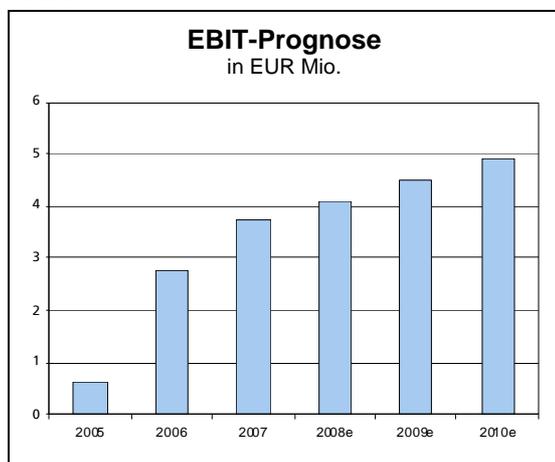
Insgesamt ergibt sich folgende Umsatzerwartung:

ATOSS Software - Umsatzaufteilung nach Geschäftsbereichen							
in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz Software/Maintenance	12,6	12,1	12,9	14,6	15,8	17,3	18,7
yoy	-1,5%	-3,8%	6,5%	13,3%	8,2%	8,9%	8,4%
Umsatz Consulting	5,8	5,0	5,6	6,2	6,9	7,4	8,0
yoy	-13,1%	-14,4%	12,0%	11,7%	11,7%	7,2%	7,1%
Umsatz Hardware	2,6	2,3	2,8	2,7	3,0	3,2	3,4
yoy	-3,7%	-10,5%	21,0%	-4,5%	12,1%	6,1%	7,5%
Umsatz Others	0,8	1,0	0,7	0,9	1,1	1,1	1,1
yoy	-33,9%	22,0%	-29,7%	27,1%	21,7%	5,0%	-3,3%
UMSATZ GESAMT	21,8	20,4	22,0	24,4	26,9	29,0	31,2
yoy	-6,8%	-6,5%	7,7%	11,0%	10,0%	8,0%	7,5%

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



Quelle: ATOSS



Quelle: ATOSS

Kostenstruktur

Umsatz je Mitarbeiter als wichtige Kenngröße

Das Geschäft der ATOSS ist nahezu reines People-Business. Die Auslastung der Mitarbeiter und die EBITDA-Marge sind für den Zeitraum 2002-2007 mit gut 70% korreliert. Diese Zahl zeigt, dass die Auslastung der Mitarbeiter die EBITDA-Marge wesentlich erklärt. Insofern scheint es neben der Prognose der Top-Line vor allem wichtig, die direkten und indirekten Personalkosten zu analysieren.

Nebenstehende Grafik zeigt zudem, dass die durchschnittlichen Gesamtkosten je Mitarbeiter (Betriebsaufwand + Herstellungskosten) jährlich rund EUR 110-120 Tsd. betragen haben und dabei kein erheblicher Zusammenhang zwischen Margen und Kosten je Mitarbeiter zu erkennen war (abgesehen von variablen Personalkosten). Die Ertragskraft eines Mitarbeiters ist also primär determiniert durch den erzielten Umsatz und nicht durch die verursachten Kosten.

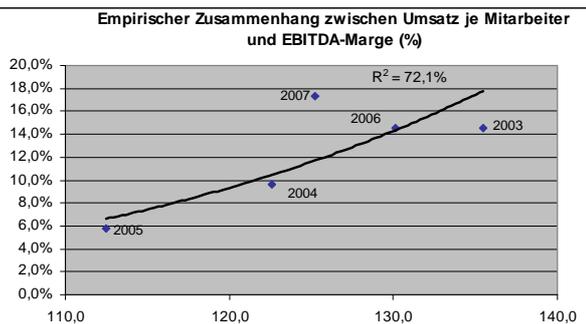
Sofern sich keine groben Verschiebungen in der Kostenstruktur ergeben, kann also die Ertragskraft der ATOSS hauptsächlich aus der Fähigkeit hergeleitet werden, umsatzseitig zu wachsen (s.o.). Dies ist für Softwareunternehmen nicht untypisch.

Effizienz kontinuierlich deutlich erhöht

Seit 2004 konnte ATOSS die Umsätze um Jährlich 4 % steigern, dabei erhöhte sich die Quote der Softwareerlöse geringfügig von 58 % auf 60 %. Die EBIT-Marge erhöhte sich gleichzeitig von 5,6 % (2004) auf 15,3 %. Das EBIT stieg in diesem Zeitraum folglich um 46% p.a..

- Neben strukturellen Maßnahmen in der **Verwaltung**, deren Kosten sich seit 2004 von deutlich EUR 3,4 Mio. auf EUR 2,5 Mio. reduzierten (Quote sank von 15,5% auf 10,4%)...
- ...zeigten sich auch typische Skaleneffekte im Bereich der **Herstellungskosten** (Quote sank von 34,4% auf 32,3%).

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



- Auch die **Vertriebskosten** stiegen unterproportional (Quote sank von 26,8% auf 23,6%).
- Die Quote der **F&E-Kosten** sank nur leicht von 19,6 % auf 19,0 % und wird sich voraussichtlich aufgrund weiterer hoher Entwicklungstätigkeit in den kommenden Jahren nur leicht reduzieren. Hierbei ist wichtig anzumerken, dass ATOSS die F&E-Aufwendungen nicht aktiviert.

Auf Basis dieser Entwicklungen werden im Modell weitere leichte Reduktionen der genannten Kostenquoten erwartet, während die absoluten Kostenpositionen weiter steigen.

Quelle: SES Research

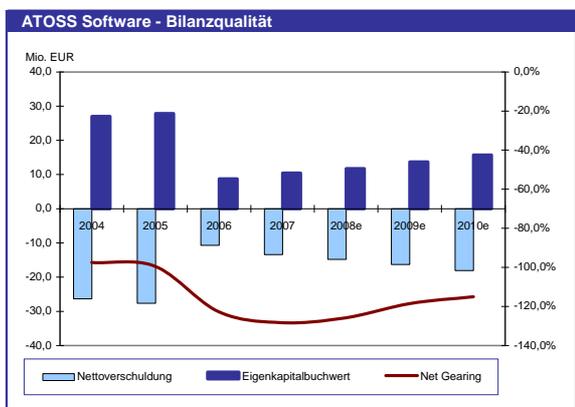
Ergebniswachstum

Auf Basis des leichten Umsatzwachstums wird bei ATOSS für die kommenden Jahre eine leichte Margenerhöhung aufgrund von Skaleneffekten zugrunde gelegt. Hieraus ergibt sich folgende Gewinn- und Verlustrechnung:

Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS Software							
in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
UMSATZ	21,8	20,4	22,0	24,4	26,9	29,0	31,2
Herstellungskosten	7,5	7,1	7,2	7,9	8,6	9,3	10,0
BRUTTOERGEBNIS	14,3	13,4	14,8	16,5	18,3	19,7	21,2
EBITDA	2,1	1,2	3,2	4,2	4,9	5,4	5,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EBITA	1,7	0,9	2,9	3,9	4,5	5,0	5,4
Abschreibungen auf iAV	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,7	4,5	4,9	5,3
Zinserträge	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
Zinsaufwendungen	0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,6
GEWÖHNLICHES VORSTEUERERGEBNIS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	1,7	1,1	3,2	4,2	4,5	5,4	5,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,7	1,1	3,2	4,2	4,5	5,4	5,9
Steuern gesamt	0,9	0,7	1,3	1,7	1,6	1,9	2,1
JAHRESÜBERSCHUSS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
JAHRESÜBERSCHUSS VOR ANTEILEN DRITTER	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
JAHRESÜBERSCHUSS	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8

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

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



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

Bilanz ausgesprochen solide

Zum 31.12.07 wies die ATOSS eine Eigenkapitalquote von 60% und liquide Mittel (Netto) von EUR 13,5 Mio. aus. Die Gesellschaft ist damit sehr solide finanziert. Die Bilanz lässt zwar den Einsatz von Fremdkapital und eine Optimierung der Kapitalstruktur zu, jedoch ist für viele Kunden des Unternehmens die Qualität der Bilanz ein wesentliches positives Leistungsmerkmal.

Analyse der jüngsten Unternehmenszahlen

Am 31.01.08 gab die ATOSS Software die Geschäftszahlen für 2007 bekannt. Diese waren sehr gut. Während der Umsatz um 11% auf EUR 24,4 Mio. gesteigert werden konnte, stieg das EBIT um 33% auf EUR 3,7 Mio. Besonders positiv an den endgültigen Zahlen war das Nettoergebnis.

Aufgrund eines besseren Finanzergebnisses und eines geringeren Steuersatzes ergab sich ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,63 (Vorjahr EUR 0,48). Auch die Dividende wird auf EUR 0,31 erhöht und unterlegt damit den Wachstumspfad (Vorjahr EUR 0,24).

ATOSS startet das Jahr optimistisch und mit vollen Auftragsbüchern. Sowohl Auftragseingang als auch Auftragsbestand wuchsen deutlich. So stieg der Auftragseingang bei Softwarelizenzen auf 6,1 Mio. Euro (Vj. 5,4), der Auftragsbestand zum 31.12.2007 auf 1,9 Mio. Euro (Vj. 1,3 Mio.). Auf dieser Basis erwartet der Vorstand der Gesellschaft eine Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses.

Am 09.04.08 legte die ATOSS Software AG vorläufige Geschäftszahlen für das erste Quartal 2008 vor. Diese lagen über unseren Erwartungen. Der Umsatz stieg im Quartalsvergleich um 12% an und das EBIT erhöhte sich um 50%. Hier wirkte sich die Verwendung von Rückstellungen im Personalbereich positiv aus. Ohne diesen Effekt hätte das EBIT bei EUR 1,1 Mio. gelegen, was einer Steigerung um rund 20% entspricht. Damit bleibt ATOSS auf dem Wachstumspfad. Im Nettoergebnis zeigte sich diese gute Entwicklung jedoch nicht so stark, da das Finanzergebnis aufgrund eines weiteren Einmaleffektes deutlich negativ ausfiel. Das Unternehmen hatte im Rahmen von Absicherungsgeschäften aufgrund der anhaltenden Finanzmarkturbulenzen einen Verlust von rund EUR 400 Tsd. erlitten. Dieser einmalige Effekt wurde mittlerweile realisiert. Insgesamt jedoch ist festzuhalten, dass das operative Ergebnis über unseren Erwartungen lag. Insbesondere hochmarginige Softwarelizenzen trugen zu dieser erfreulichen Entwicklung bei. Die vollständigen vorläufigen Zahlen für das erste Quartal werden am 24.04.08 veröffentlicht.

	Q1/2008			Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
Umsatz	6,40	6,20	3,2%	5,7
EBITDA	-	-	-	-
Marge	-	-	-	-
EBIT	1,30	0,90	44,4%	0,9
Marge	20,3%	14,5%		15,8%
EBT	-	-	-	-
Marge	-	-	-	-
EpA	0,17	0,16	6,3%	0,15

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Zur Ermittlung eines Fair Values wurden drei Bewertungsverfahren genutzt:

- der adjustierte **Free-Cash-Flow-Yield (2008e)** führt zu einem Kursziel von EUR 14,40.
- das **DCF-Modell** deutet einen fairen Wert je Aktie EUR 13,60 und damit ein etwas geringeres Kursziel an

der **Peer Group-Vergleich** unterstützt diese Tendenz nicht, da die gesamte Vergleichsgruppe sehr günstig bewertet ist. Mit einem fairen Wert von ca. EUR 11 indiziert jedoch auch die Vergleichsgruppe eine deutliche Unterbewertung der ATOSS.

Das Kursziel für ATOSS wird bei EUR 14 angesetzt.

Free-Cashflow-Yield

Unser adjustierter Free-Cashflow-Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cashflow Return (Free Cashflow = Jahresüberschuss + Abschreibungen - Maintenance Capex + Steuern - (1-t)Zinsen) auf den EV die Opportunitätskosten übersteigt. Vereinfacht wurden diese mit 10% angesetzt.

Free Cash Flow Yield - ATOSS Software							
Angaben in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,6
+ Steuern	0,9	0,7	1,3	1,7	1,6	1,9	2,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	1,8	0,9	2,9	3,9	4,5	5,0	5,4
Adjustierter Free Cash Flow Yield	27,3%	17,5%	13,1%	19,9%	24,8%	29,9%	36,1%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	6,6	5,1	22,1	19,4	18,1	16,6	14,9
= Fairer Enterprise Value	18,2	9,0	29,0	38,6	44,9	49,6	53,7
- Nettoverschuldung (Cash)	-26,3	-27,7	-10,7	-13,4	-14,7	-16,2	-17,9
- Pensionsverbindlichkeiten	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
- Off Balance Sheet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	43,1	35,5	38,5	50,8	58,4	64,6	70,4
Aktienanzahl (Mio.)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	10,65	8,77	9,51	12,55	14,42	15,96	17,41
Premium (-) / Discount (+) in %	36,4%	12,2%	21,8%	60,7%	84,7%	104,4%	122,9%
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	13,0%	9,62	8,25	7,86	10,35	11,86	13,13
	12,0%	9,91	8,39	8,32	10,96	12,58	13,92
Fairer	11,0%	10,25	8,56	8,86	11,69	13,42	14,85
Free Cash Flow	10,0%	10,65	8,77	9,51	12,55	14,42	15,96
Yield	9,0%	11,15	9,01	10,31	13,61	15,66	17,32
	8,0%	11,78	9,32	11,30	14,94	17,20	19,02
	7,0%	12,58	9,72	12,58	16,64	19,18	21,21

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

Das FCF-Yield Modell ist eine Verrentung der Cashflows (s.o.). Für das Jahr 2008 bildet sich ein sinnvolles Mittel zwischen dem kurzfristig und dem langfristig erwarteten Ertragsniveau. Das Modell indiziert einen Wert je Aktie von EUR 14,50 (2008).



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

DCF-Modell

Unser DCF-Modell basiert auf folgenden Annahmen:

- Es wird ein moderates Wachstum von knapp 8 % p.a. bis 2011 unterstellt. Anschließend wird mit 3% gerechnet. Die langfristige Wachstumsrate wird bei 2% angesetzt.
- Langfristiges EBIT-Margenniveau von 17 %. Dies erscheint aus heutiger Sicht konservativ, da wesentliche Entwicklungsleistungen bereits erbracht, die Wartungserlöse hoch und kaum Skaleneffekte in dieser Annahme berücksichtigt sind. Auch die F&E Aufwendungen bleiben mit knapp 19 % sehr hoch und gewährleisten eine kontinuierliche Weiterentwicklung des Produktes auf hohem Niveau.
- Beta 1,35
- WACC 10,7%

Hieraus ergibt sich ein Wert je Aktie von EUR 13,60.

DCF Modell - ATOSS Software															
Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	
Umsatz	26,9	29,0	31,2	32,7	34,4	36,1	37,9	39,0	40,2	41,4	42,7	43,9	45,3	46,6	
Veränderung	10,0%	8,0%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBIT	4,5	4,9	5,3	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6	6,8	7,0	7,3	7,5	7,7	7,9	
EBIT-Marge	16,6%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Steuerquote	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
NOPAT	2,9	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2	
Abschreibungen	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	
in % vom Umsatz	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Liquiditätsveränderung															
- Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
- Investitionen	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	
Investitionsquote	2,5%	2,7%	2,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,5	2,7	3,1	3,3	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0	
Modellparameter					Wertermittlung (Mio. EUR)										
Fremdkapitalquote	0,00%	Beta		1,35		Barwerte bis 2021			26,7						
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC		10,66%		Terminal Value			14,7						
Marktrendite	9,00%					Verbindlichkeiten			-1,2						
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum		2,00%		Liquide Mittel			14,7			Aktienzahl (Mio.)		4,05	
					Eigenkapitalwert					54,9		Wert je Aktie (EUR)		13,56	
Sensitivität Wert je Aktie (EUR)															
Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	12,24	12,31	12,38	12,45	12,53	12,61	12,69	11,66%	11,60	11,88	12,16	12,45	12,73	13,02	13,30
11,16%	12,73	12,81	12,89	12,98	13,07	13,16	13,26	11,16%	12,07	12,37	12,67	12,98	13,28	13,58	13,88
10,91%	13,00	13,08	13,17	13,26	13,36	13,46	13,57	10,91%	12,33	12,64	12,95	13,26	13,57	13,88	14,19
10,66%	13,27	13,36	13,46	13,56	13,67	13,78	13,91	10,66%	12,61	12,93	13,24	13,56	13,88	14,20	14,52
10,41%	13,57	13,67	13,77	13,88	14,00	14,13	14,26	10,41%	12,90	13,23	13,56	13,88	14,21	14,54	14,87
10,16%	13,88	13,99	14,10	14,22	14,35	14,49	14,64	10,16%	13,21	13,55	13,89	14,22	14,56	14,90	15,24
9,66%	14,56	14,69	14,83	14,97	15,13	15,30	15,47	9,66%	13,89	14,25	14,61	14,97	15,33	15,69	16,05

Quelle: SES Research

Peer Group-Vergleich

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

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

update software AG - Die update Software AG hat ihren Hauptsitz in Wien und bietet Softwarelösungen für elektronisches Kundenbeziehungsmanagement (CRM – Customer Relationship Management) an. Hierbei



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

konzentriert sie sich auf die Optimierung von kundenrelevanten Geschäftsprozessen in Marketing, Vertrieb und Service.

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

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

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

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

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

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

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

In den Vergleich fließen somit folgende Basisdaten ein:

Basisdaten der Peer-Group-Analyse																
Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
AC Service	EUR	4,32	23,3	26,7	0,27	0,44	0,63	89,1	93,0	n.a.	7,7	9,0	n.a.	3,4	4,0	n.a.
IBS	EUR	3,37	23,2	19,8	0,35	0,33	n.a.	22,2	24,5	n.a.	4,0	4,2	n.a.	3,2	3,4	n.a.
Invision	EUR	17,38	38,8	21,8	2,31	3,24	n.a.	25,8	34,2	n.a.	7,2	10,1	n.a.	7,1	9,8	n.a.
P&I	EUR	18,40	141,7	135,4	1,27	1,53	1,78	58,5	63,8	69,0	17,2	18,7	21,0	13,6	15,3	18,0
Primion	EUR	4,00	22,2	38,8	0,44	0,57	0,66	54,6	57,9	59,9	8,5	9,5	10,1	4,3	5,3	6,0
Update	EUR	3,75	42,8	31,0	0,44	0,49	n.a.	37,8	46,0	55,0	6,3	7,6	n.a.	5,1	6,1	6,6
ATOSS Software	EUR	7,81	31,6	18,1	0,73	0,88	0,97	26,9	29,0	31,2	4,9	5,4	5,8	4,5	4,9	5,3

Quelle: SES Research, Bloomberg



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Peer-Group ATOSS Software																
Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			KUV			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
AC Service	EUR	4,32	23,3	26,7	16,30	9,82	6,86	0,26	0,25	n.a.	3,46	2,96	n.a.	7,84	6,66	n.a.
IBS	EUR	3,37	23,2	19,8	9,77	10,21	n.a.	1,04	0,95	n.a.	5,02	4,72	n.a.	6,19	5,83	n.a.
Invision	EUR	17,38	38,8	21,8	7,54	5,37	n.a.	1,51	1,14	n.a.	3,01	2,17	n.a.	3,07	2,21	n.a.
P&I	EUR	18,40	141,7	135,4	14,49	12,03	10,34	2,42	2,22	2,05	7,89	7,26	6,45	9,96	8,88	7,52
Primion	EUR	4,00	22,2	38,8	9,20	7,08	6,06	0,41	0,38	0,37	4,59	4,10	3,86	9,12	7,38	6,46
Update	EUR	3,75	42,8	31,0	8,52	7,73	n.a.	1,13	0,93	0,78	4,93	4,09	n.a.	6,03	5,13	4,74
Mittelwert					10,97	8,71	7,75	1,13	0,98	1,07	4,82	4,22	5,15	7,04	6,02	6,24
Median					9,48	8,78	6,86	1,09	0,94	0,78	4,76	4,09	5,15	7,02	6,25	6,46
ATOSS Software	EUR	7,81	31,6	18,1	10,70	8,88	8,05	1,18	1,09	1,01	3,71	3,38	3,13	4,07	3,70	3,42
Potenzial zum Mittelwert					3%	-2%	-4%	-4%	-10%	5%	30%	25%	65%	73%	63%	82%

Quelle: SES Research, Bloomberg

Aufgrund erheblicher Unterschiede in den Bilanzstrukturen der betrachteten Unternehmen erscheinen unbereinigte Multiplikatoren nicht angemessen. Insbesondere weist ATOSS sehr hohe liquide Mittel auf. Daher wird auf EV-Multiplikatoren zurückgegriffen. Hier ist der EV/EBIT-Multiplikator (2008) am aussagefähigsten, da Umsatzmultiplikatoren strukturelle Unterschiede aufweisen (z.B. Verfälschung durch Hardwareumsätze). Auf EV/EBIT-Basis zeigt sich, dass derzeit die gesamte Branche mit einem durchschnittlichen Multiplikator für 2008 von 7 günstig bewertet ist. ATOSS liegt noch deutlich darunter. Auf Höhe der Vergleichsgruppe bewertet, ergäbe sich für ATOSS ein Wert von gut EUR 11 je Aktie

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

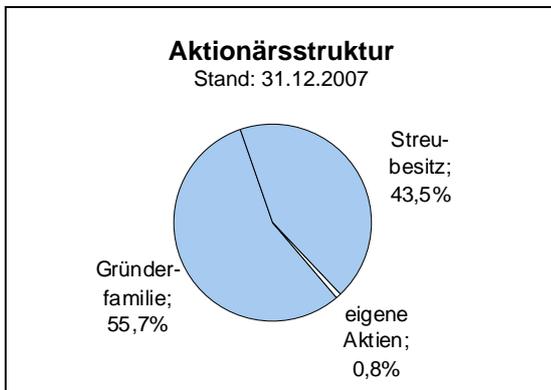
Newsflow durch Stetigkeit geprägt

Der Newsflow bei ATOSS ist typischerweise hauptsächlich determiniert durch die Quartalszahlen im Zuge einer sehr stetigen, regelmäßigen Kommunikation. In diesem Zusammenhang nimmt ATOSS in der Regel unterjährig Anpassungen der unternehmenseigenen Prognose vor, die in der Regel positiv ausfallen.

- **Quartalszahlen** - Am 27. Mai 2008 wird ATOSS den Quartalsbericht Q1/2008 vorlegen. Die kompletten vorläufigen Zahlen werden am 24.04.08 veröffentlicht. Besonders wichtig: ATOSS wird in diesem Zusammenhang den Ausblick (EBIT über 4 Mio. EUR) vermutlich konkretisieren.
- **Hauptversammlung** - Am 29.04.08 wird ATOSS auf der Hauptversammlung noch mal das sehr starke 2007 reflektieren und auf die sehr guten Q1-Zahlen verweisen. Auch dies sollte die Attraktivität der Aktie nochmals verdeutlichen.

Eine weitere Komponente des Newsflows bei ATOSS sind die Bekanntgabe von Aufträgen. Das Unternehmen gibt regelmäßig größere Projekte bekannt.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Quelle: ATOSS Software AG

Unternehmenshintergrund

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 195 Mitarbeiter.

Produkte/Dienste

Das Unternehmen verknüpft durch Software und Consulting-Leistungen Lösungen für Arbeitszeit-, Personal- und Geschäftsprozess-Management. Dies ermöglicht eine Transparenz der Prozesse rund um alle Mitarbeiter, wodurch der Personaleinsatz und die Arbeitszeiten optimiert werden. Hauptsächlich geht es dabei um den möglichst effizienten Einsatz von Mitarbeitern in Unternehmen jeder Größe, um Leerzeiten und teure Überstunden zu vermeiden

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

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

Quelle: ATOSS

Management und Aktionärsstruktur

Der Vorstand setzt sich aus den beiden Mitgliedern Andreas F. J. Obereder und Christof Leiber zusammen. Andreas F. J. Obereder ist seit 1997 Vorstandsvorsitzender und neben den operativen Bereichen auch für die Unternehmensstrategie verantwortlich. Er war 1987 Gründer und alleiniger Gesellschafter der ATOSS Software GmbH. Christof Leiber ist für die Bereiche Finanzen, Personal und Recht zuständig.

Der Aufsichtsrat besteht aus Peter Kirn (Vorsitzender), Winfried Wolf und Rolf Baron Vielhauer von Hohenhau.

43,5% der Aktien befinden sich im Freefloat. Die eigenen Anteile der ATOSS belaufen sich auf 0,8%, während die Gründerfamilie Obereder mit den verbleibenden 55,7% beteiligt ist.

Beteiligungen

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

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS Software

in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
UMSATZ	21,8	20,4	22,0	24,4	26,9	29,0	31,2
Herstellungskosten	7,5	7,1	7,2	7,9	8,6	9,3	10,0
BRUTTOERGEBNIS	14,3	13,4	14,8	16,5	18,3	19,7	21,2
EBITDA	2,1	1,2	3,2	4,2	4,9	5,4	5,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EBITA	1,7	0,9	2,9	3,9	4,5	5,0	5,4
Abschreibungen auf iAV	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,7	4,5	4,9	5,3
Zinserträge	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
Zinsaufwendungen	0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,6
GEWÖHNLICHES VORSTEUERERGEBNIS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	1,7	1,1	3,2	4,2	4,5	5,4	5,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,7	1,1	3,2	4,2	4,5	5,4	5,9
Steuern gesamt	0,9	0,7	1,3	1,7	1,6	1,9	2,1
JAHRESÜBERSCHUSS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
JAHRESÜBERSCHUSS VOR ANTEILEN DRITTER	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
JAHRESÜBERSCHUSS	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8

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

Gewinn- und Verlustrechnung ATOSS Software

in % vom Umsatz	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
UMSATZ	100,0%						
Herstellungskosten	34,4%	34,5%	32,6%	32,3%	32,0%	32,0%	32,0%
BRUTTOERGEBNIS	65,6%	65,5%	67,4%	67,7%	68,0%	68,0%	68,0%
Forschung und Entwicklung	19,6%	19,9%	17,9%	19,0%	18,9%	18,8%	18,7%
Vertriebskosten	26,8%	26,8%	27,4%	23,6%	23,0%	22,8%	22,8%
Verwaltungskosten	15,5%	16,0%	11,8%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,9%	0,0%	2,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITDA	9,7%	5,8%	14,6%	17,2%	18,2%	18,5%	18,6%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9%	1,5%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
EBITA	7,8%	4,4%	13,4%	15,9%	16,8%	17,1%	17,2%
Abschreibungen auf iAV	2,2%	1,6%	0,7%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Goodwill-Abschreibung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	5,6%	2,8%	12,6%	15,3%	16,6%	16,9%	17,0%
Zinserträge	2,8%	2,7%	2,1%	2,0%	1,9%	2,1%	2,2%
Zinsaufwendungen	0,4%	0,0%	0,3%	0,2%	1,9%	0,3%	0,3%
Finanzergebnis	2,4%	2,7%	1,9%	1,8%	0,0%	1,7%	1,9%
GEWÖHNLICHES VORSTEUERERGEBNIS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	8,0%	5,5%	14,5%	17,1%	16,6%	18,6%	18,9%
AO-Beitrag	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	8,0%	5,5%	14,5%	17,1%	16,6%	18,6%	18,9%
Steuern gesamt	4,0%	3,2%	6,0%	6,8%	5,8%	6,5%	6,6%
JAHRESÜBERSCHUSS AUS FORTGEF. GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	4,0%	2,2%	8,6%	10,2%	10,8%	12,1%	12,3%
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
JAHRESÜBERSCHUSS VOR ANTEILEN DRITTER	4,0%	2,2%	8,6%	10,2%	10,8%	12,1%	12,3%
Minority interest	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
JAHRESÜBERSCHUSS	4,0%	2,2%	8,6%	10,2%	10,8%	12,1%	12,3%

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

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Bilanz ATOSS Software							
in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
davon übrige imm. VG	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,5	0,8	1,1	1,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANLAGEVERMÖGEN	0,9	0,6	0,5	0,7	0,9	1,2	1,4
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,4	3,8	3,7	2,8	3,1	3,3	3,6
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	0,8	0,7	0,6	0,7	0,9	1,3
Liquide Mittel	26,6	27,8	10,8	13,5	14,7	16,2	18,0
UMLAUFVERMÖGEN	31,0	32,5	15,2	17,0	18,4	20,5	22,9
BILANZSUMME	31,9	33,1	15,7	17,6	19,4	21,7	24,3
PASSIVA							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	20,2	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4	6,8	8,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,8	23,3	4,3	6,6	2,9	3,5	3,8
EIGENKAPITAL DER AKTIONÄRE	27,0	27,8	8,7	10,5	12,4	14,3	16,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EIGENKAPITAL	27,0	27,8	8,7	10,5	12,4	14,3	16,5
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Rückstellungen gesamt	2,9	3,1	4,1	5,0	5,0	5,1	5,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	1,3	1,4	2,3	1,6	1,5	1,7	1,9
VERBINDLICHKEITEN	4,9	5,3	7,0	7,2	7,1	7,4	7,8
BILANZSUMME	31,9	33,1	15,7	17,6	19,4	21,7	24,3

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

Bilanz ATOSS Software							
in % der Bilanzsumme	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,3%	0,8%	0,8%	0,9%	0,5%	0,6%	0,3%
davon übrige imm. VG	1,3%	0,8%	0,8%	0,9%	0,5%	0,6%	0,3%
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagen	1,4%	1,1%	2,4%	3,0%	4,3%	5,0%	5,5%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ANLAGEVERMÖGEN	2,8%	1,9%	3,2%	3,9%	4,8%	5,7%	5,8%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,6%	11,4%	23,4%	16,1%	16,0%	15,2%	14,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	3,2%	2,5%	4,6%	3,4%	3,4%	4,3%	5,5%
Liquide Mittel	83,4%	84,1%	68,7%	76,5%	75,8%	74,8%	73,9%
UMLAUFVERMÖGEN	97,3%	98,1%	97,1%	96,4%	95,1%	94,4%	94,2%
BILANZSUMME	100,0%						
PASSIVA							
Gezeichnetes Kapital	12,6%	12,2%	25,6%	22,9%	20,8%	18,6%	16,6%
Kapitalrücklage	63,2%	1,4%	2,3%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	28,1%	31,2%	35,6%
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,9%	70,5%	27,6%	37,4%	15,0%	16,2%	15,8%
EIGENKAPITAL DER AKTIONÄRE	84,7%	84,0%	55,5%	59,5%	63,8%	66,0%	67,9%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EIGENKAPITAL	84,7%	84,0%	55,5%	59,5%	63,8%	66,0%	67,9%
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,3%	3,7%	7,8%	6,9%	6,3%	5,6%	5,0%
Rückstellungen gesamt	9,1%	9,2%	26,1%	28,5%	25,9%	23,6%	21,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,8%	0,5%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,3%	2,2%	3,4%	2,5%	2,6%	2,3%	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	4,1%	4,1%	14,5%	9,3%	7,6%	8,0%	8,0%
VERBINDLICHKEITEN	15,3%	15,9%	44,7%	40,8%	36,4%	33,9%	31,9%
BILANZSUMME	100,0%						

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



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kapitalflussrechnung ATOSS Software							
in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,3	1,3	2,8	2,9	3,3	4,0	4,3
Veränderung Vorräte	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,1	-0,4	0,0	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,2	0,3	1,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	0,4	1,6	1,2	-0,2	-0,2	-0,2
CASH FLOW AUS OPERATIVER TÄTIGKEIT	1,7	1,7	4,3	4,2	3,1	3,8	4,1
CAPEX	-0,6	-0,4	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
CASH FLOW AUS INVESTITIONSTÄTIGKEIT	-0,6	-0,4	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-5,7	-0,4	-21,5	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7
Erwerb eigener Aktien	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
CASH FLOW AUS FINANZIERUNGSTÄTIGKEIT	-6,2	-0,1	-21,2	-0,8	-1,2	-1,5	-1,7
Veränderung liquide Mittel	-5,2	1,2	-17,1	2,7	1,2	1,5	1,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	26,7	27,8	10,8	13,5	14,7	16,2	18,0

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



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

DCF Modell - ATOSS Software

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	26,9	29,0	31,2	32,7	34,4	36,1	37,9	39,0	40,2	41,4	42,7	43,9	45,3	46,6
Veränderung	10,0%	8,0%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	4,5	4,9	5,3	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6	6,8	7,0	7,3	7,5	7,7	7,9
EBIT-Marge	16,6%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Steuerquote	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	2,9	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2
Abschreibungen	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
in % vom Umsatz	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionsquote	2,5%	2,7%	2,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,5	2,7	3,1	3,3	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0

Modellparameter

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

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	26,7
Terminal Value	14,7
Verbindlichkeiten	-1,2
Liquide Mittel	14,7
Eigenkapitalwert	54,9
Aktienzahl (Mio.)	4,05
Wert je Aktie (EUR)	13,56

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	Ewiges Wachstum							WACC	Delta EBIT-Marge						
	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%		-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	12,24	12,31	12,38	12,45	12,53	12,61	12,69	11,66%	11,60	11,88	12,16	12,45	12,73	13,02	13,30
11,16%	12,73	12,81	12,89	12,98	13,07	13,16	13,26	11,16%	12,07	12,37	12,67	12,98	13,28	13,58	13,88
10,91%	13,00	13,08	13,17	13,26	13,36	13,46	13,57	10,91%	12,33	12,64	12,95	13,26	13,57	13,88	14,19
10,66%	13,27	13,36	13,46	13,56	13,67	13,78	13,91	10,66%	12,61	12,93	13,24	13,56	13,88	14,20	14,52
10,41%	13,57	13,67	13,77	13,88	14,00	14,13	14,26	10,41%	12,90	13,23	13,56	13,88	14,21	14,54	14,87
10,16%	13,88	13,99	14,10	14,22	14,35	14,49	14,64	10,16%	13,21	13,55	13,89	14,22	14,56	14,90	15,24
9,66%	14,56	14,69	14,83	14,97	15,13	15,30	15,47	9,66%	13,89	14,25	14,61	14,97	15,33	15,69	16,05

Quelle: SES Research

Free Cash Flow Yield - ATOSS Software

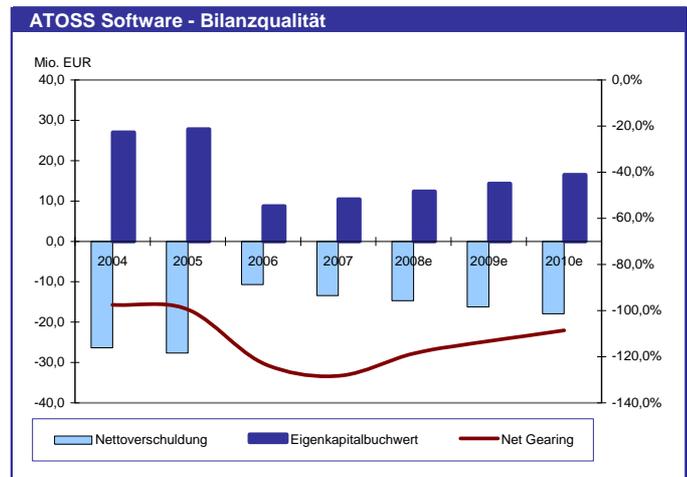
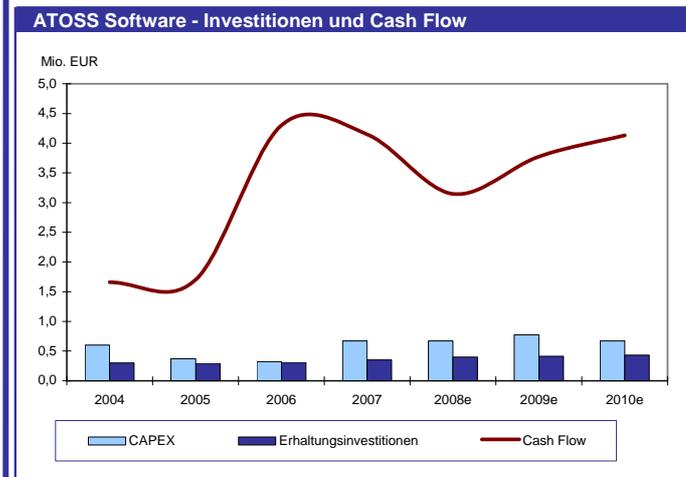
Angaben in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	0,9	0,5	1,9	2,5	2,9	3,5	3,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	0,5	0,6
+ Steuern	0,9	0,7	1,3	1,7	1,6	1,9	2,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	1,8	0,9	2,9	3,9	4,5	5,0	5,4
Adjustierter Free Cash Flow Yield	23,6%	14,5%	12,5%	18,9%	23,4%	28,1%	33,7%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	7,7	6,2	23,2	20,4	19,2	17,7	15,9
= Fairer Enterprise Value	18,2	9,0	29,0	38,6	44,9	49,6	53,7
- Nettoverschuldung (Cash)	-26,3	-27,7	-10,7	-13,4	-14,7	-16,2	-17,9
- Pensionsverbindlichkeiten	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
- Off Balance Sheet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	43,1	35,5	38,5	50,8	58,4	64,6	70,4
Aktienanzahl (Mio.)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	10,65	8,77	9,51	12,55	14,42	15,96	17,41
Premium (-) / Discount (+) in %	32,0%	8,6%	17,9%	55,5%	78,7%	97,8%	115,7%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	9,62	8,25	7,86	10,35	11,86	13,13	14,34
Fairer	12,0%	9,91	8,39	8,32	10,96	12,58	13,92	15,19
Free Cash Flow	11,0%	10,25	8,56	8,86	11,69	13,42	14,85	16,20
Yield	10,0%	10,65	8,77	9,51	12,55	14,42	15,96	17,41
	9,0%	11,15	9,01	10,31	13,61	15,66	17,32	18,88
	8,0%	11,78	9,32	11,30	14,94	17,20	19,02	20,73
	7,0%	12,58	9,72	12,58	16,64	19,18	21,21	23,10

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

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

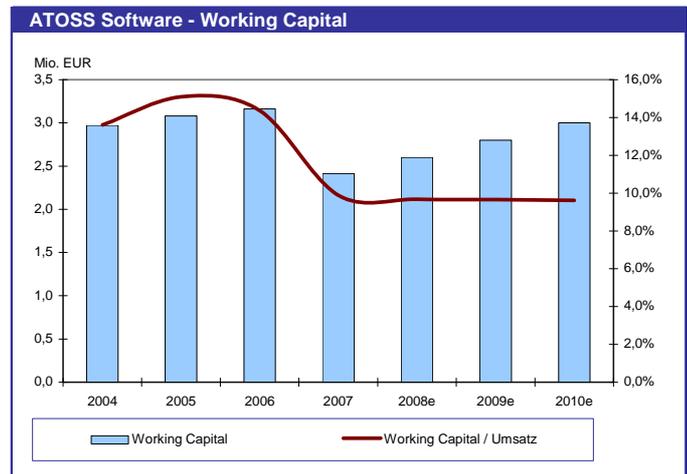
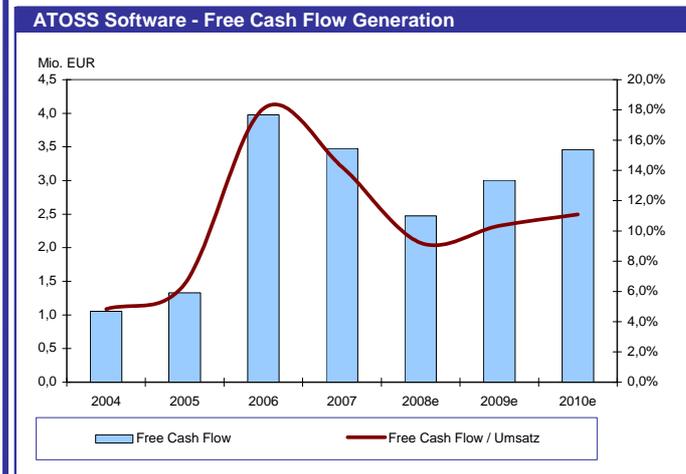


Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Geringe Investitionen
- Geringe Capex
- Typisch für Softwareunternehmen, die F&E nicht aktivieren

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

- Ausschüttung in 2006
- Hohe liquide Mittel
- Kein Leverage

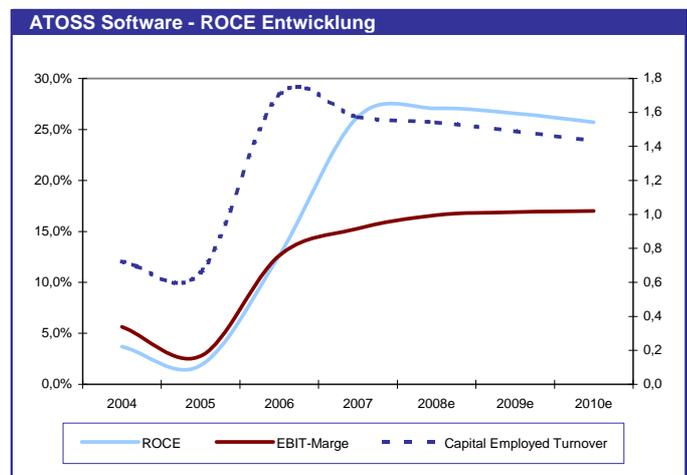
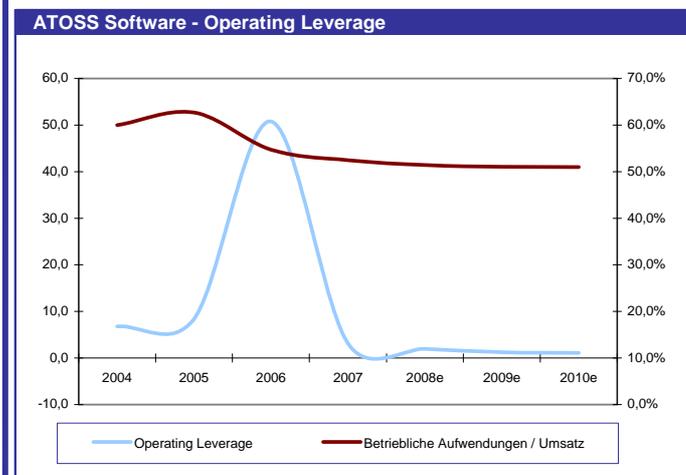


Quellen: ATOSS Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hoher Free Cash Flow in 2006/07
- Grund: Gutes Forderungsmanagement
- 2008ff: Höhere Kapitalbindung erwartet

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

- Reduktion des Working Capital in 2007 nicht wiederholbar
- Working-Capital-Quote bleibt niedrig
- Wächst mit höheren Umsätzen leicht an



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

- Betrachtung durch hohes Ergebniswachstum in 2006 verfälscht.
- Operating leverage normalerweise bei 10%-30%.
- Lizenzumsatz wichtige Determinante

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

- Rückkehr zu stabilen Erträgen in 2006
- Ausbau der Ertragskraft in 2007ff
- Capital-Employed hoch aufgrund hoher liquider Mittel

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b 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:

- Zwischen M.M.Warburg & CO KGaA und diesem Unternehmen besteht eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder hat in den letzten 12 Monaten bestanden aus der eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	129	59%
Halten	62	29%
Verkaufen	11	5%
Empf. ausgesetzt	15	7%
Gesamt	217	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	62%
Halten	49	28%
Verkaufen	10	6%
Empf. ausgesetzt	8	5%
Gesamt	176	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
ATOSS (AOFG.DE) am 18.4.08



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

Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)