

|  |  |   |   |
|--|--|---|---|
| <b>Hold</b><br><br><b>EUR 59,00</b> (EUR 57,00)<br><br><b>Kurs</b> EUR 61,00<br><b>Downside</b> -3,3 % | <b>Wertindikatoren:</b> EUR<br>DCF: 59,15  | <b>Aktien Daten:</b><br>Bloomberg: AOF GR<br>Reuters: AOFG<br>ISIN: DE0005104400                                | <b>Beschreibung:</b><br>ATOSS ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes. |
|  | <b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio.<br>Marktkapitalisierung: 242,6<br>Aktienanzahl (Mio.): 4,0<br>EV: 226,1<br>Freefloat MC: 79,3<br>Ø Trad. Vol. (30T): 67,36 | <b>Aktionäre:</b><br>Freefloat 32,7 %<br>Gründer Familie 56,4 %<br>Mainfirst 5,1 %<br>Investment TGV Bonn 5,8 % | <b>Risikoprofil (WRe):</b> 2016e<br>Beta: 1,2<br>KBV: 15,0 x<br>EK-Quote: 51 %                                  |

## Atoss liefert Quartal um Quartal...

| <b>Berichtete Kennzahlen Q2/2016:</b><br>Angaben in Mio. EUR  | <b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>Am 22.07.16 legte Atoss Quartalszahlen vor. Auch im zweiten Quartal 2016 lieferte ATOSS erneut starke Zahlen.</li> <li>Damit liefert ATOSS nunmehr seit 11 Jahren in Folge ein Umsatz- und operatives Ertragswachstum.</li> </ul> |        |        |       |       |       |       |     |               |      |      |      |       |      |      |      |             |     |     |     |      |     |     |      |              |       |       |       |  |       |       |  |                   |      |      |      |       |      |      |      |  |
|---|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-----|---------------|------|------|------|-------|------|------|------|-------------|-----|-----|-----|------|-----|-----|------|--------------|-------|-------|-------|--|-------|-------|--|-------------------|------|------|------|-------|------|------|------|--|
| <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q2/16</th> <th>Q2/16e</th> <th>Q2/15</th> <th>yoy</th> <th>6M/16</th> <th>6M/15</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>12,2</td> <td>12,0</td> <td>10,9</td> <td>11,8%</td> <td>23,9</td> <td>23,7</td> <td>1,0%</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT</b></td> <td>3,1</td> <td>3,0</td> <td>2,8</td> <td>8,3%</td> <td>6,2</td> <td>6,2</td> <td>0,8%</td> </tr> <tr> <td><i>Marge</i></td> <td>24,9%</td> <td>25,0%</td> <td>25,8%</td> <td></td> <td>26,1%</td> <td>26,2%</td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>EPS in EUR</b></td> <td>0,55</td> <td>0,52</td> <td>0,44</td> <td>25,0%</td> <td>1,12</td> <td>1,09</td> <td>2,8%</td> </tr> </tbody> </table> |   | Q2/16  | Q2/16e | Q2/15 | yoy   | 6M/16 | 6M/15 | yoy | <b>Umsatz</b> | 12,2 | 12,0 | 10,9 | 11,8% | 23,9 | 23,7 | 1,0% | <b>EBIT</b> | 3,1 | 3,0 | 2,8 | 8,3% | 6,2 | 6,2 | 0,8% | <i>Marge</i> | 24,9% | 25,0% | 25,8% |  | 26,1% | 26,2% |  | <b>EPS in EUR</b> | 0,55 | 0,52 | 0,44 | 25,0% | 1,12 | 1,09 | 2,8% |  |
|   | Q2/16   | Q2/16e | Q2/15  | yoy   | 6M/16 | 6M/15 | yoy   |     |               |      |      |      |       |      |      |      |             |     |     |     |      |     |     |      |              |       |       |       |  |       |       |  |                   |      |      |      |       |      |      |      |  |
| <b>Umsatz</b>   | 12,2  | 12,0   | 10,9   | 11,8% | 23,9  | 23,7  | 1,0%  |     |               |      |      |      |       |      |      |      |             |     |     |     |      |     |     |      |              |       |       |       |  |       |       |  |                   |      |      |      |       |      |      |      |  |
| <b>EBIT</b>   | 3,1   | 3,0    | 2,8    | 8,3%  | 6,2   | 6,2   | 0,8%  |     |               |      |      |      |       |      |      |      |             |     |     |     |      |     |     |      |              |       |       |       |  |       |       |  |                   |      |      |      |       |      |      |      |  |
| <i>Marge</i>  | 24,9%   | 25,0%  | 25,8%  |       | 26,1% | 26,2% |       |     |               |      |      |      |       |      |      |      |             |     |     |     |      |     |     |      |              |       |       |       |  |       |       |  |                   |      |      |      |       |      |      |      |  |
| <b>EPS in EUR</b>   | 0,55  | 0,52   | 0,44   | 25,0% | 1,12  | 1,09  | 2,8%  |     |               |      |      |      |       |      |      |      |             |     |     |     |      |     |     |      |              |       |       |       |  |       |       |  |                   |      |      |      |       |      |      |      |  |

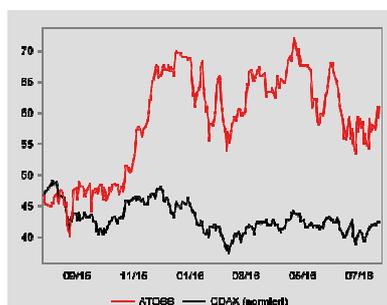
Die von ATOSS vorgelegten Zahlen zeigen erneut robustes Wachstum. Der Umsatz mit Software wuchs in den ersten zwei Quartalen 2016 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 9% auf EUR 14,1 Mio. (12,9) und entspricht einem Anteil an den gesamten Konzernumsätzen von 59%. Die für das künftige Geschäft wichtigen Softwarelizenzen, denen Wartung und Projekterlöse folgen, stiegen um 12% auf EUR 5,2 Mio. (4,7). Auch der Ausbau des Cloudgeschäfts zeigte Erfolge. Hier stiegen die Umsätze auf EUR 0,9 Mio. (0,7) an.

**Entscheidend ist, dass sich die Auftragslage gegenüber dem hohen Niveau des Vorjahres nochmals sehr deutlich verbesserte.** Im ersten Halbjahr 2016 wurde ein Auftragseingang für Softwarelizenzen (inkl. Softwareanteil aus fest kontrahierten Cloud-Subskriptionen) in Höhe von EUR 6,4 Mio. (4,7) erzielt. Dies entspricht einer **Erhöhung um 36%**. Der Auftragsbestand der Softwarelizenzen konnte somit um 17% auf EUR 6,3 Mio. erhöht werden. **Besonders stark fiel der Zuwachs bei den Cloud Solutions aus. Hier erhöhte sich der Auftragsbestand im Vorjahresvergleich um +300% auf EUR 4,0 Mio. an (1,0).**

Diese sehr gute Auftragsentwicklung legt auch für die kommenden Jahre die Basis für ein solides Wachstum. Da ATOSS die Aufträge (insbesondere auch die Lizenzentnahmen) grundsätzlich über die gesamte erwartete Projektlaufzeit fakturiert, wird sich in den kommenden Quartalen voraussichtlich weiterhin eine konstant stetig aufwärtsgerichtete Ertragsentwicklung zeigen.

Im Zuge dieses guten Auftragsbestandes sowie der seit 11 Jahren (selbst auf Quartalsbasis) extrem stetigen Entwicklung, ist die Visibilität der Erträge sehr hoch. Aufgrund dessen wird der Risikoabschlag der Aktie im DCF-Modell nochmals verringert. Das impliziert für die Ermittlung des Risikoabschlages herangezogene Beta wird von 1,2 auf 1,1 reduziert.

**Das Kursziel erhöht sich infolgedessen auf EUR 59 (57). Die Aktie wird weiter mit Halten eingestuft.**

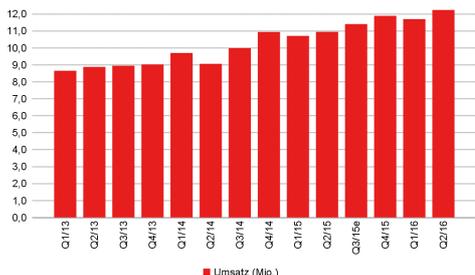


|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| <b>Rel. Performance vs CDAX:</b> |        |
| 1 Monat:                         | 4,7 %  |
| 6 Monate:                        | 3,1 %  |
| Jahresverlauf:                   | -4,2 % |
| Letzte 12 Monate:                | 43,3 % |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| <b>Unternehmenstermine:</b> |    |
| 12.08.16                    | Q2 |
| 25.10.16                    | Q3 |

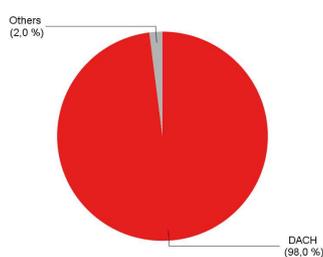
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (15-18e) | 2012  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016e  | 2017e  | 2018e  |
|-----------------------------|---------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Umsatz</b>               | 12,0 %        | 33,0  | 35,5   | 39,7   | 44,9   | 50,3   | 56,4   | 63,1   |
| Veränd. Umsatz yoy          |               | 4,5 %   | 7,6 %  | 11,8 % | 13,2 % | 12,0 % | 12,0 % | 12,0 % |
| <b>Rohertragsmarge</b>      |               | 70,8 %  | 71,0 % | 68,8 % | 68,5 % | 71,0 % | 71,0 % | 71,0 % |
| <b>EBITDA</b>               | 12,3 %        | 8,2   | 9,0    | 10,3   | 12,0   | 13,6   | 15,2   | 17,0   |
| <i>Marge</i>                |               | 24,8 %  | 25,4 % | 26,0 % | 26,8 % | 27,0 % | 27,0 % | 27,0 % |
| <b>EBIT</b>                 | 12,4 %        | 7,6   | 8,4    | 9,8    | 11,3   | 12,8   | 14,4   | 16,1   |
| <i>Marge</i>                |               | 23,1 %  | 23,7 % | 24,7 % | 25,2 % | 25,5 % | 25,5 % | 25,5 % |
| <b>Nettoergebnis</b>        | 12,5 %        | 5,8   | 2,9    | 7,0    | 7,6    | 8,6    | 9,6    | 10,8   |
| <b>EPS</b>                  | 12,4 %        | 1,45  | 0,72   | 1,77   | 1,91   | 2,16   | 2,42   | 2,71   |
| <b>EPS adj.</b>             | 12,4 %        | 1,45  | 0,72   | 1,77   | 1,91   | 2,16   | 2,42   | 2,71   |
| <b>DPS</b>                  | -21,4 %       | 3,62  | 0,72   | 0,88   | 2,80   | 1,08   | 1,21   | 1,36   |
| Dividendenrendite           |               | 17,9 %  | 2,7 %  | 3,0 %  | 6,0 %  | 1,8 %  | 2,0 %  | 2,3 %  |
| <b>FCFPS</b>                |               | 0,75  | 1,02   | 1,94   | 1,84   | 2,02   | 2,31   | 2,60   |
| <b>FCF / Marktkap.</b>      |               | 3,7 %   | 3,8 %  | 6,6 %  | 4,0 %  | 3,3 %  | 3,8 %  | 4,4 %  |
| <b>EV / Umsatz</b>          |               | 1,7 x   | 2,7 x  | 2,6 x  | 3,7 x  | 4,5 x  | 3,9 x  | 3,3 x  |
| <b>EV / EBITDA</b>          |               | 7,0 x   | 10,5 x | 9,9 x  | 13,7 x | 16,7 x | 14,5 x | 12,3 x |
| <b>EV / EBIT</b>            |               | 7,5 x   | 11,3 x | 10,4 x | 14,5 x | 17,6 x | 15,4 x | 13,0 x |
| <b>KGV</b>                  |               | 14,0 x  | 37,3 x | 16,8 x | 24,3 x | 28,2 x | 25,2 x | 21,9 x |
| <b>KGV ber.</b>             |               | 14,0 x  | 37,3 x | 16,8 x | 24,3 x | 28,2 x | 25,2 x | 21,9 x |
| <b>FCF Yield Potential</b>  |               | 8,7 %   | 7,7 %  | 6,5 %  | 4,8 %  | 3,9 %  | 4,5 %  | 5,4 %  |
| <b>Nettoverschuldung</b>    |               | -23,2   | -11,9  | -15,9  | -19,6  | -16,5  | -21,4  | -26,9  |
| <b>ROCE (NOPAT)</b>         |               | n.a.  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| <b>Guidance:</b>            |               | Weiterhin positive Unternehmensentwicklung, EBIT-Marge 25 % |        |        |        |        |        |        |

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



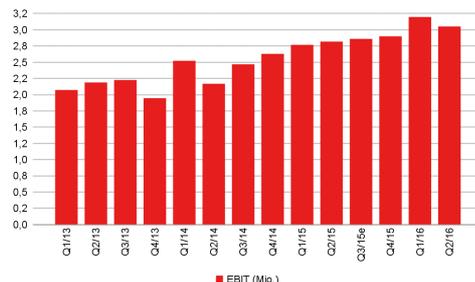
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2016e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

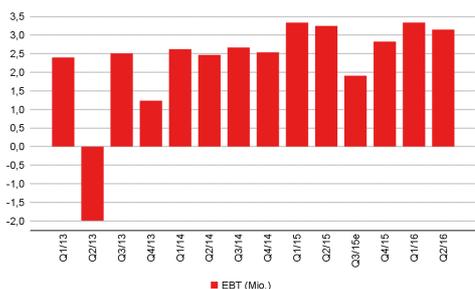
## Unternehmenshintergrund

- 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

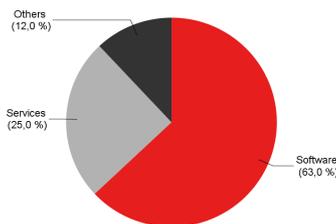
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an 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



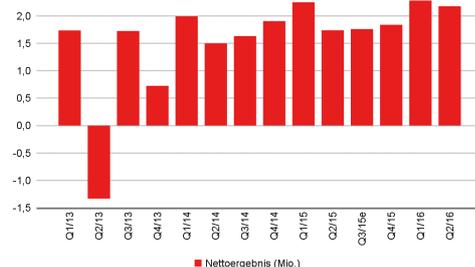
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2016e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio.       | Detailplanung |        |        | Übergangsphase |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
|                              | 2016e         | 2017e  | 2018e  | 2019e          | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |             |
| Umsatz                       | 50,3          | 56,4   | 63,1   | 69,5           | 76,4   | 84,0   | 90,8   | 98,0   | 105,9  | 112,2  | 116,7  | 121,4  | 126,2  | 2,5 %       |
| Umsatzwachstum               | 12,0 %        | 12,0 % | 12,0 % | 10,0 %         | 10,0 % | 10,0 % | 8,0 %  | 8,0 %  | 8,0 %  | 6,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  | 4,0 %  |             |
| EBIT                         | 12,8          | 14,4   | 16,1   | 18,1           | 20,6   | 23,1   | 25,0   | 27,4   | 29,6   | 31,4   | 32,7   | 34,0   | 35,3   |             |
| EBIT-Marge                   | 25,5 %        | 25,5 % | 25,5 % | 26,0 %         | 27,0 % | 27,5 % | 27,5 % | 28,0 % | 28,0 % | 28,0 % | 28,0 % | 28,0 % | 28,0 % |             |
| Steuerquote (EBT)            | 33,0 %        | 33,0 % | 33,0 % | 35,0 %         | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % | 35,0 % |             |
| NOPAT                        | 8,6           | 9,6    | 10,8   | 11,7           | 13,4   | 15,0   | 16,2   | 17,8   | 19,3   | 20,4   | 21,2   | 22,1   | 23,0   |             |
| Abschreibungen               | 0,7           | 0,8    | 0,9    | 1,4            | 1,3    | 1,3    | 1,4    | 1,5    | 1,6    | 1,7    | 1,8    | 1,8    | 1,9    |             |
| Abschreibungsquote           | 1,5 %         | 1,5 %  | 1,5 %  | 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    | 0,3    | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    |             |
| Liquiditätsveränderung       |               |        |        |                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |             |
| - Working Capital            | 0,6           | 0,6    | 0,7    | 0,8            | 0,7    | 0,8    | 0,7    | 0,7    | 0,8    | 0,6    | 0,4    | 0,5    | 0,5    |             |
| - Investitionen              | 0,7           | 0,7    | 0,7    | 1,0            | 1,1    | 1,3    | 1,4    | 1,5    | 1,6    | 1,7    | 1,8    | 1,8    | 1,9    |             |
| Investitionsquote            | 1,4 %         | 1,2 %  | 1,1 %  | 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) | 8,0           | 9,2    | 10,3   | 11,5           | 13,1   | 14,6   | 15,8   | 17,3   | 18,7   | 19,9   | 20,9   | 21,7   | 22,6   | 21          |
| Barwert FCF                  | 7,8           | 8,2    | 8,4    | 8,6            | 9,0    | 9,2    | 9,1    | 9,2    | 9,1    | 8,8    | 8,5    | 8,1    | 7,7    | 108         |
| Anteil der Barwerte          | 11,12 %       |        |        | 39,73 %        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 49,15 %     |

Modell-Parameter

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

Wertermittlung (Mio.)

|                            |            |                            |              |
|----------------------------|------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2028e         | 112        |                            |              |
| Terminal Value             | 108        |                            |              |
| Zinstr. Verbindlichkeiten  | 0          |                            |              |
| Pensionsrückstellungen     | 4          |                            |              |
| Hybridkapital              | 0          |                            |              |
| Minderheiten               | 0          |                            |              |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0          |                            |              |
| Liquide Mittel             | 20         | Aktienzahl (Mio.)          | 4,0          |
| <b>Eigenkapitalwert</b>    | <b>235</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>59,15</b> |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| Beta | WACC   | Ewiges Wachstum |        |        |        |        |        |        | 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 % | 49,62           | 50,22  | 50,84  | 51,51  | 52,23  | 53,00  | 53,82  | 1,38             | 10,1 %  | 48,73   | 49,66   | 50,58   | 51,51   | 52,44   | 53,37 | 54,30 |
| 1,29 | 9,6 %  | 52,78           | 53,49  | 54,25  | 55,06  | 55,93  | 56,87  | 57,88  | 1,29             | 9,6 %   | 52,06   | 53,06   | 54,06   | 55,06   | 56,06   | 57,06 | 58,06 |
| 1,25 | 9,4 %  | 54,52           | 55,30  | 56,14  | 57,03  | 57,99  | 59,03  | 60,15  | 1,25             | 9,4 %   | 53,91   | 54,95   | 55,99   | 57,03   | 58,07   | 59,11 | 60,15 |
| 1,20 | 9,1 %  | 56,38           | 57,24  | 58,16  | 59,15  | 60,22  | 61,37  | 62,63  | 1,20             | 9,1 %   | 55,91   | 56,99   | 58,07   | 59,15   | 60,23   | 61,31 | 62,39 |
| 1,15 | 8,9 %  | 58,38           | 59,32  | 60,34  | 61,44  | 62,63  | 63,92  | 65,32  | 1,15             | 8,9 %   | 58,06   | 59,19   | 60,31   | 61,44   | 62,57   | 63,69 | 64,82 |
| 1,11 | 8,6 %  | 60,52           | 61,56  | 62,69  | 63,92  | 65,24  | 66,69  | 68,27  | 1,11             | 8,6 %   | 60,39   | 61,57   | 62,74   | 63,92   | 65,09   | 66,27 | 67,44 |
| 1,02 | 8,1 %  | 65,31           | 66,61  | 68,01  | 69,54  | 71,21  | 73,05  | 75,08  | 1,02             | 8,1 %   | 65,68   | 66,96   | 68,25   | 69,54   | 70,83   | 72,12 | 73,40 |

- 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

**Wertermittlung**

|                                      | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016e  | 2017e  | 2018e  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| KBV                                  | 3,4 x  | 9,1 x  | 7,9 x  | 9,7 x  | 15,0 x | 11,2 x | 8,5 x  |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 5,92   | 2,93   | 3,72   | 4,72   | 4,06   | 5,48   | 7,02   |
| EV / Umsatz                          | 1,7 x  | 2,7 x  | 2,6 x  | 3,7 x  | 4,5 x  | 3,9 x  | 3,3 x  |
| EV / EBITDA                          | 7,0 x  | 10,5 x | 9,9 x  | 13,7 x | 16,7 x | 14,5 x | 12,3 x |
| EV / EBIT                            | 7,5 x  | 11,3 x | 10,4 x | 14,5 x | 17,6 x | 15,4 x | 13,0 x |
| EV / EBIT adj.*                      | 7,5 x  | 11,3 x | 10,4 x | 14,5 x | 17,6 x | 15,4 x | 13,0 x |
| Kurs / FCF                           | 26,9 x | 26,2 x | 15,3 x | 25,2 x | 30,2 x | 26,4 x | 22,8 x |
| KGV                                  | 14,0 x | 37,3 x | 16,8 x | 24,3 x | 28,2 x | 25,2 x | 21,9 x |
| KGV ber.*                            | 14,0 x | 37,3 x | 16,8 x | 24,3 x | 28,2 x | 25,2 x | 21,9 x |
| Dividendenrendite                    | 17,9 % | 2,7 %  | 3,0 %  | 6,0 %  | 1,8 %  | 2,0 %  | 2,3 %  |
| Free Cash Flow Yield Potential       | 8,7 %  | 7,7 %  | 6,5 %  | 4,8 %  | 3,9 %  | 4,5 %  | 5,4 %  |
| *Adjustiert um:                      | -      |        |        |        |        |        |        |

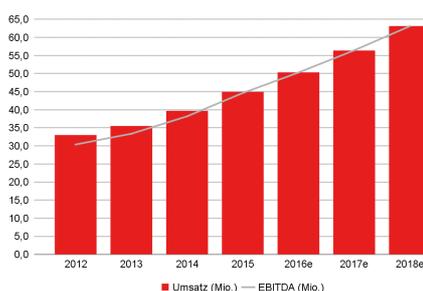
| GuV   |               |               |               |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| In EUR Mio.   | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016e         | 2017e         | 2018e         |
| <b>Umsatz</b>   | <b>33,0</b>   | <b>35,5</b>   | <b>39,7</b>   | <b>44,9</b>   | <b>50,3</b>   | <b>56,4</b>   | <b>63,1</b>   |
| Veränd. Umsatz yoy                                      | 4,5 %         | 7,6 %         | 11,8 %        | 13,2 %        | 12,0 %        | 12,0 %        | 12,0 %        |
| Herstellungskosten                                      | 9,7           | 10,3          | 12,4          | 14,1          | 14,6          | 16,3          | 18,3          |
| <b>Bruttoergebnis</b>                                   | <b>23,4</b>   | <b>25,2</b>   | <b>27,3</b>   | <b>30,8</b>   | <b>35,7</b>   | <b>40,0</b>   | <b>44,8</b>   |
| <i>Bruttomarge</i>                                      | <i>70,8 %</i> | <i>71,0 %</i> | <i>68,8 %</i> | <i>68,5 %</i> | <i>71,0 %</i> | <i>71,0 %</i> | <i>71,0 %</i> |
| Forschung und Entwicklung                               | 7,1           | 7,5           | 8,0           | 8,7           | 11,1          | 12,4          | 13,9          |
| Vertriebskosten   | 5,7           | 6,2           | 6,4           | 7,4           | 8,6           | 9,6           | 10,7          |
| Verwaltungskosten                                       | 2,9           | 3,1           | 3,3           | 3,5           | 3,8           | 4,2           | 4,7           |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                      | 0,1           | 0,1           | 0,0           | 0,2           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Sonstige betriebliche Erträge                           | 0,0           | 0,1           | 0,3           | 0,3           | 0,5           | 0,6           | 0,6           |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                      | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBITDA</b>   | <b>8,2</b>    | <b>9,0</b>    | <b>10,3</b>   | <b>12,0</b>   | <b>13,6</b>   | <b>15,2</b>   | <b>17,0</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>24,8 %</i> | <i>25,4 %</i> | <i>26,0 %</i> | <i>26,8 %</i> | <i>27,0 %</i> | <i>27,0 %</i> | <i>27,0 %</i> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                          | 0,6           | 0,4           | 0,4           | 0,6           | 0,6           | 0,7           | 0,8           |
| <b>EBITA</b>  | <b>7,6</b>    | <b>8,6</b>    | <b>9,9</b>    | <b>11,5</b>   | <b>12,9</b>   | <b>14,5</b>   | <b>16,2</b>   |
| Abschreibungen auf iAV                                  | 0,0           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           |
| Goodwill-Abschreibung                                   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBIT</b>   | <b>7,6</b>    | <b>8,4</b>    | <b>9,8</b>    | <b>11,3</b>   | <b>12,8</b>   | <b>14,4</b>   | <b>16,1</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>23,1 %</i> | <i>23,7 %</i> | <i>24,7 %</i> | <i>25,2 %</i> | <i>25,5 %</i> | <i>25,5 %</i> | <i>25,5 %</i> |
| <b>EBIT adj.</b>  | <b>7,6</b>    | <b>8,4</b>    | <b>9,8</b>    | <b>11,3</b>   | <b>12,8</b>   | <b>14,4</b>   | <b>16,1</b>   |
| Zinserträge   | 1,2           | 0,4           | 0,6           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           |
| Zinsaufwendungen  | 0,3           | 4,6           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           |
| Sonstiges Finanzergebnis                                | 0,0           | 0,2           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBT</b>  | <b>8,5</b>    | <b>4,2</b>    | <b>10,3</b>   | <b>11,3</b>   | <b>12,8</b>   | <b>14,4</b>   | <b>16,1</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>25,8 %</i> | <i>11,7 %</i> | <i>25,9 %</i> | <i>25,2 %</i> | <i>25,5 %</i> | <i>25,5 %</i> | <i>25,5 %</i> |
| Steuern gesamt  | 2,8           | 1,3           | 3,3           | 3,7           | 4,2           | 4,7           | 5,3           |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>5,8</b>    | <b>2,9</b>    | <b>7,0</b>    | <b>7,6</b>    | <b>8,6</b>    | <b>9,6</b>    | <b>10,8</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>5,8</b>    | <b>2,9</b>    | <b>7,0</b>    | <b>7,6</b>    | <b>8,6</b>    | <b>9,6</b>    | <b>10,8</b>   |
| Minderheitenanteile                                     | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>Nettoergebnis</b>                                    | <b>5,8</b>    | <b>2,9</b>    | <b>7,0</b>    | <b>7,6</b>    | <b>8,6</b>    | <b>9,6</b>    | <b>10,8</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>17,5 %</i> | <i>8,0 %</i>  | <i>17,7 %</i> | <i>16,9 %</i> | <i>17,1 %</i> | <i>17,1 %</i> | <i>17,1 %</i> |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich)                         | 4,0           | 4,0           | 4,0           | 4,0           | 4,0           | 4,0           | 4,0           |
| <b>EPS</b>  | <b>1,45</b>   | <b>0,72</b>   | <b>1,77</b>   | <b>1,91</b>   | <b>2,16</b>   | <b>2,42</b>   | <b>2,71</b>   |
| EPS adj.  | 1,45          | 0,72          | 1,77          | 1,91          | 2,16          | 2,42          | 2,71          |

\*Adjustiert um:

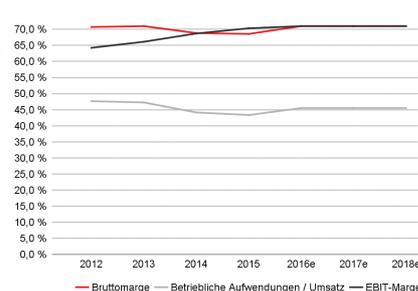
**Guidance: Weiterhin positive Unternehmensentwicklung, EBIT-Marge 25 %**

| Kennzahlen                         |         |         |         |         |         |         |         |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016e   | 2017e   | 2018e   |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 47,7 %  | 47,3 %  | 44,2 %  | 43,3 %  | 45,5 %  | 45,5 %  | 45,5 %  |
| Operating Leverage                 | 0,9 x   | 1,4 x   | 1,4 x   | 1,2 x   | 1,1 x   | 1,0 x   | 1,0 x   |
| EBITDA / Interest expenses         | 27,9 x  | 2,0 x   | 105,8 x | 100,6 x | 135,7 x | 152,0 x | 170,3 x |
| Steuerquote (EBT)                  | 32,5 %  | 31,3 %  | 31,7 %  | 33,0 %  | 33,0 %  | 33,0 %  | 33,0 %  |
| Ausschüttungsquote                 | 249,9 % | 100,4 % | 49,8 %  | 146,7 % | 49,9 %  | 50,0 %  | 50,1 %  |
| Umsatz je Mitarbeiter              | 121.364 | 127.258 | 135.460 | 146.103 | 155.843 | 166.233 | 177.315 |

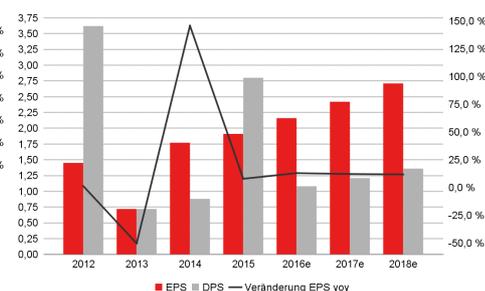
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

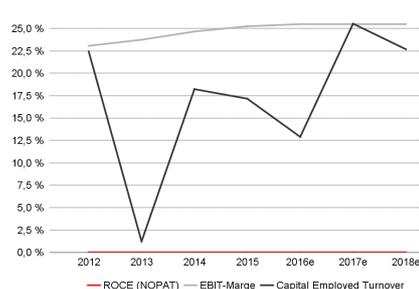
**Bilanz**

| In EUR Mio.                                  | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016e       | 2017e       | 2018e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                                |             |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände            | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,1         | -0,1        | -0,2        |
| davon übrige imm. VG                         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,1         | -0,1        | -0,2        |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sachanlagen                                  | 2,8         | 2,7         | 2,7         | 2,7         | 2,7         | 2,7         | 2,6         |
| Finanzanlagen                                | 0,6         | 0,4         | 0,5         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Sonstiges langfristiges Vermögen             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Anlagevermögen</b>                        | <b>3,5</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,8</b>  |
| Vorräte                                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,1         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen   | 3,2         | 3,0         | 3,8         | 4,5         | 6,1         | 6,8         | 7,6         |
| Liquide Mittel                               | 24,9        | 14,5        | 20,1        | 23,9        | 20,8        | 25,7        | 31,2        |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen             | 1,6         | 1,8         | 1,5         | 1,6         | 1,6         | 1,8         | 2,0         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                        | <b>29,7</b> | <b>19,4</b> | <b>25,5</b> | <b>30,0</b> | <b>28,5</b> | <b>34,3</b> | <b>40,9</b> |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                  | <b>33,2</b> | <b>22,7</b> | <b>28,9</b> | <b>33,3</b> | <b>31,7</b> | <b>37,4</b> | <b>43,7</b> |
| <b>Passiva</b>                               |             |             |             |             |             |             |             |
| Gezeichnetes Kapital                         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         |
| Kapitalrücklage                              | -0,7        | -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             | 20,3        | 8,4         | 11,6        | 15,6        | 12,9        | 18,4        | 24,4        |
| Buchwert                                     | 23,7        | 11,8        | 14,9        | 18,9        | 16,2        | 21,7        | 27,7        |
| Anteile Dritter                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Eigenkapital</b>                          | <b>23,7</b> | <b>11,8</b> | <b>14,9</b> | <b>18,9</b> | <b>16,2</b> | <b>21,7</b> | <b>27,7</b> |
| Rückstellungen gesamt                        | 2,2         | 2,9         | 5,6         | 5,1         | 5,2         | 5,3         | 5,4         |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 1,7         | 2,7         | 4,2         | 4,3         | 4,3         | 4,3         | 4,3         |
| 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     | 0,4         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 1,3         | 1,4         | 1,6         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                   | 7,0         | 7,7         | 8,0         | 9,0         | 9,0         | 9,0         | 9,0         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                     | <b>9,5</b>  | <b>10,9</b> | <b>13,9</b> | <b>14,4</b> | <b>15,5</b> | <b>15,7</b> | <b>16,0</b> |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>                 | <b>33,2</b> | <b>22,7</b> | <b>28,9</b> | <b>33,3</b> | <b>31,7</b> | <b>37,4</b> | <b>43,7</b> |

**Kennzahlen**

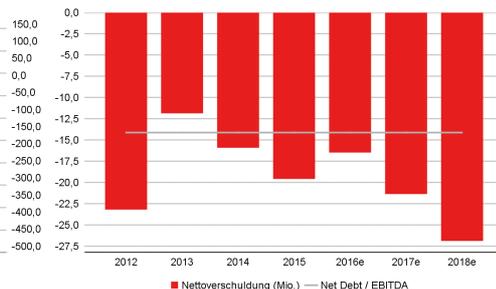
|                                      | 2012    | 2013     | 2014     | 2015     | 2016e    | 2017e   | 2018e   |
|--------------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|
| <b>Kapitaleffizienz</b>              |         |          |          |          |          |         |         |
| Operating Assets Turnover            | 5,8 x   | 6,5 x    | 6,3 x    | 6,6 x    | 6,7 x    | 7,0 x   | 7,3 x   |
| Capital Employed Turnover            | 70,4 x  | -486,2 x | -40,4 x  | -69,1 x  | -180,0 x | 151,5 x | 76,6 x  |
| ROA                                  | 165,5 % | 87,0 %   | 210,9 %  | 230,4 %  | 266,1 %  | 312,4 % | 380,4 % |
| <b>Kapitalverzinsung</b>             |         |          |          |          |          |         |         |
| ROCE (NOPAT)                         | n.a.    | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.    | n.a.    |
| ROE                                  | 25,7 %  | 16,1 %   | 52,6 %   | 44,8 %   | 48,9 %   | 50,7 %  | 43,6 %  |
| Adj. ROE                             | 25,7 %  | 16,1 %   | 52,6 %   | 44,8 %   | 48,9 %   | 50,7 %  | 43,6 %  |
| <b>Bilanzqualität</b>                |         |          |          |          |          |         |         |
| Nettoverschuldung                    | -23,2   | -11,9    | -15,9    | -19,6    | -16,5    | -21,4   | -26,9   |
| Nettofinanzverschuldung              | -24,9   | -14,5    | -20,1    | -23,9    | -20,8    | -25,7   | -31,2   |
| Net Gearing                          | -98,0 % | -100,6 % | -106,6 % | -103,4 % | -101,7 % | -98,3 % | -97,0 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA               | n.a.    | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.    | n.a.    |
| Buchwert je Aktie                    | 6,0     | 3,0      | 3,8      | 4,8      | 4,1      | 5,5     | 7,0     |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 5,9     | 2,9      | 3,7      | 4,7      | 4,1      | 5,5     | 7,0     |

**Entwicklung ROCE**



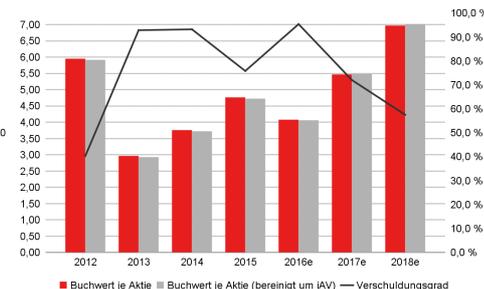
Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

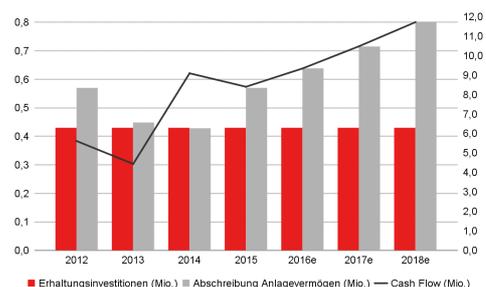
**Cash flow**

| In EUR Mio.                                      | 2012        | 2013         | 2014        | 2015        | 2016e        | 2017e       | 2018e       |
|--|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | 5,8         | 2,9          | 7,0         | 7,6         | 8,6          | 9,6         | 10,8        |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 0,6         | 0,4          | 0,4         | 0,6         | 0,6          | 0,7         | 0,8         |
| Amortisation Goodwill                            | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände   | 0,0         | 0,1          | 0,1         | 0,1         | 0,1          | 0,1         | 0,1         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen          | 0,0         | 1,0          | 1,5         | 0,1         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -0,7        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow</b>                                 | <b>5,6</b>  | <b>4,4</b>   | <b>9,1</b>  | <b>8,4</b>  | <b>9,3</b>   | <b>10,5</b> | <b>11,7</b> |
| Veränderung Vorräte                              | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | -0,1        |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | -0,6        | 0,2          | -0,8        | -0,6        | -1,6         | -0,7        | -0,8        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | -0,4        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 1,0          | 0,1         | 0,2         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | -1,2        | 0,0          | 0,0         | 0,2         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital (gesamt)             | -2,3        | 0,2          | -0,8        | -0,4        | -0,6         | -0,6        | -0,7        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>        | <b>3,4</b>  | <b>4,6</b>   | <b>8,3</b>  | <b>8,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>9,9</b>  | <b>11,0</b> |
| Investitionen in iAV                             | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Investitionen in Sachanlagen                     | -0,4        | -0,5         | -0,5        | -0,7        | -0,7         | -0,7        | -0,7        |
| Zugänge aus Akquisitionen                        | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Finanzanlageninvestitionen                       | -6,4        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Erlöse aus Anlageabgängen                        | 0,0         | 0,0          | 0,0         | -1,1        | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>       | <b>-6,8</b> | <b>-0,5</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-1,8</b> | <b>-0,7</b>  | <b>-0,7</b> | <b>-0,7</b> |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten              | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Dividende Vorjahr                                | -2,8        | -14,4        | -2,9        | -3,5        | -11,1        | -4,3        | -4,8        |
| 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>-2,8</b> | <b>-14,4</b> | <b>-2,9</b> | <b>-3,5</b> | <b>-11,1</b> | <b>-4,3</b> | <b>-4,8</b> |
| Veränderung liquide Mittel                       | -6,3        | -10,3        | 4,9         | 2,7         | -3,1         | 4,9         | 5,5         |
| Effekte aus Wechselkursänderungen                | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Endbestand liquide Mittel</b>                 | <b>18,0</b> | <b>14,5</b>  | <b>19,4</b> | <b>22,8</b> | <b>20,8</b>  | <b>25,7</b> | <b>31,2</b> |

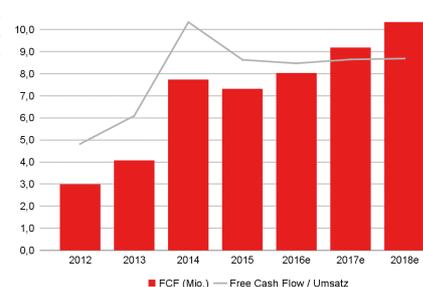
**Kennzahlen**

|   | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016e   | 2017e   | 2018e   |
|---|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>Kapitalfluss</b>                     |          |          |          |          |         |         |         |
| FCF                                     | 3,0      | 4,1      | 7,7      | 7,3      | 8,0     | 9,2     | 10,3    |
| Free Cash Flow / Umsatz                 | 9,1 %    | 11,5 %   | 19,5 %   | 16,3 %   | 16,0 %  | 16,3 %  | 16,4 %  |
| Free Cash Flow Potential                | 5,0      | 7,3      | 6,6      | 7,9      | 8,9     | 10,0    | 11,3    |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss       | 52,0 %   | 142,8 %  | 110,1 %  | 96,5 %   | 93,4 %  | 95,3 %  | 95,8 %  |
| Zinserträge / Avg. Cash                 | 4,9 %    | 2,2 %    | 3,5 %    | 0,4 %    | 0,4 %   | 0,4 %   | 0,4 %   |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                 | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.     | n.a.    | n.a.    | n.a.    |
| <b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>     |          |          |          |          |         |         |         |
| Investitionsquote                       | 1,1 %    | 1,5 %    | 1,3 %    | 1,5 %    | 1,4 %   | 1,2 %   | 1,1 %   |
| Maint. Capex / Umsatz                   | 1,3 %    | 1,2 %    | 1,1 %    | 1,0 %    | 0,9 %   | 0,8 %   | 0,7 %   |
| CAPEX / Abschreibungen                  | 63,2 %   | 94,3 %   | 101,5 %  | 98,7 %   | 91,9 %  | 82,1 %  | 73,3 %  |
| Avg. Working Capital / Umsatz           | 7,1 %    | 7,9 %    | 7,9 %    | 8,6 %    | 8,9 %   | 9,0 %   | 9,1 %   |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 910,1 %  | 926,6 %  | 1199,2 % | 1487,0 % | 469,2 % | 485,7 % | 475,0 % |
| Vorratsumschlag                         | 1206,6 x | 1286,3 x | 1802,9 x | 1707,9 x | n.a.    | n.a.    | 183,1 x |
| Receivables collection period (Tage)    | 36       | 31       | 35       | 36       | 44      | 44      | 44      |
| Payables payment period (Tage)          | 13       | 12       | 9        | 8        | 33      | 31      | 32      |
| Cash conversion cycle (Tage)            | -13      | -11      | -9       | -8       | n.a.    | n.a.    | -30     |

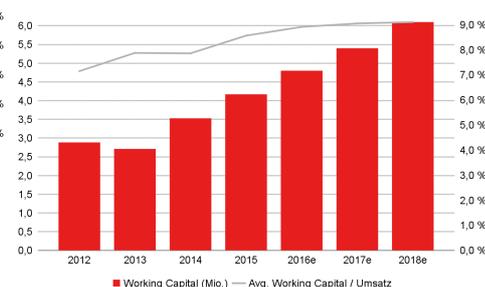
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) 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 WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958**

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.

Es wurden 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

**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 gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research 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- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für die diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung – vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 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           | 119                | 63               |
| Halten           | 62                 | 33               |
| Verkaufen        | 5                  | 3                |
| Empf. ausgesetzt | 2                  | 1                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>188</b>         | <b>100</b>       |

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 24                 | 73               |
| Halten           | 7                  | 21               |
| Verkaufen        | 1                  | 3                |
| Empf. ausgesetzt | 1                  | 3                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>33</b>          | <b>100</b>       |

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [25.07.2016]**



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**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschemeyer** +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

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

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

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

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables 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

**Alexander Wahl** +49 40 309537-230  
Other awahl@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

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

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666  
USA pdontenwill@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

**Michael Krizsun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkrizsun@mmwarburg.com

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

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

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

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

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerkel@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

**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  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.com  
Capital IQ 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