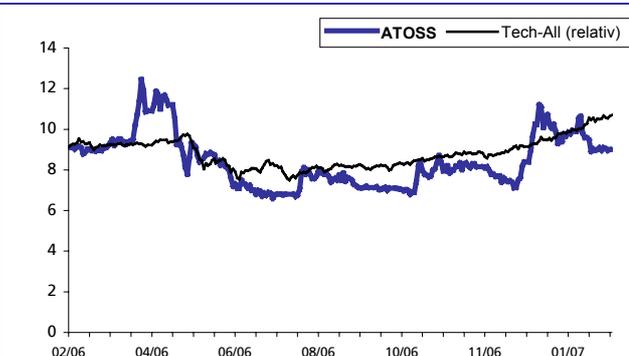


**Halten** Risiko: **Kursziel: EUR 11,00**  
(alt: Halten) hoch

## Running ATOSS

Bloomberg: AOF Kurs: EUR 9,00  
Reuters: AOFG.DE Tech-AS: 1.071,09  
ISIN: DE0005104400  
Internet: www.ATOSS.com  
Segment: Prime Standard  
Branche: Software/IT



Kursdaten: Bloomberg 20.02.2007/Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 12,89 / EUR 6,60  
Marktkapitalisierung: EUR 36,27  
Enterprise Value: EUR 24,79  
Aktienzahl (ausstehend): 4,03 Mio.

Aktionäre: Free Float 41,5%  
Gründerfamilie 55,5%  
Eigene Aktien 3,0%

Termine:

### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 22.02.2007  
Felix Ellmann (Analyst) +49-(0)40 309537-12

### 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  
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696  
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664  
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666  
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669  
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  
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701

#### Sales Assistance

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703  
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

ATOSS ist **führender Softwareanbieter** für Lösungen im Bereich Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung (PEP). Die 1987 gegründete Firma konnte sich einen beträchtlichen Kundenstamm (**über 3.500 Kunden und über 2 Mio. Nutzer**) aufbauen und kann sich in Verbindung mit einer sehr ausgereiften und etablierten Software und Marke vom Wettbewerb abheben, denn die installierte Basis bildet eine wichtige Entscheidungsgrundlage für Neukunden. Die starke Nachfrage nach der Java-basierten (J2EE) neuen Technologie zeigt, dass die ATOSS diesen Stand auch festigen wird. **Kontinuierlich hohe F&E Aufwendungen von rd. 20%** bezogen auf den Umsatz zeigen eindrucksvoll die Intensität, mit der ATOSS die Produktpalette weiterentwickelt. Die Fähigkeit das Produkt stetig weiterzuentwickeln, unterstützt durch eine sehr gute Bilanzqualität, ist ebenfalls ein Entscheidungskriterium von Kunden, insbesondere gegen kleinere Wettbewerber, die einen beträchtlichen Teil des Marktes ausmachen.

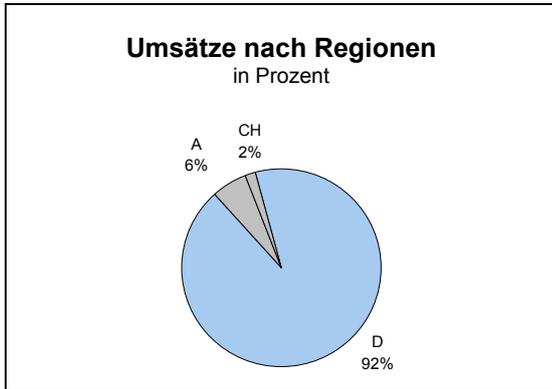
Das Wachstum des Unternehmens war im letzten Jahr beeinflusst durch ein gutes Softwarelizenzgeschäft und die Rückkehr zu angemessenen Softwarelizenzanteilen am Umsatz (20%+). In den Jahren zuvor litt ATOSS unter einer Vertriebschwäche, die ab Ende 2005 durch eine gezielte Umstrukturierung beseitigt wurde. In 2006 konnte nach mehrmaliger Überschreitung der eigenen Prognosen ein hervorragendes Jahr abgeliefert werden. Für 2007 erwarten wir ein **moderates Wachstum auf hohem Margenniveau**. Wir gehen davon aus, dass sich dies in den kommenden Quartalsberichten abzeichnen wird.

Wir halten die ATOSS-Aktie auf Basis der von uns herangezogenen Bewertungsmodelle (DCF, FCF-Yield) bei einem Kursniveau von EUR 11,00 für angemessen bezahlt. Rund EUR 11 Mio. respektive **EUR 2,70 je Aktie sind dabei freie Liquidität**. Die Vergleichsgruppe indiziert einen fairen Preis auf aktuellem Niveau.

**Insgesamt lautet unser Urteil weiter Halten.**

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 9,00 EUR					
Umsatz	21,8	20,4	22,0	23,5	25,1
Rohertagsmarge	65,6%	65,5%	67,9%	68,1%	66,0%
EBITDA	2,1	1,2	3,2	3,5	3,9
EBITDA-Marge	9,7%	5,8%	14,6%	14,9%	15,5%
EBIT	1,2	0,6	2,8	3,0	3,4
EBIT-Marge	5,6%	2,8%	12,6%	12,9%	13,5%
Nettoergebnis	0,9	0,5	1,9	2,0	2,4
Ergebnis je Aktie	0,22	0,11	0,46	0,48	0,58
Cash-Flow je Aktie	0,42	0,42	1,06	0,60	0,70
Dividende je Aktie	0,11	5,50	0,24	0,24	0,29
Dividendenrendite	1,2%	61,1%	2,7%	2,7%	3,2%
EV/Umsatz	1,14	1,21	1,13	1,06	0,99
EV/EBITDA	11,74	20,84	7,72	7,09	6,38
EV/EBIT	20,19	43,88	8,92	8,18	7,32
KGV	40,91	81,82	19,57	18,75	15,52
ROCE	4,1%	1,8%	13,0%	24,6%	25,3%
Adj. Free Cash Flow Yield	16,9%	33,6%	9,3%	13,0%	14,5%

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



Grafik 1; Quelle: ATOSS



Grafik 2; Quelle: ATOSS

### Effiziente Lösungen

Die ATOSS Software AG ist ein führender Anbieter von Arbeitszeitmanagement-Lösungen (Software). Im Mittelpunkt der Produktpalette steht die ATOSS Staff Efficiency Suite (ASES). Ergänzt wird die Lösung durch branchenspezifische Lösungen (ATOSS Medical Solution, ATOSS Retail Solution, ATOSS Call Center Solution) sowie Lösungen für den Mittelstand (ATOSS Startup Edition und ATOSS Time Control). Der Lizenzanteil am Umsatz beträgt rund 21%. Der hohe Wartungsanteil von 39% gibt einen Eindruck von der breiten Kundenbasis der ATOSS. Rund 3.500 Kunden nutzen die Lösungen und verwalten damit über 2 Mio. Arbeitnehmer.

Der Vorstand des Unternehmens besteht aus dem Gründer Andreas Obereder sowie Christof Leiber. Die Gründerfamilie ist mit 55% größter Aktionär der Gesellschaft.

### Stark positioniert

ATOSS ist ein mittelständischer Softwareanbieter der vorwiegend im deutschsprachigen Raum aktiv ist. Dieser Markt ist kein Wachstumsmarkt mehr und erfordert eine klare Abgrenzung der Produkte und Tätigkeiten. ATOSS positioniert sich hierbei sehr klar auf die Kernthemen Arbeitszeitmanagement und Personaleinsatzplanung. Neben der Tatsache, dass selbstverständlich Lösungen in Time und Budget abgeliefert werden, verfügt ATOSS über Wettbewerbsvorteile, die das Unternehmen signifikant vom Wettbewerb abgrenzen. Insbesondere kleinere Softwarehäuser, die noch einen beträchtlichen Teil des Marktes ausmachen, können diese Faktoren nicht aufweisen:

- Einen langjährigen Track-Record (20 Jahre) und eine erhebliche Kundenbasis (über 3.500 Kunden und über 2 Mio. Nutzer). **Die installierte Basis und die Referenzen in Schlüsselindustrien sind ein wesentliches Entscheidungskriterium für Neukunden.**
- Hohe Wartungseinnahmen (40% vom Umsatz oder rund EUR 8 Mio. p.a.) zur Absicherung von Produktentwicklung und Investitionssicherheit. **Die Gewährleistung der Weiterentwicklung von Softwareprodukten in den nächsten Jahren bildet ebenfalls ein wesentliches Entscheidungskriterium für neue Kunden,** da Investitionen in Softwarelösungen dieser Art eine langlebige und kontinuierlich erneuerbare Softwarelösung erfordern. Die Langlebigkeit des Unternehmens spielt hier mittelbar auch eine Rolle. Hier kommt ATOSS die hervorragende bilanzielle Situation zugute.
- Eine **herstellerunabhängige Positionierung im Bezug auf Hardware** der Zeiterfassung o.ä. (im Gegensatz zu fast allen wichtigen Konkurrenten). Auch dies ist entscheidend, **da Kunden nicht mit dem Erwerb von Software an einen Hersteller von Zugangstechnologie gebunden sein möchten.**
- ATOSS verfügt über eine führende Technologie (J2EE; nach eigenen Angaben als einziger Hersteller als durchgängige Lösung). Gerade **die leichte Handhabbarkeit von J2EE-Lösungen bildet einen Wettbewerbsvorteil bei Ausschreibungen.**

Diese Punkte zusammengenommen, grenzen die ATOSS deutlich vom Wettbewerb ab und sollten dazu führen, dass die Gesellschaft auch langfristig vom moderaten Wachstum des deutschen Softwaremarktes in ihrer Nische der Arbeitszeitmanagement-Lösungen (Software) profitieren kann.

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &  
Produkte

Kennzahlen

## Vielfältige Wachstumstreiber

Das künftige Top-line-Wachstum der ATOSS ist vor allem getrieben durch folgende generelle Faktoren:

- Wachstumstreiber **adressierte Märkte**: Insbesondere der Premium Markt mit Unternehmen mit über 500 MA birgt noch Potenzial für Personaleinsatzplanung.
- Wachstumstreiber **adressierte Branchen**: Hier sind vor allem Unternehmen im Bereich Handel (Retail) zu nennen.
- Wachstumstreiber **Channel Strukturen** (indirekter Vertrieb): Aktuell macht der Anteil des indirekten Vertriebs an den Softwarelizenzumsätzen rd. 20% aus. Dies wird ausgebaut.
- Wachstumstreiber **Internationales Wachstum**: Insbesondere in den DACH Regionen, aber auch international (über deutsche Kunden) kann ATOSS weiter wachsen.

Auf Basis dieser Wachstumstreiber gehen wir davon aus, dass es ATOSS gelingen sollte, in den kommenden Jahren weiter moderat zu wachsen (**Top-Line-Wachstum**). Exponentielles Wachstum ermöglicht der starke Deutschland-Fokus nicht.

Das **Bottom-Line-Wachstum** ergibt sich aus dem genannten Effekt in Verbindung mit der typischen Struktur des Geschäftes: Das Geschäft der ATOSS ist reines People-Business. Die EBITDA-Marge erklärt sich zu nahezu 100% aus der Auslastung der Mitarbeiter. Auf Basis des leichten Umsatzwachstums erwarten wir bei ATOSS für die kommenden Jahre eine leichte Margenerhöhung aufgrund von leichten Skaleneffekten und der Verstärkung des indirekten Vertriebes.

## Moderat bewertet

Es ergeben sich für alle verwendeten Bewertungsmodelle relativ einheitliche Ergebnisse.

- Der DCF-Wert liegt bei EUR 11,01.
- Auf Basis der Free-Cash-Flow-Yield (2007e) ergibt sich ein Wert je Aktie von EUR 10,53
- Beide Bewertungsansätze werden von der Peer-Group unterstrichen. Eine Bewertung auf dem Niveau von EUR 11,00 erscheint angemessen.
- **Unser Kursziel lautet EUR 11,00.**

## Newsflow

Der kurzfristige Newsflow bei ATOSS ist determiniert durch folgende Ereignisse:

- 14.03.2007: Veröffentlichung Geschäftsbericht 2006 und BPK
- 24.04.2007: Pressemeldung zum ersten Quartal 2007
- 26.04.2007: Hauptversammlung

Wir sind jedoch der Auffassung, dass kurzfristig das Potenzial guter News nach den exzellenten 2006er Zahlen erst einmal ausgeschöpft ist.



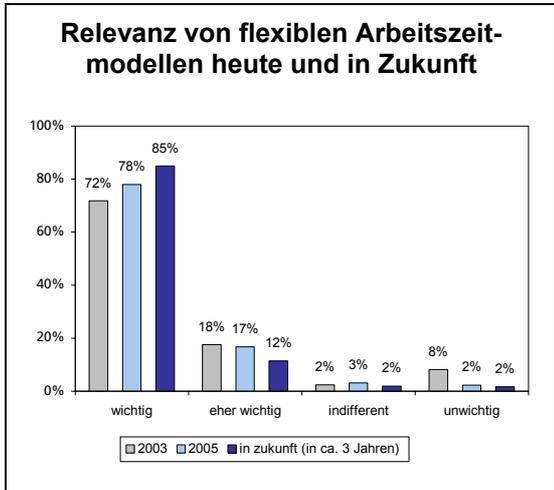
Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

**Fazit**

Die ATOSS Software AG ist im Markt für Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung- (PEP) Lösungen führend positioniert und konnte im letzten Jahr eindrucksvoll zu starken Zahlen zurückkehren. Das Unternehmen konnte in diesem Zusammenhang mehrmals die eigenen Prognosen anheben und sie am Jahresende übertreffen. Auf dieser Basis erwarten wir ein moderates Wachstum bei Umsatz und Ertrag in den kommenden Jahren.

Aufgrund der guten Kursentwicklung der letzten Monate halten wir die Aktie allerdings für angemessen gepreist und sehen nur geringes Bewertungspotenzial zum Fair Value (EUR 11,00). Unsere Einschätzung für die ATOSS-Aktie lautet Halten.

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 3; Quelle: ATOSS/FAZ/FH Heidelberg (2006)

Der Markt für Arbeitszeitmanagement- (AZM) und Personaleinsatzplanung- (PEP) Lösungen ist sehr stark beeinflusst von spezifischen Arbeitsbedingungen in dem jeweiligen länderspezifischen Markt. Eine Arbeitszeitmanagement-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. Dies hat drei wesentliche Implikationen:

- Ein moderates, stetiges Wachstum im deutschen Markt für Arbeitszeitmanagement-Lösungen.
- Eine stetig steigende Anzahl von Wartungskunden, die sich stark an ATOSS binden
- Kaum zu erwartender Wettbewerbsdruck von neuen Wettbewerbern, sofern das Produkt kontinuierlich weiterentwickelt wird.

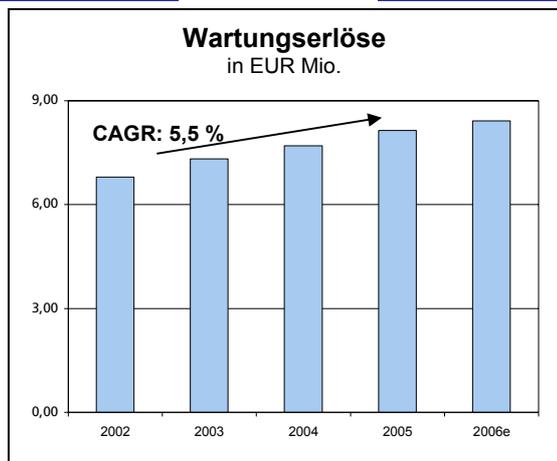
ATOSS ist der einzige börsennotierte Anbieter von Arbeitszeitmanagementlösungen in Deutschland mit diesem besonderen Fokus. ATOSS schätzt den eigenen Marktanteil in den Kernthemen auf 7% - 10%. Wesentliche Wettbewerber sind Interflex/ASTRUM, ISGUS oder die britische Torexretail (Handel). Diese Anbieter können jeweils 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 Roherträgen (Margen) aus Hardwareverkäufen quersubventionieren.

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

Der zahlenmäßig größere Wettbewerb kommt von Seiten kleinerer, nicht börsennotierter Softwareunternehmen, die häufig nur Teillösungen offerieren, in ihren Nischen jedoch auch namhafte Kunden akquirieren können. Doch leiden diese Gesellschaften häufig unter schwachen Bilanzen. Hier kann ATOSS in Bezug auf Investitionssicherheit punkten, denn kleine Anbieter können oft nicht gewährleisten, dass ihre Produkte auch noch in mehreren Jahren verfügbar und zeitgemäß sind.

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 4; Quelle: ATOSS

Neben der P&I, deren Produktportfolio sich in Teilen mit den ATOSS Lösungen überschneidet, verfügen auch Outsourcer (TDS oder AC-Service) oder Anbieter von Zugangskontrollsystemen (Primion o.ä.) über Lösungen, die das Spektrum der ATOSS am Rande berühren.

ATOSS steht zudem im Wettbewerb um die Allokation von verfügbaren IT-Budgets. Andere Softwareunternehmen aus den Bereichen CRM, SCM, HR und auch aus Nischenthemen versuchen ebenfalls ihren Anteil am verfügbaren Budget zu erlangen. Hier profitiert ATOSS von der zunehmenden Komplexität der Anforderungen an HR-Prozesse sowie der hohen Lohnkosten, die ein straffes Arbeitszeitmanagement erfordern.

### Wettbewerbsvorteil Bestandskunden

Die ATOSS Software-Lösungen werden von über 3.500 Anwendern genutzt. Diese immense Zahl sorgt für einen erheblichen Strom an Wartungseinnahmen. Diese Kundenbasis stellt eine Referenz dar, die von anderen Wettbewerbern nur schwer zu erreichen ist. Für nicht etablierte Anbieter dürfte es unmöglich sein, in diesen Markt einzudringen. 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. Ein 20-jähriger Track Record in der erfolgreichen Umsetzung von komplexen Projekten bei großen Kunden belegt die hohe Umsetzungskompetenz der ATOSS (Deutsche Bahn, Lufthansa bis Aldi Süd, EDEKA und Austrian Airlines in 2006).

### Wettbewerbsvorteil Technologie

Kontinuierlich hohe F&E Aufwendungen von rd. 20% bezogen auf den Umsatz zeigen eindrucksvoll die Intensität, mit der ATOSS die Produktpalette weiterentwickelt. ATOSS verfügt so beispielsweise als einziger Best of Breed Anbieter in den Themen AZM und PEP in der DACH Region über eine Lösung auf der Technologiebasis Java J2EE.

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.

Diese technologische Basis bildet ein wesentliches Stellsymbol der ATOSS im Wettbewerb und sollte auch langfristig für hohe Nachfrage nach ATOSS-Lösungen sorgen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

### Wachstumstreiber

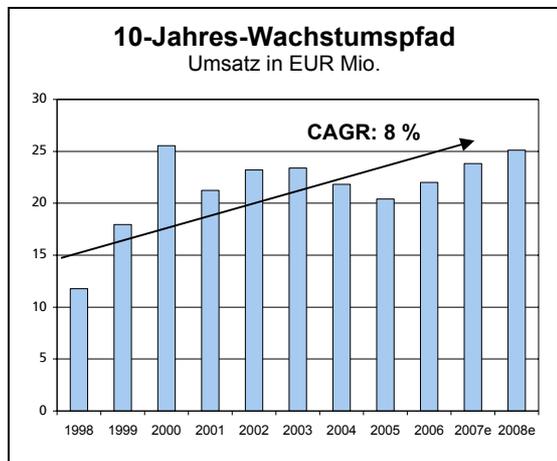
Das künftige Top-line-Wachstum der ATOSS ist vor allem getrieben durch:

- Wachstum in den adressierten Märkten:** Premium Markt - Unternehmen mit über 500 MA führen Personaleinsatzplanung bisher nur zu einem geringen Anteil (ca. 30% lt. SZ Studie) durch. Dabei bedeutet es für Unternehmen:
  - Chance für Kostenoptimierung
  - Verbesserung des Servicegrads (Kundenzufriedenheit)
  - Verbesserung der Mitarbeiterzufriedenheit
- Wachstum in den 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.
- Mittelfristig ergibt sich Wachstum über eine Ausweitung der Channel Strukturen (indirekter Vertrieb).** Aktuell macht der Anteil des indirekten Vertriebs an den Softwarelizenzumsätzen rd. 20% aus. Derzeit wird weiter nach Vertriebspartnern mit komplementären Produktangeboten und etablierten Bestandskunden gesucht. ATOSS-Lösungen sind thematisch hochgradig erklärungsbedürftig, insbesondere wenn der Bereich der Zeitwirtschaft verlassen wird und Personaleinsatzplanung verkauft und implementiert werden muss. Dies bedeutet für Partner nennenswerte Investitionen in Know-how Aufbau. Erste Erfolge in der Gewinnung neuer Partner sind jedoch in 2006 gemacht worden. Wachstum hieraus sollte in 2008 ggf. bereits in 2007 erfolgen. Die wichtigsten Partner der ATOSS sind derzeit:
  - Bosch
  - TDS
  - ACCURAT

Daneben gibt es eine Vielzahl kleinerer Partner.

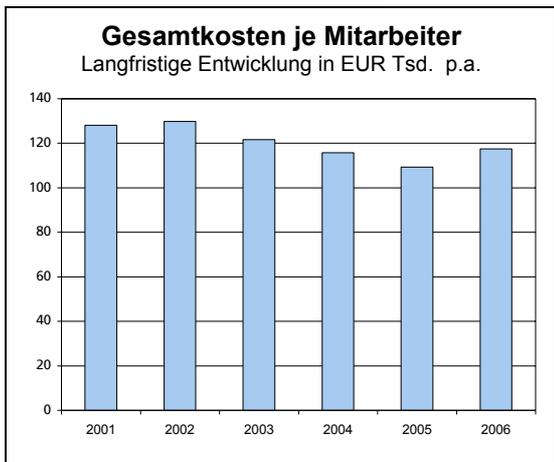
**Auch internationales Wachstum wird es bei ATOSS geben.** Insbesondere in den DACH Regionen, aber auch international (über deutsche Kunden) kann ATOSS weiter wachsen. Die Basis ist dafür gelegt. Obgleich ATOSS heute den gesamten Umsatz mit Kunden im deutschsprachigen Raum macht, wird die Software in 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%. Die Tatsache, dass die Mehrsprachigkeit sukzessive ausgebaut wurde, zeigt, dass auch hier mehr möglich ist.

Auf Basis dieser Wachstumstreiber gehen wir davon aus, dass es ATOSS gelingen sollte, in den kommenden Jahren im Umsatz weiter zu wachsen (6% p.a. von 2006-2009e). Die vergangenen Jahre haben aber auch gezeigt, dass die hohe Abhängigkeit vom deutschen IT-Markt und die hohe Volatilität des Lizenzgeschäftes durchaus schwache Jahre zur Folge haben können. Das durchschnittliche Umsatzwachstum in den vergangenen 5 Jahren lag bei gerade einmal 1% p.a. Auch bereinigt um die AENEIS-Transaktion hat diese Rate keine 5% betragen. Damit konnte sich ATOSS in den vergangenen Jahren nicht von der IT-Branchenkonjunktur in Deutschland abkoppeln. Was das Umsatzwachstum anbetrifft, sind daher

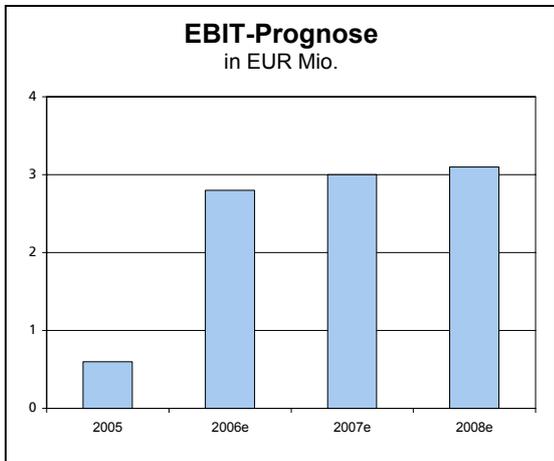


Grafik 5; Quelle: ATOSS, SES-Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 6; Quelle: ATOSS



Grafik 7; Quelle: ATOSS

auch langfristig defensive Prognosen angemessen. Wir rechnen ab 2006 mit 7% und langfristig mit 5% Umsatzwachstum.

Es muss in diesem Zusammenhang festgehalten werden, dass diese Annahme vor dem Hintergrund des Wachstums der letzten Jahre (1%) und des Basiseffektes (1998) im 10-Jahres-Vergleich optimistisch ist. Es spricht nicht für ATOSS, dass andere Anbieter im HR-Umfeld im selben Zeitraum deutlich stärker wuchsen.

### Kostenstruktur

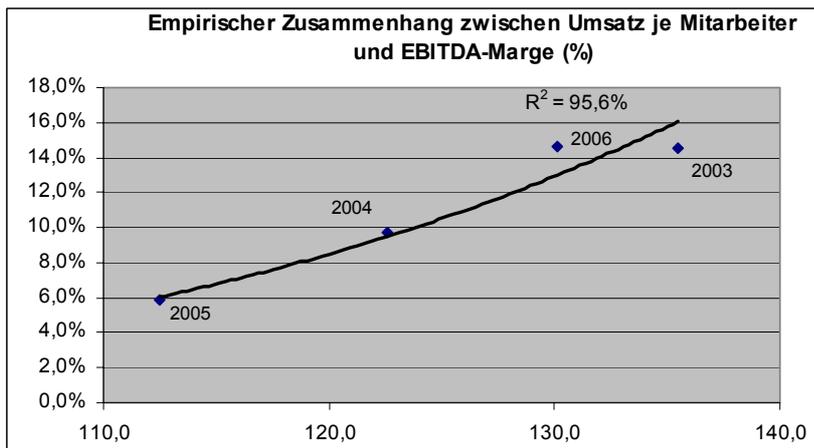
Das Geschäft der ATOSS ist nahezu reines People-Business. Die Auslastung der Mitarbeiter und die EBITDA-Marge sind für den Zeitraum 2002-2006 fast 100% korreliert. Diese Zahl ist beeindruckend und sie zeigt, dass nahezu einzig die Auslastung der Mitarbeiter die EBITDA-Marge erklärt. Insofern scheint es neben der Prognose der Top-Line vor allem wichtig, die direkten und indirekten Personalkosten zu analysieren. Nebenstehende Grafik verdeutlicht dies eindrucksvoll.

Grafik 6 zeigt zudem, dass die durchschnittlichen Gesamtkosten je Mitarbeiter (Betriebsaufwand + Herstellungskosten) jährlich rund EUR 120 Tsd. betragen haben und dabei kein Zusammenhang zwischen Margen und Kosten je Mitarbeiter zu erkennen war. 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.

### Ergebniswachstum

Auf Basis des leichten Umsatzwachstums erwarten wir bei ATOSS für die kommenden Jahre eine leichte Margenerhöhung aufgrund von leichten Skaleneffekten und der Verstärkung des indirekten Vertriebs. Auch die F&E kosten, die bei ATOSS einen signifikanten und wichtigen Kostenblock darstellen, sollten unterproportional zum Umsatz wachsen. Hieraus ergibt sich nebenstehende EBIT-Entwicklung.



Grafik 8; Quelle: ATOSS, SES Research

### Bilanz

Das hergeleitete Ergebniswachstum schlägt sich auch in den Bilanzzahlen nieder. Wichtig zu erwähnen ist jedoch, dass ATOSS aufgrund eines hohen Bestandes an liquiden Mitteln (ca. EUR 11 Mio.) einen sehr schwachen Return on Capital-Employed ausweist. Rechnete man dieses Kapital



Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

nicht dem Capital-Employed zu, da es nicht betriebsnotwendig ist, läge der ROCE bei rund 30%.

Grundsätzlich schüttet ATOSS 30%-50% des Jahresüberschusses als Dividende aus und trägt damit dem hohen Mittelbestand Rechnung. Für 2006 beträgt die Ausschüttungsquote rund 50%. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft auch weiterhin hohe Ausschüttungsquoten beibehalten wird.

**Analyse der jüngsten Unternehmenszahlen**

In den ersten neun Monaten des Jahres 2006 konnte ATOSS im Umsatz um 13% zulegen. Diese Zahl versteht sich, bereinigt um die in 2005 veräußerten Aktivitäten im AENEIS-Umfeld. Unbereinigt stieg der Umsatz um 9%. Hierbei stieg der Lizenzumsatzanteil um 32%. Das EBIT erhöhte sich von EUR -0,3 Mio. auf EUR 2,1 Mio. Grund für die starke Ertragsentwicklung war insbesondere das gute Lizenzgeschäft, welches nach einem enttäuschenden 2005 wieder auf ein normales Niveau zurückkehrte. Ebenfalls positiv wirkte sich die Trennung von den defizitären Aktivitäten im ANEIS-Umfeld (s.o.) aus.

Am 31.01.07 gab ATOSS die Zahlen für 2006 bekannt. Im Jahr 2006 konnte ATOSS mehrfach die Prognosen erhöhen und einen Umsatz von EUR 22 Mio. erwirtschaften. Das EBIT konnte auf EUR 2,8 Mio. erhöht und damit fast verfünffacht werden.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Moderates Wachstum und ein solides Geschäftsmodell führen zu recht homogenen Ergebniszahlen und Multiplikatoren, die zu validen Modell-Ergebnissen führen. Auffällig ist einzig das recht geringe ROCE-Niveau von gut 22%. Es zeigt, dass die Kapitalausstattung des Unternehmens mit liquiden Mitteln von ca. EUR 11 Mio. zu hoch ist. Würde das Unternehmen die nicht notwendigen Mittel (schätzungsweise ca. EUR 9 Mio.) ebenfalls ausschütten, läge das ROCE-Niveau bei ausgesprochen guten 150%.

Wir haben drei verschiedene Bewertungsverfahren zur Ermittlung des fairen Wertes der ATOSS-Aktie genutzt:

- der adjustierte **Free-Cash-Flow-Yield (2008e)** führt zu einem Kursziel von EUR 10,53
- das **DCF-Modell** deutet einen fairen Wert je Aktie EUR 11,01 und damit ein anderes Kursziel an
- der **Peer Group Vergleich** unterstützt diese Tendenz, wenngleich produktseitig keine exakt vergleichbaren Unternehmen existieren

### 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					
	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Jahresüberschuss	877,8	455,3	1.885,0	1.969,2	2.384,2
+ Abschreibung + Amortisation	884,5	625,8	431,0	469,1	501,0
- Zinsergebnis (netto)	515,0	549,0	414,0	252,0	280,0
+ Steuern	867,1	658,7	658,7	1.312,8	1.283,8
- Erhaltungsinvestitionen	422,8	258,3	260,9	278,3	297,3
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1.691,7</b>	<b>932,5</b>	<b>2.299,8</b>	<b>3.220,9</b>	<b>3.591,9</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	16,9%	33,6%	9,3%	13,0%	14,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Aktueller Enterprise Value</b>	<b>10.023,2</b>	<b>2.775,1</b>	<b>24.794,7</b>	<b>24.794,7</b>	<b>24.794,7</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>16.917,0</b>	<b>9.325,4</b>	<b>22.997,6</b>	<b>32.208,5</b>	<b>35.918,6</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-26.331,5	-33.579,6	-11.560,0	-11.560,0	-11.560,0
- Pensionsverbindlichkeiten	1.379,0	1.230,0	1.230,0	1.230,0	1.230,0
- Off Balance Sheet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>41.869,5</b>	<b>41.675,0</b>	<b>33.327,6</b>	<b>42.538,5</b>	<b>46.248,6</b>
Aktienanzahl (k)	4.039,4	4.039,4	4.039,4	4.039,4	4.039,4
<b>Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>10,37</b>	<b>10,32</b>	<b>8,25</b>	<b>10,53</b>	<b>11,45</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	15,2%	14,6%	-8,3%	17,0%	27,2%

Tabelle 1; Quelle: SES Research



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

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 10,53.

### DCF-Modell

Unser DCF-Modell basiert auf folgenden Annahmen:

- Wir erwarten ein moderates Wachstum von gut 6% p.A. bis 2016. Anschließend rechnen wir mit 5% (bis 2019) und setzen eine langfristige Wachstumsrate von 3% an.
- Beta 1,30
- WACC 10,7%

Hieraus ergibt sich ein Wert je Aktie von EUR 11,01

DCF Modell														
	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	22,0	23,5	25,1	26,8	28,6	30,9	33,3	36,0	38,5	40,5	42,5	44,6	46,8	49,2
Veränderung	7,7%	6,6%	6,8%	6,9%	6,7%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	2,8	3,0	3,4	3,7	3,7	4,0	4,3	4,7	5,0	5,3	5,5	5,8	6,1	6,4
EBIT-Marge	12,6%	12,9%	13,5%	13,8%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Steuerquote	23,5%	43,3%	37,9%	38,0%	38,4%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
Abschreibungen	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
in % vom Umsatz	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Investitionsquote	2,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
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)	1,9	1,5	1,9	2,0	2,0	2,2	2,3	2,5	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,6
<b>Wertermittlung (Mio. €)</b>		<b>Modellparameter</b>			<b>Sensitivität Wert je Aktie (€)</b>				<b>ewiges Wachstum</b>					
Barwerte bis 2019	20,4	Fremdkapitalquote		0,00%	WACC			1,50%	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%	4,50%
Terminal Value	14,1	Fremdkapitalzins		n.a.	13,24%			8,71	8,83	8,93	8,98	9,03	9,14	9,34
Verbindlichkeiten	0,0	Marktrendite		9,00%	12,24%			9,29	9,46	9,59	9,66	9,73	9,89	10,16
Liquide Mittel	8,0	risikofreie Rendite		3,20%	11,24%			10,00	10,23	10,41	10,51	10,61	10,83	11,23
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>42,4</b>				10,74%			10,42	10,69	10,90	<b>11,01</b>	11,14	11,41	11,89
		Beta		1,30	10,24%			10,89	11,21	11,46	11,60	11,74	12,07	12,67
Aktienzahl (Mio.)	3,85	WACC		10,74%	9,24%			12,01	12,47	12,84	13,04	13,26	13,77	14,73
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>11,01</b>	ewiges Wachstum		3,00%	8,24%			13,48	14,17	14,73	15,05	15,40	16,23	17,88

### Peer-Group-Vergleich

Für unseren Peer-Group-Vergleich haben wir Unternehmen zweier Vergleichsgruppen gewählt:

- Kleinere Softwarehäuser (Unternehmenssoftware)
- Anbieter von IT-Outsourcing im HR-Bereich sowie sonstige (Zugangskontrollsysteme)

So ergibt sich zumindest hinsichtlich des thematischen Schwerpunktes – Einsatzoptimierung des Produktionsfaktors Arbeit – eine gewisse Vergleichbarkeit. Allerdings bildet keines der aufgeführten Unternehmen die Produktpalette von ATOSS hinreichend ab, so dass die Aussagekraft schon aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle eingeschränkt ist.

#### Kleinere Softwarehäuser

**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	<b>Bewertung</b>	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.

**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 Versicherer, Finanzdienstleister und Versorgungsträger angebotenen Produkte.

**PSI AG** - Die PSI AG ist ein führender Softwareanbieter für die Steuerung und Überwachung von unternehmensübergreifenden Produktionsprozessen in der Industrie und für Infrastrukturaufgaben in Telekommunikation, Verkehr und Sicherheit.

**BETA Systems Software AG** - Die Beta Systems Software AG entwickelt und vermarktet Software für die Automatisierung von Rechenzentren großer Organisationen und öffentlichen Stellen, die mit IBM- oder IBM-kompatiblen Großrechnern arbeiten. Die Gesellschaft bezeichnet sich als ein führender Anbieter von Automatisierungs-Software für Rechenzentren in Deutschland und als bedeutender Lieferant solcher Software in anderen Teilen Europas.

**HR-Prozesse und Sonstige**

**TDS AG** - Die TDS AG konzentriert sich regional auf Deutschland, Österreich und die Schweiz. Das Unternehmen ist in drei Sparten IT Consulting, IT Outsourcing und HR Services & Solutions organisiert. Die TDS AG hat sich im IT Dienstleistungsgewerbe auf die Beratung im SAP Umfeld, auf das Application Service Providing (ASP) und die Übernahme von Geschäftsprozessen im Business Process Outsourcing spezialisiert.

**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, findet alles aus dem Hause primion.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Basisdaten der Vergleichsanalyse							
Unternehmen in Mio. €	Kurs (LW)	EPS (in LW)			Umsatz (in Mio. LW)		
		06e	07e	08e	06e	07e	08e
Kleinere Softwarehäuser							
Update	5,10	0,30	0,35	0,40	23,60	27,40	31,80
Softm	4,95	0,15	0,21	0,39	80,83	85,71	91,58
IBS	3,72	0,30	0,36	0,42	20,50	23,30	25,80
FJH	2,56	-0,08	0,15	0,24	56,73	59,62	64,00
PSI	4,65	0,07	0,21	0,37	123,67	131,82	140,75
Beta	4,40	-1,09	0,24	0,49	98,50	105,05	110,93
HR-Prozesse und Sonstige							
TDS	2,95	0,10	0,11	n.a.	100,00	106,00	n.a.
AC-Service	5,52	-0,21	0,31	0,60	70,00	77,20	82,40
P&I	17,90	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Primion	9,41	0,43	0,78	0,90	35,15	51,25	55,00
ATOSS	9,00	0,46	0,48	0,58	21,99	23,45	25,05
EV (Mio. LW)		EBIT (in Mio. LW)			Market- cap.	Ver- bindl.	Liq. Mittel
		06e	07e	08e			
Kleinere Softwarehäuser							
Update	44,38	2,70	4,05	4,90	52,6	0,0	8,3
Softm	24,17	1,40	1,91	3,32	24,2	3,0	3,0
IBS	23,26	2,65	3,35	3,85	25,2	0,9	2,9
FJH	43,71	-1,56	4,18	6,73	54,5	2,1	12,9
PSI	37,48	2,03	3,92	6,22	56,3	0,1	19,0
Beta	49,56	-15,30	3,88	7,55	39,0	12,2	1,6
HR-Prozesse und Sonstige							
TDS	109,63	5,85	7,80	n.a.	86,3	25,5	2,3
AC-Service	35,43	1,80	3,30	4,80	29,8	17,1	11,4
P&I	124,98	n.a.	n.a.	n.a.	137,8	0,0	12,9
Primion	65,92	4,50	7,27	8,17	52,2	17,4	3,7
ATOSS	24,79	2,78	3,03	3,39	36,4	0,1	11,7

Tabelle 3; Quelle: SES Research, Bloomberg

Aufgrund des hohen Bestandes an liquiden Mitteln sollte in der Vergleichsanalyse nur auf EV-Multiplikatoren zurückgegriffen werden. Wir betrachten hier nur den EV/EBIT-Multiplikator, da der Umsatz bei den betrachteten Unternehmen strukturelle Unterschiede aufweist (Lizenz- / Wartungsanteil, Geschäftsmodell). Im EV-EBIT-Vergleich wird ATOSS im Jahr 2008 etwas über den Multiplikatoren beider Vergleichsgruppen bewertet. In 2007 leicht darunter. Insgesamt jedoch festigt sich das Bild einer fairen Bewertung auf aktuellem Niveau.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Peer-Group ATOSS							
Unternehmen	KUV			KGV			
	06e	07e	08e	06e	07e	08e	
Kleinere Softwarehäuser							
Update	2,23	1,92	1,66	17,00	14,57	12,75	
Softm	0,30	0,28	0,26	33,00	24,15	12,86	
IBS	1,23	1,08	0,98	12,61	10,33	8,96	
FJH	0,96	0,91	0,85	neg.	17,07	10,53	
PSI	0,46	0,43	0,40	62,84	21,73	12,50	
Beta	0,40	0,37	0,35	neg.	18,72	8,98	
<b>Durchschnitt</b>	<b>0,93</b>	<b>0,83</b>	<b>0,75</b>	<b>31,36</b>	<b>17,76</b>	<b>11,10</b>	
HR-Prozesse und Sonstige							
TDS	0,86	0,81	n.a.	29,50	26,82	n.a.	
AC-Service	0,43	0,39	0,36	neg.	17,81	9,20	
P&I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Primion	1,49	1,02	0,95	22,14	12,06	10,51	
<b>Durchschnitt</b>	<b>0,93</b>	<b>0,74</b>	<b>0,66</b>	<b>25,82</b>	<b>18,90</b>	<b>9,86</b>	
<b>Gesamtdurchschnitt</b>	<b>0,93</b>	<b>0,80</b>	<b>0,73</b>	<b>29,51</b>	<b>18,14</b>	<b>10,79</b>	
<b>ATOSS</b>	<b>1,65</b>	<b>1,55</b>	<b>1,45</b>	<b>19,57</b>	<b>18,75</b>	<b>15,52</b>	
Enterprise Value Analyse							
Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBIT		
		06e	07e	08e	06e	07e	08e
Kleinere Softwarehäuser							
Update	44,38	1,88	1,62	1,40	16,44	10,96	9,06
Softm	24,17	0,30	0,28	0,26	17,33	12,65	7,28
IBS	23,26	1,13	1,00	0,90	8,78	6,94	6,04
FJH	43,71	0,77	0,73	0,68	neg.	10,46	6,49
PSI	37,48	0,30	0,28	0,27	18,48	9,56	6,02
Beta	49,56	0,50	0,47	0,45	neg.	12,77	6,57
<b>Durchschnitt</b>		<b>0,82</b>	<b>0,73</b>	<b>0,66</b>	<b>15,25</b>	<b>10,56</b>	<b>6,91</b>
HR-Prozesse und Sonstige							
TDS	109,63	1,10	1,03	n.a.	18,74	14,06	n.a.
AC-Service	35,43	0,51	0,46	0,43	19,68	10,74	7,38
P&I	124,98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Primion	65,92	1,88	1,29	1,20	14,65	9,07	8,07
<b>Durchschnitt</b>		<b>1,16</b>	<b>0,93</b>	<b>0,81</b>	<b>17,69</b>	<b>11,29</b>	<b>7,73</b>
<b>Gesamtdurchschnitt</b>		<b>0,93</b>	<b>0,80</b>	<b>0,70</b>	<b>16,30</b>	<b>10,80</b>	<b>7,11</b>
<b>ATOSS</b>	<b>24,79</b>	<b>1,13</b>	<b>1,06</b>	<b>0,99</b>	<b>8,92</b>	<b>8,18</b>	<b>7,32</b>

Tabelle 4; Quelle: SES Research, Bloomberg

### Konklusion

In der Bewertung der ATOSS ergibt sich ein relativ homogenes Bild. Während das DCF- oder FCF-Yield-Modell mit EUR 11 einen recht hohen Wert indiziert, indiziert die Peer-Group eine Bewertung auf aktuellem Niveau.

Wir sehen in der Bewertungssituation unsere Einschätzung („Halten“) bestätigt.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	<b>Newsflow</b>	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

Der kurzfristige Newsflow ist unternehmensseitig determiniert durch:

- 14.03.2007: Veröffentlichung Geschäftsbericht 2006 und BPK
- 24.04.2007: Pressemeldung zum ersten Quartal 2007
- 26.04.2007: Hauptversammlung

Des Weiteren gibt ATOSS regelmäßig Vertragsabschlüsse per Pressemitteilung bekannt.

Wir sind jedoch der Auffassung, dass kurzfristig das Potenzial guter News nach den exzellenten 2006er Zahlen erst einmal ausgeschöpft ist.

Das Unternehmen zeichnet sich durch eine sehr gute und ausgewogene Kommunikationspolitik aus und guided immer recht genau. Dies beschränkt natürlich das Potenzial positiv oder negativ zu überraschen.



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

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 alle Bedürfnisse eines professionellen Personalmanagements ab. ATOSS hat die typische Aufstellung eines IT-Produktunternehmens vom Vertrieb der Software, über Wartung und Dienstleistungen bis zur Hardware und beschäftigt derzeit rund 171 Mitarbeiter.

Die Strategie der Gesellschaft sieht vor, die derzeitige Position in Deutschland auszubauen, um so weitere Marktanteile zu gewinnen. Der größte Anteil des im Ausland generierten Umsatzes fällt auf das deutschsprachige Ausland mit Schwerpunkt in Österreich.

### Produkte

Bei den Produkten der ATOSS handelt es sich um folgende Softwarelösungen:

- ATOSS Staff Efficiency Suite (ASES) und ATOSS Startup Edition (ASE)
- ATOSS Time Control (ATC)
- AENEIS

Mit **ASES** und **ASE** stellt die ATOSS Softwarelösungen zum Arbeitszeitmanagement und zur Personaleinsatzplanung bereit. ASES/ASE wird auf allen marktgängigen Systemplattformen und Datenbanken eingesetzt und ist eine Softwarelösung für Kunden aller Branchen und Größenordnungen.

Die Softwarelösung **ATC** soll kleineren und mittleren Kundengruppen sowie großen, dezentral organisierten Kunden zum Arbeitszeitmanagement und zur Personalplanung dienen.

**AENEIS** ist eine Softwarelösung zum Geschäftsprozessmanagement. Bis zur Übertragung an die intellior AG zum 01.01.2006 war AENEIS von der Erstellung über den Vertrieb bis hin zur Implementierungsberatung in die Gesamtorganisation der ATOSS eingebunden. Diese Aktivitäten wurden verkauft und sorgten in 2005 für einen AO-Ertrag in Höhe von EUR 0,4 Mio.

Für alle Softwarelösungen erbringt ATOSS neben Dienstleistungen zur Implementierung und Schulung ferner Consultingleistungen, um mögliche Effizienzsteigerungen in den betroffenen Unternehmen realisieren zu können. Darüber hinaus werden für ASES/ASE und ATC Hardwarekomponenten zur Zeiterfassung sowie Erfassungsmedien als Handelsware angeboten.

### Unternehmensstruktur

Die Unternehmenszentrale der ATOSS Software AG befindet sich in München. Die ATOSS hält Beteiligungen zu je 100% an Tochtergesellschaften in St. Gallen, Wien und Timisoara (Entwicklungsstandort in Rumänien). Darüber hinaus ergänzt die ATOSS CSD Software GmbH mit Sitz in Cham die Produktpalette der Software AG im Bereich der einfachen Personalmanagement-Lösungen. Das Tochterunternehmen ATOSS Software S.A.R.L. in Paris wurde zum Ende des Geschäftsjahres 2005 geschlossen.

### Geographische Verteilung

Die Geschäftstätigkeiten der ATOSS Software AG konzentrieren sich auf die deutschsprachigen Kernmärkte. Dabei liegt der regionale Schwerpunkt in Deutschland, mit etwa 91% Anteil an den im Geschäftsjahr 2005 generierten Umsätzen. 6% fielen auf die Region Österreich und weitere 2% auf die Schweiz. Der restliche Anteil verteilt sich auf die übrigen Regionen in Europa.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

**Management**

Andreas F.J. Obereder ist seit 1999 Vorsitzender des Vorstandes der ATOSS. Der Gründer der Gesellschaft ist neben den operativen Bereichen für die Strategie des Unternehmens verantwortlich.

Cristof Leiber, seit 2004 im Vorstand der ATOSS, sind die Ressorts Finanzen, Personal und Recht untergeordnet.

**Aktionäre**

45% der Aktien befinden sich im Free Float. Die Gründerfamilie Obereder ist mit den verbleibenden 55% beteiligt.

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

**Kennzahlen (ATOSS Software)**

GuV (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	20,4	22,0	23,5	25,1
Herstellungskosten	7,1	7,1	7,5	8,5
Rohrertrag	13,4	14,9	16,0	16,5
Vertriebs- und Verwaltungskosten	5,5	5,5	5,5	5,8
F&E-Kosten	4,1	4,1	4,4	4,4
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,2	3,2	3,5	3,9
Abschreibungen	0,6	0,4	0,5	0,5
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,6	2,8	3,0	3,4
Finanzergebnis	0,5	0,4	0,3	0,3
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,1	3,2	3,3	3,7
Steuern	0,7	0,7	1,3	1,3
Nettoergebnis vor Minoritäten	0,5	1,9	2,0	2,4
Nettoergebnis	0,5	1,9	2,0	2,4
Ausschüttung	22,3	1,0	1,0	1,2

Cash-Flow (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash Flow	1,1	2,3	2,4	2,9
Free Cash Flow	1,3	4,4	1,4	2,4
Investitionen	0,4	0,4	0,4	0,4

Bilanz (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	0,4	0,2	0,0	-0,3
Immat. Vermögen	0,3	0,0	-0,2	-0,5
Net Working Capital	3,1	0,6	1,3	1,4
Umlaufvermögen	32,5	14,7	15,9	17,4
Liquide Mittel	33,7	10,8	11,2	12,4
Eigenkapital	27,8	8,6	9,6	10,8
Rückstellungen	3,1	3,1	3,1	3,1
Finanzverbindlichkeiten	0,2	0,2	0,2	0,2
Nettoliquidität	33,6	10,7	11,0	12,2
Bilanzsumme	33,1	14,9	15,7	16,6

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	-6,5%	7,7%	6,6%	6,8%
EBITDA	-43,6%	169,7%	9,0%	11,1%
EBIT	-54,0%	391,9%	9,0%	11,8%
EBT	-36,1%	186,6%	2,8%	11,8%
Nettoergebnis	-48,1%	314,0%	4,5%	21,1%
Dividende	4900,0%	-95,6%	0,6%	20,5%

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Herstellungskosten / Umsatz	34,5%	32,1%	31,9%	34,0%
V- und V.kosten / Umsatz	26,8%	24,9%	23,5%	23,0%
F&E-Kosten / Umsatz	19,9%	18,4%	18,7%	17,7%

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (EUR)				9,00
Marktkap. (Mio. EUR)				36
Enterprise Value (Mio. EUR)				25

Aktienkennzahlen (EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie	0,11	0,46	0,48	0,58
Umsatz je Aktie	5,03	5,40	5,75	6,11
Free-Cash-Flow je Aktie	0,33	1,08	0,33	0,58
Dividende je Aktie	5,50	0,24	0,24	0,29

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	80,23	19,43	18,65	15,48
KUV	1,79	1,67	1,57	1,47
EV/SALES	1,21	1,13	1,06	0,99
EV/EBITDA	20,84	7,72	7,09	6,38
EV/EBIT	43,88	8,92	8,18	7,32
KBV	1,31	4,21	3,78	3,37
Dividendenrendite	61,1%	2,7%	2,7%	3,2%

Aktienanzahl (Mio.)	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	4,06	4,07	4,08	4,10
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	5,8%	14,6%	14,9%	15,5%
EBIT / Umsatz	2,8%	12,6%	12,9%	13,5%
EBT / Umsatz	5,5%	14,5%	14,0%	14,6%
Nettoergebnis / Umsatz	2,2%	8,6%	8,4%	9,5%
EK-Rendite	1,6%	21,9%	20,5%	22,1%
GK-Rendite	1,4%	12,7%	12,6%	14,4%
ROCE	1,8%	13,0%	24,6%	25,3%

**Unternehmensprofil**  
 Die ATOSS Software AG ist einer der führenden Anbieter von Zeitwirtschaftssystemen in Deutschland. Die Software der 1987 gegründeten Ge-sellschaft wurde 1991 am Markt eingeführt und deckt mit ihren ausgereiften Produkten alle Bedürfnisse eines professionellen Personalmanagements ab. ATOSS hat die typische Aufstellung eines IT-Produktunternehmens vom Vertrieb der Software, über Wartung und Dienstleistungen bis zur Hardware und beschäftigt derzeit rund 171 Mitarbeiter.

**Management**  
 Andreas Obereder, Christof Leiber

Aktionäre	
Streubesitz	44,56%
Familie Obereder	55,44%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

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 erheben 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 Einspeicherung 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:

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

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, offenzulegen.

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.

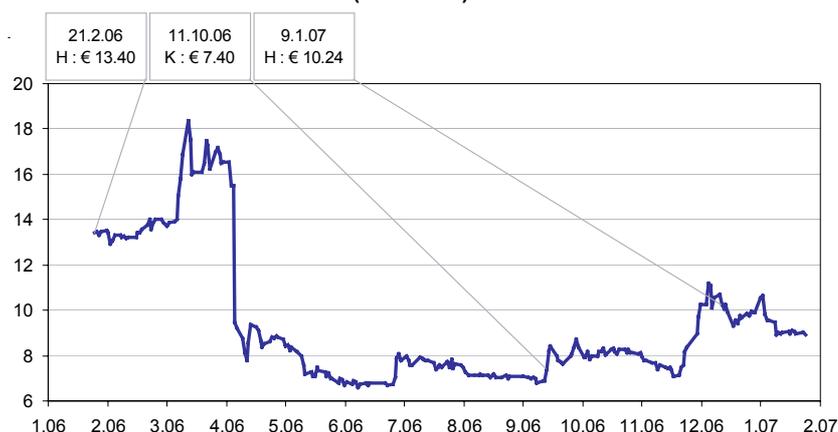
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	89	46%
Halten	81	42%
Verkaufen	14	7%
Empf. ausgesetzt	9	5%
<b>Gesamt</b>	<b>193</b>	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	54	56%
Halten	35	36%
Verkaufen	5	5%
Empf. ausgesetzt	3	3%
<b>Gesamt</b>	<b>97</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**  
ATOSS (AOFG.DE) am 21.2.07



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

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.