

<b>Hold</b>  <b>EUR 31,00</b> (EUR 29,00)  <b>Kurs</b> EUR 29,75 <b>Upside</b> 4,2 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 30,62	<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: 118,3 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 103,8 Freefloat MC: 38,7 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 32,48	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 32,7 % Gründer Familie 56,4 % Mainfirst 5,1 % Investment TGV Bonn 5,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,3 KBV: 7,7 x EK-Quote: 57 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,8 x Net Debt / EBITDA: -1,5 x

## Starkes Wachstum - Kursziel angehoben

Kennzahlen Q1/2014:							
Angaben in Mio. EUR	Q1/14	Q1/14e	Q1/13	yoy	2014e	2013	yoy
<b>Umsatz</b>	9,7	9,3	8,7	11,6%	38,0	35,5	7,0%
<b>EBIT</b>	2,5	2,2	2,1	22,0%	9,0	8,4	7,0%
<b>Marge</b>	26,2%	23,7%	24,0%		23,8%	23,7%	
<b>EBT</b>	2,6	2,3	2,4	9,5%	9,2	4,2	122,1%
<b>Marge</b>	27,2%	24,7%	27,7%		24,3%	11,7%	
<b>EPS in EUR</b>	0,50	0,46	0,44	n.a.	1,58	0,72	n.a.

### Kommentar zu den Kennzahlen:

- Auch das Q1/14 knüpft nahtlos an das stetige Wachstum der Vorjahre an.
- ATOSS wächst operativ (EBIT) seit nunmehr 9 Jahren stetig über die Quartale (vgl. S 2).

Am 17.04.14 legte die ATOSS Software die Eckdaten für das erste Quartal vor. Die präsentierten Zahlen lagen oberhalb der Erwartungen. Besonders der wichtige Umsatz aus Softwarelizenzen konnte überzeugen.

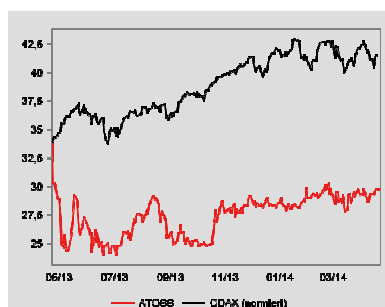
- Der Umsatz mit Softwarelizenzen legte um 21% auf EUR 2,1 Mio. zu. Der Auftragseingang bei Softwarelizenzen stieg von EUR 1,3 Mio. auf EUR 2,8 Mio. Im ersten Quartal konnte ATOSS einen besonderen **Erfolg bei der Neukundengewinnung in der wichtigen Retailbranche** verzeichnen. Der Auftragsbestand bei Softwarelizenzen stieg im ersten Quartal auf EUR 4,1 Mio. nach EUR 3,3 Mio. im Vorjahr.
- Vor dem Hintergrund des starken Auftragseingangs im Bereich der Softwarelizenzen, der Service- und Wartungserlöse nach sich zieht, kann mit einem **starken Jahresverlauf** gerechnet werden.
- In Folge der guten Geschäftsentwicklung stieg die Liquidität nach EUR 15,3 Mio. zum 31.12.2013 auf EUR 19,5 Mio.

Insgesamt werden die Prognosen und das Kursziel für die Aktie der ATOSS nochmals leicht erhöht. **Bei einem Kursziel von EUR 31 (29) lautet die Einschätzung weiter Halten.**

Schätzungsänderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -
<b>Umsatz</b>	38,0	0,0 %	39,9	1,9 %	n.a.	n.m.
<b>EBIT</b>	9,0	0,0 %	9,5	6,2 %	n.a.	n.m.
<b>EPS</b>	1,58	0,0 %	1,65	6,1 %	n.a.	n.m.
<b>DPS</b>	0,79	0,0 %	0,83	6,0 %	n.a.	n.m.

### Kommentar zu den Änderungen:

- Aufgrund der starken Q1-Zahlen und insbesondere vor dem Hintergrund des guten Auftragseingangs werden die Prognosen für 2014ff nochmals erhöht.
- Der Ausweis der 2016er Prognosen erfolgt erstmalig.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	2,9 %
6 Monate:	4,3 %
Jahresverlauf:	5,3 %
Letzte 12 Monate:	-37,4 %

Unternehmenstermine:	
30.04.14	HV
13.05.14	Q1
12.08.14	Q2
14.11.14	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	7,0 %	29,3	31,6	33,0	35,5	38,0	40,6	43,5
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		0,8 %	7,7 %	4,5 %	7,6 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Rohrtragsmarge</b>		68,1 %	70,4 %	70,8 %	71,0 %	70,0 %	70,0 %	70,0 %
<b>EBITDA</b>	8,8 %	7,3	7,8	8,2	9,0	9,6	10,7	11,6
<b>Marge</b>		24,9 %	24,7 %	24,8 %	25,4 %	25,4 %	26,4 %	26,6 %
<b>EBIT</b>	8,8 %	6,8	7,3	7,6	8,4	9,0	10,1	10,9
<b>Marge</b>		23,3 %	23,1 %	23,1 %	23,7 %	23,8 %	24,8 %	25,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	38,2 %	4,8	5,7	5,8	2,9	6,3	7,0	7,5
<b>EPS</b>	37,9 %	1,21	1,43	1,45	0,72	1,58	1,75	1,89
<b>EPS adj.</b>	37,9 %	1,21	1,43	1,45	0,72	1,58	1,75	1,89
<b>DPS</b>	9,7 %	0,60	0,71	3,62	0,72	0,79	0,88	0,95
<b>Dividendenrendite</b>		4,0 %	4,2 %	17,9 %	2,7 %	2,7 %	3,0 %	3,2 %
<b>FCFPS</b>		0,83	1,17	0,75	1,02	1,37	1,71	1,89
<b>EV / Umsatz</b>		1,4 x	1,4 x	1,7 x	2,7 x	2,7 x	2,5 x	2,2 x
<b>EV / EBITDA</b>		5,6 x	5,7 x	7,0 x	10,5 x	10,8 x	9,3 x	8,3 x
<b>EV / EBIT</b>		5,9 x	6,1 x	7,5 x	11,3 x	11,5 x	10,0 x	8,8 x
<b>KGv</b>		12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	18,8 x	17,0 x	15,7 x
<b>KGv ber.</b>		12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	18,8 x	17,0 x	15,7 x
<b>FCF Yield Potential</b>		11,6 %	10,4 %	8,7 %	7,7 %	6,0 %	7,0 %	7,9 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-18,9	-22,6	-23,2	-11,9	-14,5	-18,1	-22,1
<b>ROE</b>		29,7 %	29,3 %	25,7 %	16,1 %	46,3 %	40,3 %	35,3 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-234,8 %	-354,9 %	-1024,3 %	2925,4 %	1608,1 %	667,9 %	602,3 %
<b>Guidance:</b>	Weiterhin positive Unternehmensentwicklung							

Analyst/-in

**Felix Ellmann**

fellmann@warburg-research.com

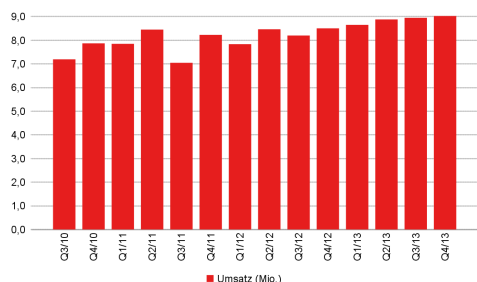
+49 40 309537-120

COMMENT

Veröffentlicht 22.04.2014

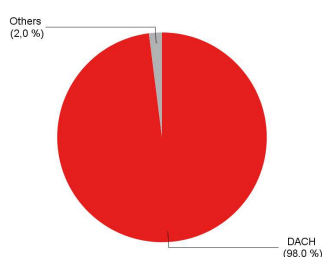
1

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



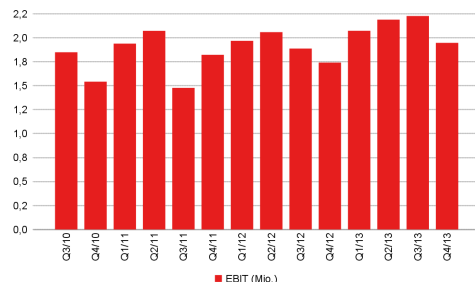
Quelle: Warburg Research

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



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

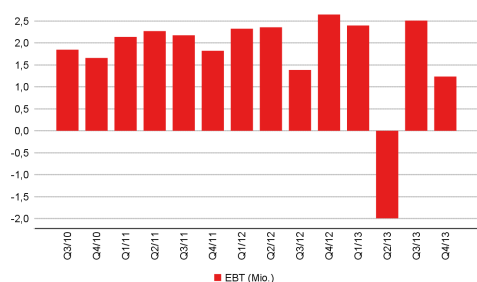
## Unternehmenshintergrund

- 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

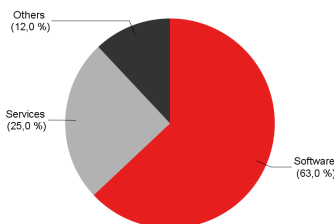
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an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



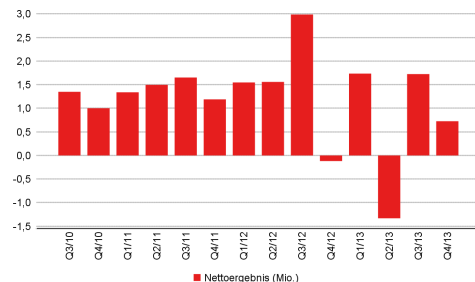
Quelle: Warburg Research

**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
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	38,0	40,6	43,5	46,1	48,9	51,8	54,9	58,2	61,7	65,4	67,4	69,4	71,5	2,5 %
Umsatzwachstum	7,0 %	7,0 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
EBIT	9,0	10,1	10,9	12,0	12,7	13,5	14,3	15,1	16,0	17,0	17,5	18,0	18,6	26,0 %
EBIT-Marge	23,8 %	24,8 %	25,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	
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 %	0,0
NOPAT	6,1	6,8	7,4	7,8	8,3	8,8	9,3	9,8	10,4	11,1	11,4	11,7	12,1	
Abschreibungen	0,6	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,5 %
Abschreibungsquote	1,6 %	1,6 %	1,6 %	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	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,9	0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	1,1
- Investitionen	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	
Investitionsquote	1,4 %	1,3 %	1,2 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	0,0
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)	5,3	6,7	7,4	7,5	8,1	8,5	9,0	9,6	10,1	10,7	11,2	11,5	11,9	11
Barwert FCF	5,1	5,8	5,8	5,5	5,3	5,1	5,0	4,8	4,6	4,5	4,3	4,0	3,8	
Anteil der Barwerte	14,72 %			41,17 %										44,10 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
<b>WACC</b>	<b>9,65 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,30</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	64		
Terminal Value	50		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	4,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>122</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>30,62</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,48	10,7 %	26,21	26,47	26,75	27,04	27,35	27,68	28,04	1,48	10,7 %	25,50	26,01	26,53	27,04	27,55	28,07	28,58
1,39	10,2 %	27,72	28,03	28,36	28,71	29,09	29,49	29,92	1,39	10,2 %	27,07	27,62	28,16	28,71	29,26	29,81	30,36
1,35	9,9 %	28,54	28,88	29,25	29,63	30,05	30,49	30,97	1,35	9,9 %	27,93	28,50	29,07	29,63	30,20	30,77	31,34
1,30	9,7 %	29,42	29,80	30,19	30,62	31,08	31,57	32,10	1,30	9,7 %	28,86	29,45	30,03	30,62	31,21	31,80	32,38
1,25	9,4 %	30,36	30,77	31,21	31,68	32,18	32,73	33,32	1,25	9,4 %	29,85	30,46	31,07	31,68	32,29	32,90	33,51
1,21	9,2 %	31,36	31,81	32,30	32,82	33,38	33,98	34,64	1,21	9,2 %	30,92	31,55	32,18	32,82	33,45	34,08	34,72
1,12	8,7 %	33,58	34,14	34,73	35,37	36,07	36,83	37,65	1,12	8,7 %	33,31	34,00	34,69	35,37	36,06	36,74	37,43

- 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>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>
KBV	3,4 x	3,2 x	3,4 x	9,1 x	7,7 x	6,1 x	5,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,40	5,26	5,92	2,93	3,83	4,87	5,90
EV / Umsatz	1,4 x	1,4 x	1,7 x	2,7 x	2,7 x	2,5 x	2,2 x
EV / EBITDA	5,6 x	5,7 x	7,0 x	10,5 x	10,8 x	9,3 x	8,3 x
EV / EBIT	5,9 x	6,1 x	7,5 x	11,3 x	11,5 x	10,0 x	8,8 x
EV / EBIT adj.*	5,9 x	6,1 x	7,5 x	11,3 x	11,5 x	10,0 x	8,8 x
Kurs / FCF	18,0 x	14,5 x	26,9 x	26,2 x	21,7 x	17,4 x	15,8 x
KGV	12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	18,8 x	17,0 x	15,7 x
KGV ber.*	12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	18,8 x	17,0 x	15,7 x
Dividendenrendite	4,0 %	4,2 %	17,9 %	2,7 %	2,7 %	3,0 %	3,2 %
Free Cash Flow Yield Potential	11,6 %	10,4 %	8,7 %	7,7 %	6,0 %	7,0 %	7,9 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>29,3</b>	<b>31,6</b>	<b>33,0</b>	<b>35,5</b>	<b>38,0</b>	<b>40,6</b>	<b>43,5</b>
Veränd. Umsatz yoy	0,8 %	7,7 %	4,5 %	7,6 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Herstellungskosten	9,4	9,3	9,7	10,3	11,4	12,2	13,0
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>20,0</b>	<b>22,2</b>	<b>23,4</b>	<b>25,2</b>	<b>26,6</b>	<b>28,5</b>	<b>30,4</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>68,1 %</i>	<i>70,4 %</i>	<i>70,8 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>70,0 %</i>	<i>70,0 %</i>	<i>70,0 %</i>
Forschung und Entwicklung	6,0	6,7	7,1	7,5	8,4	8,5	9,1
Vertriebskosten	4,8	5,5	5,7	6,2	6,5	6,9	7,4
Verwaltungskosten	2,5	2,7	2,9	3,1	3,1	3,4	3,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,1	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,7</b>	<b>11,6</b>
<i>Marge</i>	<i>24,9 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>26,4 %</i>	<i>26,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
<b>EBITA</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,0</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,0	0,0	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>6,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>
<i>Marge</i>	<i>23,3 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>23,8 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>25,0 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>
Zinserträge	0,2	2,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	1,0	0,3	4,6	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>7,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>4,2</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,1</b>
<i>Marge</i>	<i>23,7 %</i>	<i>26,6 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>24,3 %</i>	<i>25,2 %</i>	<i>25,5 %</i>
Steuern gesamt	2,2	2,7	2,8	1,3	3,0	3,3	3,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</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>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>
<i>Marge</i>	<i>16,4 %</i>	<i>18,0 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>16,5 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>17,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>EPS</b>	<b>1,21</b>	<b>1,43</b>	<b>1,45</b>	<b>0,72</b>	<b>1,58</b>	<b>1,75</b>	<b>1,89</b>
EPS adj.	1,21	1,43	1,45	0,72	1,58	1,75	1,89

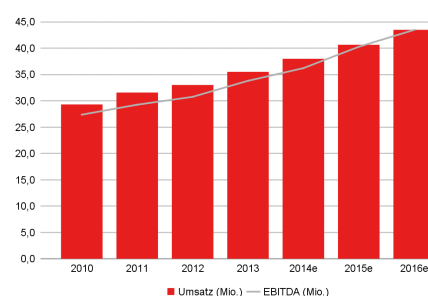
\*Adjustiert um:

**Guidance: Weiterhin positive Unternehmensentwicklung**

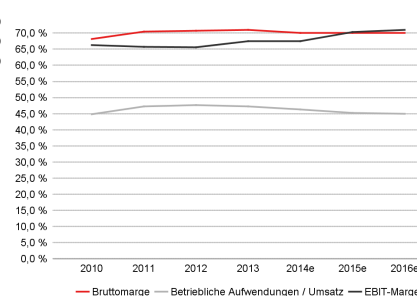
## Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	44,8 %	47,3 %	47,7 %	47,3 %	46,3 %	45,3 %	45,0 %
Operating Leverage	30,6 x	0,9 x	0,9 x	1,4 x	1,0 x	1,6 x	1,2 x
EBITDA / Interest expenses	81,0 x	8,0 x	27,9 x	2,0 x	96,4 x	107,3 x	115,9 x
Steuerquote (EBT)	31,0 %	32,5 %	32,5 %	31,3 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	49,6 %	49,7 %	249,9 %	100,4 %	50,1 %	50,1 %	50,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	120.634	121.911	121.364	127.258	129.682	132.152	134.669

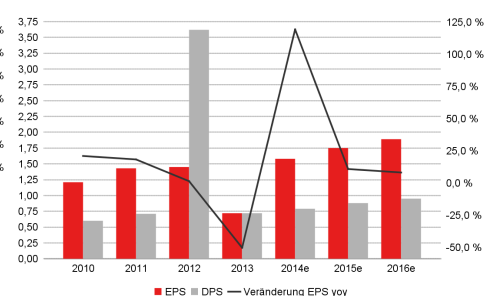
## Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



## Operative Performance in %



## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

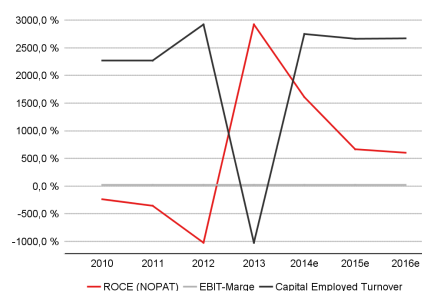
## Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1
davon übrige imm. VG	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,6	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>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,1	2,6	3,2	3,0	4,6	4,9	5,2
Liquide Mittel	20,7	24,3	24,9	14,5	17,1	20,8	24,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,1	1,3	1,6	1,8	2,1	2,3	2,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>24,8</b>	<b>28,3</b>	<b>29,7</b>	<b>19,4</b>	<b>23,8</b>	<b>28,0</b>	<b>32,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>27,8</b>	<b>31,4</b>	<b>33,2</b>	<b>22,7</b>	<b>27,0</b>	<b>31,1</b>	<b>35,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	-0,4	-0,4	-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	13,9	17,5	20,3	8,4	11,9	16,0	20,0
Buchwert	17,6	21,1	23,7	11,8	15,3	19,3	23,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>17,6</b>	<b>21,1</b>	<b>23,7</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>19,3</b>	<b>23,4</b>
Rückstellungen gesamt	2,8	2,8	2,2	2,9	3,0	3,1	3,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,7	1,7	1,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,1	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	0,8	0,4	0,3	1,0	1,0	1,1
Sonstige Verbindlichkeiten	6,6	6,6	7,0	7,7	7,7	7,7	7,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,9</b>	<b>11,7</b>	<b>11,8</b>	<b>12,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>27,8</b>	<b>31,4</b>	<b>33,2</b>	<b>22,7</b>	<b>27,0</b>	<b>31,1</b>	<b>35,4</b>

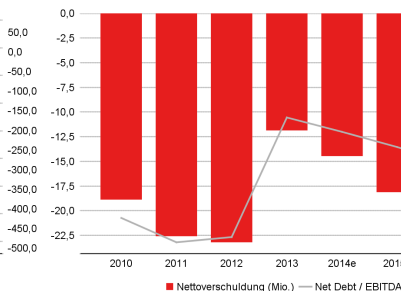
## Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	5,8 x	6,6 x	5,8 x	6,5 x	6,0 x	6,2 x	6,5 x
Capital Employed Turnover	-22,5 x	-21,4 x	70,4 x	-486,2 x	45,4 x	33,5 x	35,0 x
ROA	162,7 %	181,5 %	165,5 %	87,0 %	196,0 %	226,9 %	259,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-234,8 %	-354,9 %	-1024,3 %	2925,4 %	1608,1 %	667,9 %	602,3 %
ROE	29,7 %	29,3 %	25,7 %	16,1 %	46,3 %	40,3 %	35,3 %
Adj. ROE	29,7 %	29,3 %	25,7 %	16,1 %	46,3 %	40,3 %	35,3 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-18,9	-22,6	-23,2	-11,9	-14,5	-18,1	-22,1
Nettofinanzverschuldung	-20,6	-24,3	-24,9	-14,5	-17,1	-20,8	-24,8
Net Gearing	-107,4 %	-107,0 %	-98,0 %	-100,6 %	-94,5 %	-93,7 %	-94,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-282,9 %	-311,7 %	-303,6 %	-161,5 %	-177,8 %	-194,0 %	-214,1 %
Buchwert je Aktie	4,4	5,3	6,0	3,0	3,8	4,9	5,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,4	5,3	5,9	2,9	3,8	4,9	5,9

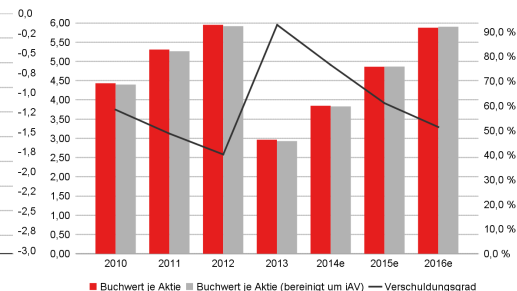
## Entwicklung ROCE



## Nettoverschuldung in Mio. EUR



## Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

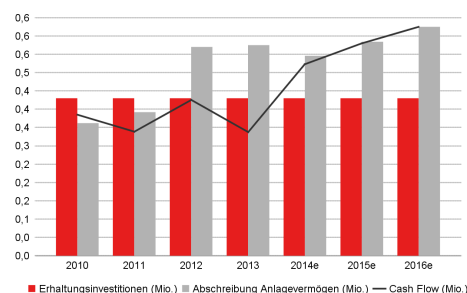
Quelle: Warburg Research

## Cash flow

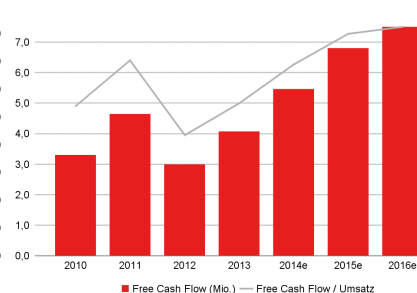
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,8	5,7	5,8	2,9	6,3	7,0	7,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-1,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>
Veränderung Vorräte	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	1,2	0,5	-0,6	0,2	-1,6	-0,3	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,7	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,7	0,5	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,7	0,9	-2,3	0,2	-0,9	-0,3	-0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-2,5	-0,7	-0,4	-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	0,0	-7,9	-6,4	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>-2,5</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>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,0	-2,4	-2,8	-14,4	-2,9	-3,1	-3,5
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>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-14,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,5</b>
Veränderung liquide Mittel	1,4	-5,6	-6,3	-10,3	2,6	3,7	4,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>20,7</b>	<b>15,1</b>	<b>18,0</b>	<b>14,5</b>	<b>17,1</b>	<b>20,8</b>	<b>24,8</b>

## Kennzahlen

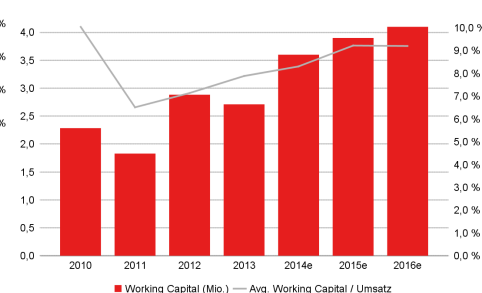
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	3,3	4,6	3,0	4,1	5,5	6,8	7,5
Free Cash Flow / Umsatz	11,3 %	14,7 %	9,1 %	11,5 %	14,4 %	16,7 %	17,2 %
Free Cash Flow Potential	4,7	4,6	5,0	7,3	6,3	7,0	7,6
Free Cash Flow / Umsatz	11,3 %	14,7 %	9,1 %	11,5 %	14,4 %	16,7 %	17,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	68,8 %	81,9 %	52,0 %	142,8 %	87,1 %	97,5 %	99,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,0 %	9,2 %	4,9 %	2,2 %	1,9 %	1,6 %	1,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	191,5 %	2788,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	8,5 %	2,1 %	1,1 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,2 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %	1,0 %
CAPEX / Abschreibungen	553,6 %	138,3 %	63,2 %	94,3 %	87,2 %	81,5 %	76,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	10,0 %	6,5 %	7,1 %	7,9 %	8,3 %	9,2 %	9,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	388,8 %	330,6 %	910,1 %	926,6 %	460,0 %	490,0 %	472,7 %
Vorratumschlag	1039,2 x	1168,3 x	1206,6 x	1286,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	38	30	36	31	44	44	44
Payables payment period (Tage)	31	31	13	12	32	30	31
Cash conversion cycle (Tage)	-30	-31	-13	-11	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 Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, 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 KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA, 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 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 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 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.



Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierte Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, 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.

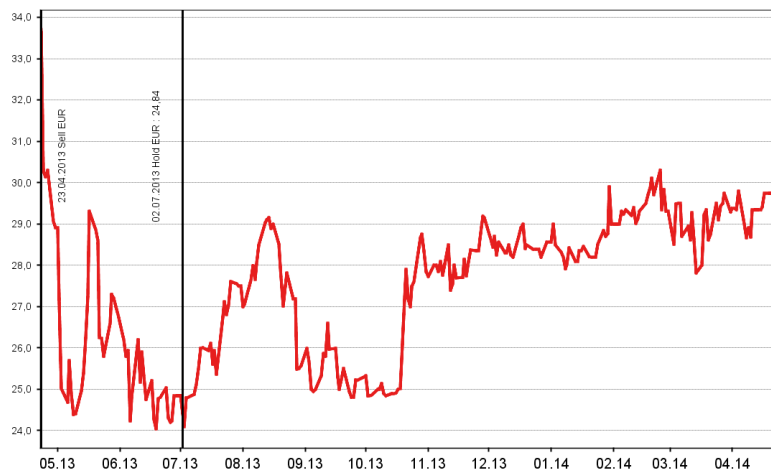
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	51
Halten	80	41
Verkaufen	13	7
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>196</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	76	59
Halten	47	36
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	2
<b>Gesamt</b>	<b>129</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [22.04.2014]**

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.

**RESEARCH**

<b>Roland Rapelius</b> Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Henner Rüschemeyer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Harald Hof</b> Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com

<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
<b>Malte Rätther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodlar@warburg-research.com
<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Susanne Schwartz</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Ömer Güven</b> Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Michael Ilgenstein</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Jan Walter</b> Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
<b>Katharina Merkel</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

**For access please contact:**

<b>Andrea Schaper</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---