

<b>Hold</b>  <b>EUR 44,00</b> (EUR 40,00)  <b>Kurs</b> EUR 46,00 <b>Downside</b> -4,3 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 43,82	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: AOF GR Reuters: AOFG ISIN: DE0005104400	<b>Beschreibung:</b> ATOSS ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 182,9 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 163,5 Freefloat MC: 59,8 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 90,66	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 32,7 % Gründer Familie 56,4 % Mainfirst 5,1 % Investment TGV Bonn 5,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2015e Beta: 1,2 KBV: 9,7 x EK-Quote: 56 %

## Starke Zahlen trotz zukunftssträchtiger Investitionen

Berichtete Kennzahlen Q2/2015:								Kommentar zu den Kennzahlen:	
Angaben in Mio. EUR	Q2/15	Q2/15e	Q2/14	yoy	6M/15	6M/14	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Am 22.07.15 legte die ATOSS Software AG die Zahlen zum zweiten Quartal respektive zum ersten Halbjahr 2015 vor.</li> <li>Diese markierten erneut Rekordniveaus bei Umsatz und Ergebnis. Bei den Umsätzen entfielen 13,0 Mio. (EUR 11,7 Mio.) auf den Kernbereich Software. Dies entspricht 60% des Umsatzes. Auf Beratung entfielen 27%. Der Rest entfiel auf Hardware und sonstige Umsätze.</li> </ul>	
<b>Umsatz</b>	10,9	10,7	9,1	20,8%	21,7	18,8	15,4%		
<b>EBIT</b>	2,8	2,7	2,2	30,0%	5,6	4,7	19,1%		
<i>Marge</i>	25,8%	25,2%	23,9%		25,8%	25,0%			
<b>EPS in EUR</b>	0,44	0,41	0,38	15,8%	1,00	0,88	13,6%		

Bemerkenswert an den vorgelegten Ergebnissen ist, dass es gelingt, auch die Margen konstant zu verbessern, obgleich das Unternehmen in neue Technologien und regionale Expansion investiert. Das operative Ergebnis stieg trotz der im Vergleich zum Vorjahresquartal gestiegenen Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie gestiegenen Personalkosten im Zusammenhang mit dem Ausbau der Sales und Customer Services deutlich. Diese Investitionen beziehen sich vornehmlich auf technologische Weiterentwicklungen (z.B. Webclients, Startup Crewmeister) bzw. die Markterschließung (hier insbesondere die Internationalisierung in Richtung Niederlande und Benelux). Neben allgemein gestiegenen Umsätzen (Skalierung) dürfte insbesondere perspektivisch die hohe Rentabilität darauf basieren, dass ATOSS zunehmend einen beträchtlichen Teil ihrer Software im Wege des Hosting/Managed Service bereitstellt, was mit höheren Margen verbunden ist (Anteil wird noch nicht dediziert ausgewiesen). Vor dem Hintergrund der internationalen Expansion sowie des gestiegenen Anteils an Hostinglösungen werden die Prognosen angehoben (siehe unten). Zudem wird, aufgrund der sehr hohen Visibilität und Prognosetreue des Unternehmens (u.a. gestützt durch Revenue-recognition der Lizenz Erlöse nach PoC) das Beta bei der Ermittlung des Kurszieles gesenkt.

**Auf dieser Basis errechnet sich ein neues Kursziel von EUR 44 (40). Die Aktie wird weiter mit Halten eingestuft.**

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> <li>Für das laufende Jahr werden die Prognosen beibehalten. Untermauert wird dies auch durch den hohen Auftragsbestand bei Softwarelizenzen, der auf EUR 5,4 Mio. gegenüber EUR 4,7 Mio. im Vorjahr anstieg.</li> <li>Aufgrund der anhaltend hohen Investitionen in Technologie und Markterschließung sowie des steigenden Anteils an Hosting-Kunden, deren Belieferung typischerweise mit höheren Margen verbunden ist, werden die Prognosen für die Folgejahre jedoch angehoben.</li> </ul>	
<b>Umsatz</b>	44,4	0,0 %	48,7	0,5 %	53,3	0,9 %		
<b>EBIT</b>	11,0	0,0 %	12,1	2,8 %	13,3	3,2 %		
<b>EPS</b>	1,94	0,0 %	2,13	2,3 %	2,32	3,4 %		
<b>DPS</b>	0,97	0,0 %	1,07	1,9 %	1,16	3,4 %		

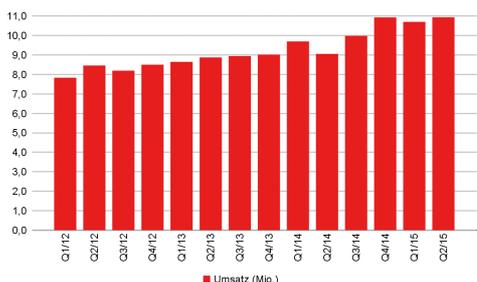


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	16,8 %
6 Monate:	19,1 %
Jahresverlauf:	23,5 %
Letzte 12 Monate:	34,8 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
14.08.15	Q2
13.11.15	Q3

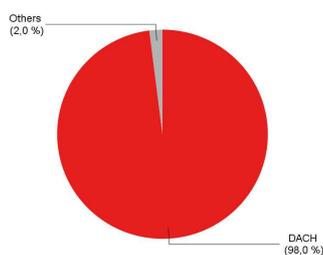
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	10,7 %	31,6	33,0	35,5	39,7	44,4	48,9	53,8
Veränd. Umsatz yoy		7,7 %	4,5 %	7,6 %	11,8 %	12,0 %	10,0 %	10,0 %
<i>Rohrtragsmarge</i>		70,4 %	70,8 %	71,0 %	68,8 %	71,0 %	71,0 %	71,0 %
<b>EBITDA</b>	11,8 %	7,8	8,2	9,0	10,3	11,6	13,1	14,4
<i>Marge</i>		24,7 %	24,8 %	25,4 %	26,0 %	26,1 %	26,8 %	26,8 %
<b>EBIT</b>	11,9 %	7,3	7,6	8,4	9,8	11,0	12,5	13,7
<i>Marge</i>		23,1 %	23,1 %	23,7 %	24,7 %	24,8 %	25,5 %	25,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	10,7 %	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,7	9,5
<b>EPS</b>	10,7 %	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,18	2,40
<b>EPS adj.</b>	10,7 %	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,18	2,40
<b>DPS</b>	10,9 %	0,71	3,62	0,72	0,88	0,97	1,09	1,20
Dividendenrendite		4,2 %	17,9 %	2,7 %	3,0 %	2,1 %	2,4 %	2,6 %
<b>FCFPS</b>		1,17	0,75	1,02	1,94	1,75	2,11	2,31
<b>FCF / Marktkap.</b>		6,9 %	3,7 %	3,8 %	6,6 %	3,8 %	4,6 %	5,0 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,4 x	1,7 x	2,7 x	2,6 x	3,7 x	3,3 x	2,9 x
<b>EV / EBITDA</b>		5,7 x	7,0 x	10,5 x	9,9 x	14,1 x	12,1 x	10,7 x
<b>EV / EBIT</b>		6,1 x	7,5 x	11,3 x	10,4 x	14,8 x	12,8 x	11,2 x
<b>KGV</b>		11,8 x	14,0 x	37,3 x	16,8 x	23,7 x	21,1 x	19,2 x
<b>KGV ber.</b>		11,8 x	14,0 x	37,3 x	16,8 x	23,7 x	21,1 x	19,2 x
<b>FCF Yield Potential</b>		10,4 %	8,7 %	7,7 %	6,5 %	4,6 %	5,4 %	6,2 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-22,6	-23,2	-11,9	-15,9	-19,4	-23,9	-28,8
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-354,9 %	-1024,3 %	2925,4 %	-1267,5 %	-1046,1 %	-3360,0 %	7958,7 %
<b>Guidance:</b>		Weiterhin positive Unternehmensentwicklung						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



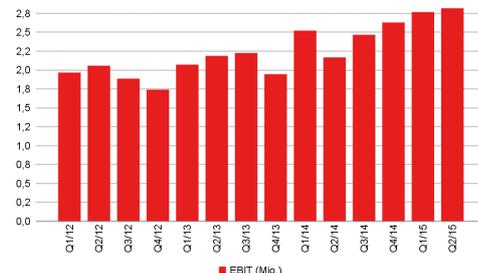
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2014e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

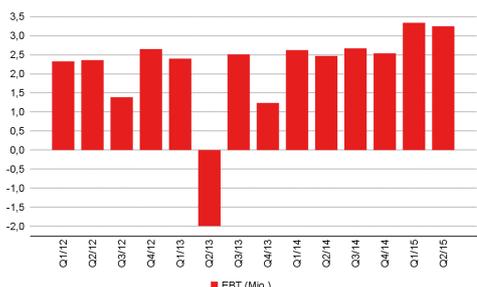
**Unternehmenshintergrund**

- Die ATOSS Software AG ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
- ATOSS optimiert mit ihren Lösungen Personalprozesse bei Unternehmen und verbessert damit das Servicelevel, die Effizienz sowie die Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit.
- Das Unternehmen hat sich insbesondere im deutschsprachigen Raum führend positioniert:
- Vom Mittelstand bis zum Blue-Chip-Unternehmen nutzen mehrere Millionen Arbeitnehmer ATOSS-Lösungen.

**Wettbewerbsqualität**

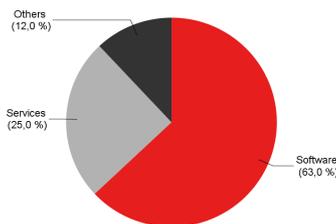
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an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

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



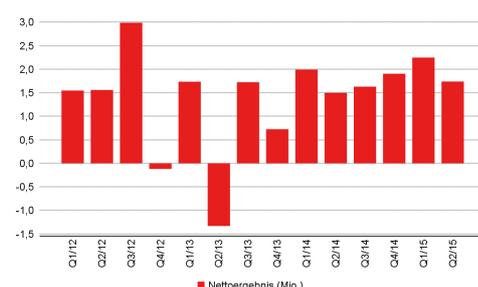
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2014e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	44,4	48,9	53,8	58,1	62,7	67,7	72,5	77,6	83,0	87,1	89,8	92,4	95,2	2,5 %
Umsatzwachstum	12,0 %	10,0 %	10,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
EBIT	11,0	12,5	13,7	15,1	16,9	18,3	19,6	20,9	22,4	23,5	24,2	25,0	25,7	
EBIT-Marge	24,8 %	25,5 %	25,5 %	26,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	
Steuerquote (EBT)	32,0 %	32,0 %	32,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	7,5	8,5	9,3	9,8	11,0	11,9	12,7	13,6	14,6	15,3	15,8	16,2	16,7	
Abschreibungen	0,6	0,6	0,7	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	
Abschreibungsquote	1,3 %	1,3 %	1,3 %	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,8	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	
- Investitionen	0,5	0,5	0,5	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	
Investitionsquote	1,2 %	1,1 %	1,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Sonstiges	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)	6,8	8,2	9,0	9,7	10,8	11,6	12,4	13,3	14,2	15,0	15,6	16,0	16,5	
Barwert FCF	6,6	7,3	7,3	7,2	7,4	7,3	7,2	7,0	6,9	6,6	6,3	6,0	5,6	73
Anteil der Barwerte	13,07 %			41,70 %										45,23 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
<b>WACC</b>	<b>9,10 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,20</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	89		
Terminal Value	73		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	4		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	16	Aktienzahl (Mio.)	4,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>174</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>43,82</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,38	10,1 %	37,20	37,60	38,03	38,49	38,97	39,49	40,05	1,38	10,1 %	36,29	37,02	37,75	38,49	39,22	39,95	40,68
1,29	9,6 %	39,42	39,90	40,41	40,96	41,56	42,19	42,88	1,29	9,6 %	38,61	39,39	40,18	40,96	41,75	42,53	43,32
1,25	9,4 %	40,63	41,16	41,73	42,34	42,99	43,70	44,46	1,25	9,4 %	39,89	40,71	41,52	42,34	43,15	43,97	44,78
1,20	9,1 %	41,93	42,52	43,14	43,82	44,54	45,33	46,18	1,20	9,1 %	41,28	42,12	42,97	43,82	44,66	45,51	46,36
1,15	8,9 %	43,33	43,97	44,66	45,41	46,22	47,09	48,05	1,15	8,9 %	42,76	43,65	44,53	45,41	46,29	47,17	48,05
1,11	8,6 %	44,82	45,53	46,30	47,13	48,03	49,01	50,09	1,11	8,6 %	44,37	45,29	46,21	47,13	48,05	48,97	49,88
1,02	8,1 %	48,15	49,03	49,99	51,03	52,17	53,42	54,79	1,02	8,1 %	48,02	49,02	50,02	51,03	52,03	53,04	54,04

- Im DCF Modell wird eine moderate Fortsetzung des stetigen Wachstums der letzten Jahre antizipiert
- Eine Margenverbesserung aufgrund von Skaleneffekten wird nicht angenommen
- Die langfristige Marge bleibt auf hohem Niveau

<b>Wertermittlung</b>							
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
KBV	3,2 x	3,4 x	9,1 x	7,9 x	9,7 x	7,7 x	6,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,26	5,92	2,93	3,72	4,75	6,01	7,35
EV / Umsatz	1,4 x	1,7 x	2,7 x	2,6 x	3,7 x	3,3 x	2,9 x
EV / EBITDA	5,7 x	7,0 x	10,5 x	9,9 x	14,1 x	12,1 x	10,7 x
EV / EBIT	6,1 x	7,5 x	11,3 x	10,4 x	14,8 x	12,8 x	11,2 x
EV / EBIT adj.*	6,1 x	7,5 x	11,3 x	10,4 x	14,8 x	12,8 x	11,2 x
Kurs / FCF	14,5 x	26,9 x	26,2 x	15,3 x	26,2 x	21,8 x	19,9 x
KGV	11,8 x	14,0 x	37,3 x	16,8 x	23,7 x	21,1 x	19,2 x
KGV ber.*	11,8 x	14,0 x	37,3 x	16,8 x	23,7 x	21,1 x	19,2 x
Dividendenrendite	4,2 %	17,9 %	2,7 %	3,0 %	2,1 %	2,4 %	2,6 %
Free Cash Flow Yield Potential	10,4 %	8,7 %	7,7 %	6,5 %	4,6 %	5,4 %	6,2 %
*Adjustiert um:	-						

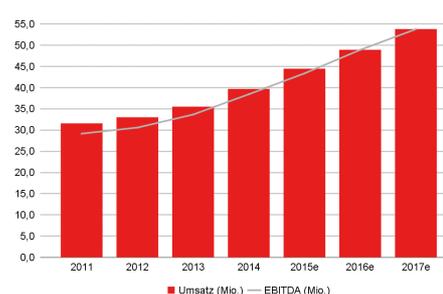
GuV							
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>31,6</b>	<b>33,0</b>	<b>35,5</b>	<b>39,7</b>	<b>44,4</b>	<b>48,9</b>	<b>53,8</b>
Veränd. Umsatz yoy	7,7 %	4,5 %	7,6 %	11,8 %	12,0 %	10,0 %	10,0 %
Herstellungskosten	9,3	9,7	10,3	12,4	12,9	14,2	15,6
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>22,2</b>	<b>23,4</b>	<b>25,2</b>	<b>27,3</b>	<b>31,6</b>	<b>34,7</b>	<b>38,2</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>70,4 %</i>	<i>70,8 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>68,8 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>
Forschung und Entwicklung	6,7	7,1	7,5	8,0	9,8	10,8	11,8
Vertriebskosten	5,5	5,7	6,2	6,4	7,8	8,3	9,1
Verwaltungskosten	2,7	2,9	3,1	3,3	3,4	3,7	4,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>11,6</b>	<b>13,1</b>	<b>14,4</b>
<i>Marge</i>	<i>24,7 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>26,1 %</i>	<i>26,8 %</i>	<i>26,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
<b>EBITA</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>	<b>13,8</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,8</b>	<b>11,0</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>
<i>Marge</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>25,5 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,8</b>	<b>11,0</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>
Zinserträge	2,1	1,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	1,0	0,3	4,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>4,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,8</b>	<b>14,0</b>
<i>Marge</i>	<i>26,6 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>25,9 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>26,1 %</i>	<i>26,1 %</i>
Steuern gesamt	2,7	2,8	1,3	3,3	3,6	4,1	4,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>
<i>Marge</i>	<i>18,0 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>17,3 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>17,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>EPS</b>	<b>1,43</b>	<b>1,45</b>	<b>0,72</b>	<b>1,77</b>	<b>1,94</b>	<b>2,18</b>	<b>2,40</b>
EPS adj.	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,18	2,40

\*Adjustiert um:

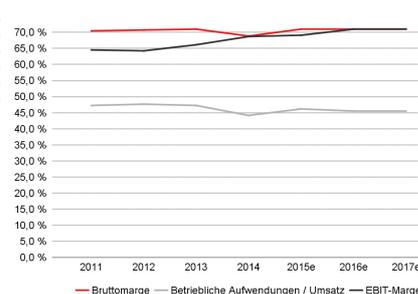
**Guidance: Weiterhin positive Unternehmensentwicklung**

Kennzahlen							
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	47,3 %	47,7 %	47,3 %	44,2 %	46,2 %	45,5 %	45,5 %
Operating Leverage	0,9 x	0,9 x	1,4 x	1,4 x	1,1 x	1,3 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	8,0 x	27,9 x	2,0 x	105,8 x	116,0 x	130,9 x	144,0 x
Steuerquote (EBT)	32,5 %	32,5 %	31,3 %	31,7 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	49,7 %	249,9 %	100,4 %	49,8 %	50,0 %	49,9 %	50,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	121.911	121.364	127.258	135.460	144.491	151.371	158.579

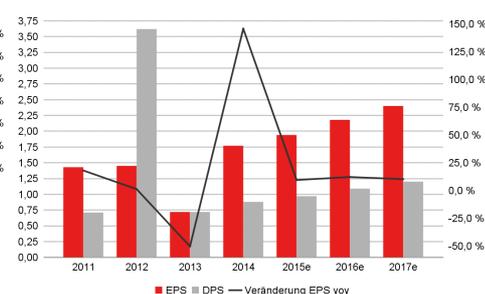
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

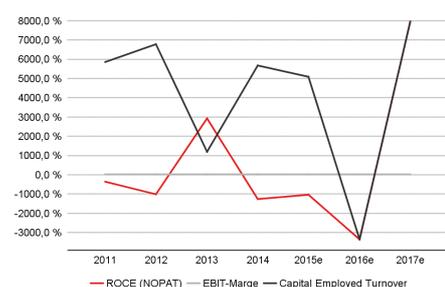
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

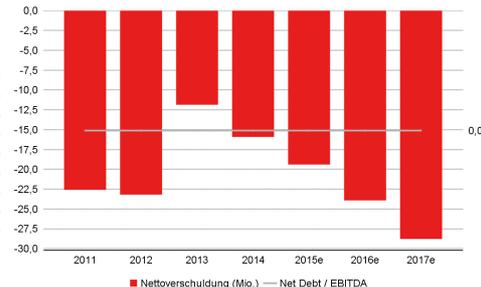
Bilanz							
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2
davon übrige imm. VG	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7
Finanzanlagen	0,0	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	3,2	3,0	3,8	5,4	5,9	6,5
Liquide Mittel	24,3	24,9	14,5	20,1	23,6	28,1	33,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,3	1,6	1,8	1,5	1,4	1,6	1,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>28,3</b>	<b>29,7</b>	<b>19,4</b>	<b>25,5</b>	<b>30,4</b>	<b>35,7</b>	<b>41,3</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>31,4</b>	<b>33,2</b>	<b>22,7</b>	<b>28,9</b>	<b>33,7</b>	<b>38,9</b>	<b>44,3</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	17,5	20,3	8,4	11,6	15,6	20,6	25,8
Buchwert	21,1	23,7	11,8	14,9	18,9	23,9	29,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>21,1</b>	<b>23,7</b>	<b>11,8</b>	<b>14,9</b>	<b>18,9</b>	<b>23,9</b>	<b>29,1</b>
Rückstellungen gesamt	2,8	2,2	2,9	5,6	5,7	5,8	5,9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,7	1,7	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,4	0,3	0,3	1,1	1,2	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	6,6	7,0	7,7	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,9</b>	<b>13,9</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>	<b>15,2</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>31,4</b>	<b>33,2</b>	<b>22,7</b>	<b>28,9</b>	<b>33,7</b>	<b>38,9</b>	<b>44,3</b>

Kennzahlen							
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	6,6 x	5,8 x	6,5 x	6,3 x	6,3 x	6,5 x	6,8 x
Capital Employed Turnover	-21,4 x	70,4 x	-486,2 x	-40,4 x	-98,2 x	-941,5 x	187,9 x
ROA	181,5 %	165,5 %	87,0 %	210,9 %	234,4 %	272,3 %	314,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-354,9 %	-1024,3 %	2925,4 %	-1267,5 %	-1046,1 %	-3360,0 %	7958,7 %
ROE	29,3 %	25,7 %	16,1 %	52,6 %	45,5 %	40,5 %	36,0 %
Adj. ROE	29,3 %	25,7 %	16,1 %	52,6 %	45,5 %	40,5 %	36,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-22,6	-23,2	-11,9	-15,9	-19,4	-23,9	-28,8
Nettofinanzverschuldung	-24,3	-24,9	-14,5	-20,1	-23,6	-28,1	-33,0
Net Gearing	-107,0 %	-98,0 %	-100,6 %	-106,6 %	-102,4 %	-100,2 %	-99,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	5,3	6,0	3,0	3,8	4,8	6,0	7,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,3	5,9	2,9	3,7	4,8	6,0	7,3

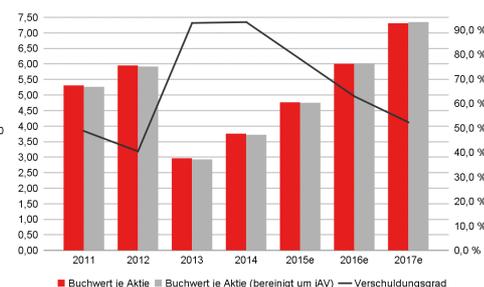
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

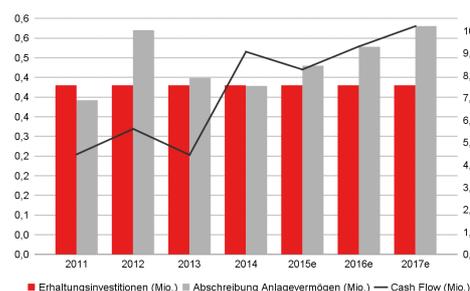
Cash flow

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,7	9,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	1,0	1,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>	<b>10,2</b>
Veränderung Vorräte	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,5	-0,6	0,2	-0,8	-1,6	-0,5	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,8	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,5	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,9	-2,3	0,2	-0,8	-0,8	-0,4	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-7,9	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,4	-2,8	-14,4	-2,9	-3,5	-3,9	-4,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-14,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,3</b>
Veränderung liquide Mittel	-5,6	-6,3	-10,3	4,9	3,5	4,5	4,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>15,1</b>	<b>18,0</b>	<b>14,5</b>	<b>19,4</b>	<b>23,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,0</b>

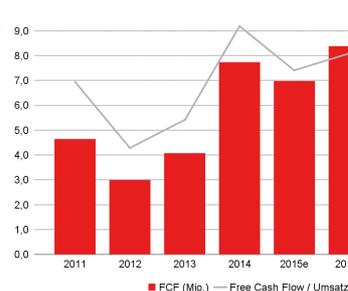
Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	4,6	3,0	4,1	7,7	7,0	8,4	9,2
Free Cash Flow / Umsatz	14,7 %	9,1 %	11,5 %	19,5 %	15,7 %	17,1 %	17,1 %
Free Cash Flow Potential	4,6	5,0	7,3	6,6	7,5	8,6	9,5
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	81,9 %	52,0 %	142,8 %	110,1 %	90,5 %	96,5 %	96,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	9,2 %	4,9 %	2,2 %	3,5 %	1,8 %	1,5 %	1,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2788,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	2,1 %	1,1 %	1,5 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %
Maint. Capex / Umsatz	1,4 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %	0,8 %
CAPEX / Abschreibungen	138,3 %	63,2 %	94,3 %	101,5 %	92,6 %	84,1 %	76,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	6,5 %	7,1 %	7,9 %	7,9 %	8,8 %	9,2 %	9,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	330,6 %	910,1 %	926,6 %	1199,2 %	490,9 %	491,7 %	500,0 %
Vorratsumschlag	1168,3 x	1206,6 x	1286,3 x	1802,9 x	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	30	36	31	35	44	44	44
Payables payment period (Tage)	31	13	12	9	31	31	30
Cash conversion cycle (Tage)	-31	-13	-11	-9	n.a.	n.a.	n.a.

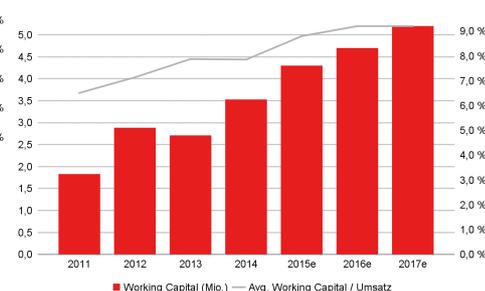
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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**

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**QUELLEN**

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

**Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA**

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

**Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:**

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
ATOSS	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005104400.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005104400.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	106	58
Halten	67	37
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>183</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	90	63
Halten	46	32
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>143</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [23.07.2015]**



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

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

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

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

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

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

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

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

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

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

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplasier@warburg-research.com

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

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

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

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

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

**Ömer Güven** +49 40 3282-2633  
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

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

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

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

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

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

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

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

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Thomson [www.thomson.com](http://www.thomson.com)  
Reuters [www.knowledge.reuters.com](http://www.knowledge.reuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com