

Hold (Buy) EUR 22,20 (EUR 24,50) Kurs EUR 21,61 Upside 2,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 22,23 FCF-Value Potential: 18,81	Aktien Daten: Bloomberg: AOF GR Reuters: AOFG ISIN: DE0005104400	Beschreibung: ATOSS ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 85,9 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 61,6 Freefloat MC (St.): 28,1 Ø Trad. Vol. (St./30T): 38,46	Aktionäre: Freefloat 32,7 % Gründer Familie 56,4 % Mainfirst 5,1 % Investment TGV Bonn 5,8 %	Risikoprofil (WRe): 2012e Beta: 1,4 KBV: 3,5 Net Gearing: -99 % Verschuldungsgrad: 42 % Nettoversch. / EBITDA: -3,0 x

Herabstufung auf Halten

Kennzahlen Q2/2012: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.									
	Q2 2012	Q2 2012e	Q2 2011	yoy	6M 2012	6M 2012e	6M 2011	yoy	
Umsatz	8,5	9,0	7,9	7,6 %	16,3	16,8	15,8	3,2 %	
EBIT	2,1	2,2	1,9	10,5 %	4,0	4,1	3,9	2,6 %	
Marge	24,3 %	24,4 %	24,5 %		24,5 %	24,4 %	24,6 %		

Kommentar zu Kennzahlen:

- Moderates Wachstum bei Umsatz und Ertrag
- Erwartungen (WRe) im Wachstum nicht ganz erfüllt
- Marge sehr stark

Am 23.07.12 legte die ATOSS Software AG die **Geschäftszahlen für das zweite Quartal** vor. **Dabei lag der Umsatz leicht unterhalb der Erwartungen (WRe). Die Prognose des Ergebnisses wurde in etwa getroffen.** Gleichzeitig konnte der hochmarginale Bereich Software (Lizenzen und Wartung) leicht zulegen (+6% auf EUR 9,9 Mio.). Das Beratungsgeschäft wuchs mit 4% auf EUR 4,5 Mio. Die gute Umsatzqualität (Softwareanteil) führte dazu, dass trotz etwas geringerer Umsätze die Ergebniserwartung getroffen wurde. Auch für das Gesamtjahr ist damit zu rechnen, dass insbesondere die hohen Softwarelizenzerlöse und Wartungseinnahmen bestehender Projekte zu hohen Margen führen werden. Der Auftragseingang bei den Neulizenzen sank gegenüber dem Vorjahr jedoch leicht von EUR 3,3 Mio. auf EUR 2,8 Mio. und auch der Auftragsbestand ging von EUR 3,1 Mio. leicht auf EUR 2,7 Mio. zurück. Insbesondere in den **Monaten April und Mai bestätigte sich eine geringere Investitionsneigung** der Kunden. Für die kommenden Jahre wird daher nun mit einem langsameren Wachstum gerechnet, als bisher. Hierbei wird ein generell **vorsichtigeres Konjunkturszenario** berücksichtigt. ATOSS wird der höheren Investitionszurückhaltung voraussichtlich mit etwas höheren Vertriebsbemühungen begegnen. Gleichzeitig wird die Umsatzqualität (Softwareanteil) jedoch hoch bleiben, da ATOSS die Projekte in der Regel über deren Laufzeit materialisiert. Insofern sind in den prognostizierten Umsätzen auch Projektabschlüsse der letzten Quartale enthalten.

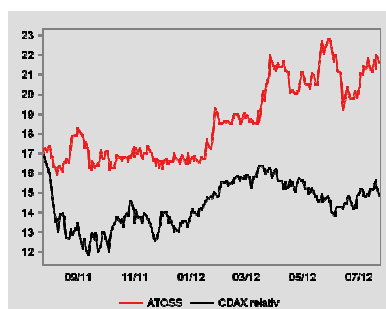
Auf Basis etwas geringerer Prognosen und leicht höherer Risikoabschläge (Beta) wird auch das Kursziel leicht reduziert. Die Einschätzung der Aktie lautet nun Halten (Kaufen). Das Kursziel liegt bei EUR 22,20 (24,50).

Schätzungsänderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -
Umsatz	33,8	-2,3 %	36,2	-4,1 %	38,7	-5,9 %
EBIT	7,8	-0,2 %	8,4	-2,1 %	8,9	-1,9 %
EPS	1,49	0.0 %	1,58	-1,9 %	1,68	-1,8 %

Kommentar zu Änderungen:	
■	Wachstumserwartungen werden leicht reduziert
■	Mittelfristig sind höhere Vertriebsaufwendungen wahrscheinlich
■	Leichte Reduktion der Ergebniserwartung ab 2013ff

Kommentar zu Änderungen:

- Wachstumserwartungen werden leicht reduziert
- Mittelfristig sind höhere Vertriebsaufwendungen wahrscheinlich
- Leichte Reduktion der Ergebniserwartung ab 2013ff



Rel. Performance vs CDAX:

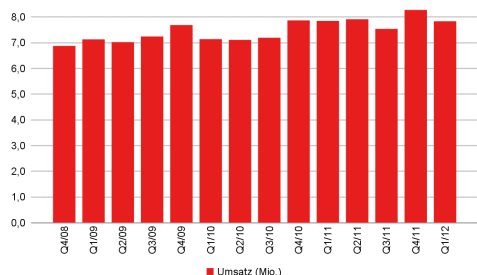
1 Monat:	7,0 %
6 Monate:	21,4 %
Jahresverlauf:	21,0 %
Letzte 12 Monate:	40,7 %

Unternehmensevents:

13.08.12	Q2
22.10.12	Vorl. Q2

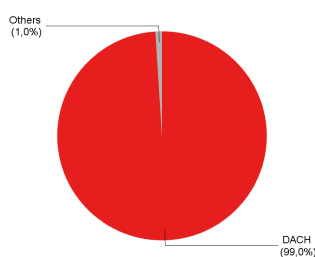
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	4,8 %	26,9	29,1	29,3	31,6	33,0	34,7	36,4
Veränd. Umsatz yoy		10,3 %	8,0 %	0,8 %	7,7 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %
Rohertragsmarge		67,1 %	66,7 %	68,1 %	70,4 %	69,5 %	69,5 %	70,0 %
EBITDA	5,9 %	5,4	5,9	7,3	7,8	8,2	8,6	9,2
Marge		20,1 %	20,3 %	24,9 %	24,7 %	24,9 %	24,9 %	25,4 %
EBIT	6,3 %	5,0	5,5	6,8	7,3	7,8	8,2	8,8
Marge		18,7 %	19,0 %	23,3 %	23,1 %	23,6 %	23,6 %	24,1 %
Jahresüberschuss	5,1 %	3,5	4,0	4,8	5,7	5,9	6,2	6,6
EPS	4,9 %	0,88	1,00	1,21	1,43	1,49	1,55	1,65
EPS adj.	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividende	5,3 %	0,44	0,50	0,60	0,71	0,75	0,78	0,83
Dividendenrendite		5,6 %	5,0 %	4,0 %	4,2 %	3,5 %	3,6 %	3,8 %
FCFPS		0,51	1,77	0,83	1,17	1,15	1,54	1,62
EV / Umsatz		0,7 x	0,8 x	1,4 x	1,4 x	1,9 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA		3,4 x	3,7 x	5,6 x	5,7 x	7,5 x	6,8 x	6,0 x
EV / EBIT		3,7 x	4,0 x	5,9 x	6,1 x	7,9 x	7,1 x	6,3 x
KGv		8,9 x	9,9 x	12,4 x	11,8 x	14,5 x	13,9 x	13,1 x
P / E adj.		8,9 x	9,9 x	12,4 x	11,8 x	14,5 x	13,9 x	13,1 x
FCF Yield Potential		18,7 %	16,8 %	11,6 %	10,4 %	8,1 %	9,1 %	10,4 %
Nettoverschuldung		-12,8	-17,4	-18,9	-22,6	-24,3	-27,5	-30,8
ROE		30,6 %	29,2 %	29,7 %	29,3 %	25,8 %	23,5 %	22,1 %
ROCE		27,3 %	24,7 %	26,2 %	23,4 %	21,5 %	19,8 %	18,9 %
Guidance:	Positive Umsatz und Ergebnisentwicklung, EBIT-Marge gesichert über 20%							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



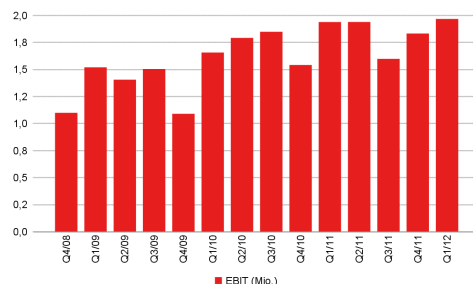
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

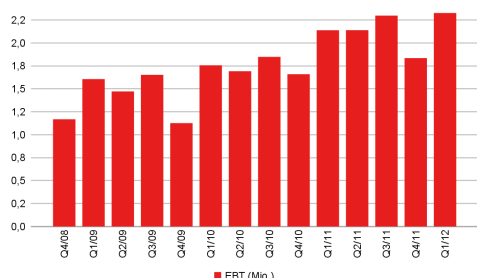
Unternehmenshintergrund

- 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

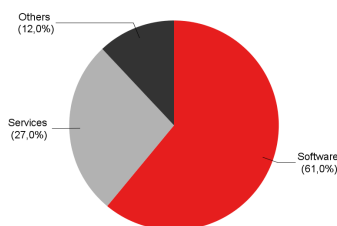
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an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



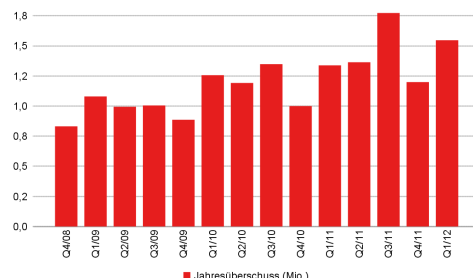
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	33,0	34,7	36,4	37,5	38,6	39,8	40,9	42,2	43,4	44,7	46,1	47,5	48,9	2,5 %
Umsatzwachstum	4,5 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
EBIT	7,8	8,2	8,8	9,0	9,3	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	11,1	11,4	11,7	24,0 %
EBIT-Marge	23,6 %	23,6 %	24,1 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	
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	5,3	5,6	6,0	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	
Abschreibungen	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,5 %
Abschreibungsquote	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,4	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7
- Investitionen	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
Investitionsquote	1,2 %	1,2 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	0,0
Sonst	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)	4,0	5,5	5,8	5,5	5,8	6,1	6,2	6,4	6,6	6,8	7,1	7,3	7,5	8
Barwert FCF	3,8	4,7	4,5	3,9	3,7	3,4	3,2	2,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0	24
Anteil der Barwerte	19,84 %			43,60 %										36,56 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
Fremdkapitalzins	3,9 %	Liquidität	2,00
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,20
		Sonst	1,50
WACC	11,20 %	Beta	1,44

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	42		
Terminal Value	24		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	24	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	88	Wert je Aktie (EUR)	22,23

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	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,64 (12,2 %)	20,19	20,30	20,41	20,53	20,66	20,80	20,94	1,64 (12,2 %)	19,57	19,89	20,21	20,53	20,86	21,18	21,50
1,54 (11,7 %)	20,93	21,06	21,19	21,33	21,49	21,65	21,81	1,54 (11,7 %)	20,32	20,66	21,00	21,33	21,67	22,01	22,35
1,49 (11,5 %)	21,33	21,47	21,61	21,77	21,93	22,11	22,29	1,49 (11,5 %)	20,73	21,07	21,42	21,77	22,12	22,46	22,81
1,44 (11,2 %)	21,75	21,90	22,06	22,23	22,41	22,60	22,80	1,44 (11,2 %)	21,16	21,51	21,87	22,23	22,58	22,94	23,30
1,39 (11,0 %)	22,19	22,36	22,53	22,71	22,91	23,12	23,34	1,39 (11,0 %)	21,61	21,98	22,35	22,71	23,08	23,45	23,82
1,34 (10,7 %)	22,66	22,84	23,03	23,23	23,44	23,67	23,91	1,34 (10,7 %)	22,09	22,47	22,85	23,23	23,61	23,99	24,36
1,24 (10,2 %)	23,68	23,90	24,12	24,36	24,62	24,89	25,19	1,24 (10,2 %)	23,16	23,56	23,96	24,36	24,77	25,17	25,57

- 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 ist bereits auf hohem Niveau

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,5	4,0	4,8	5,7	5,9	6,2	6,6	
+ Abschreibung + Amortisation	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,3	0,1	1,1	0,9	0,9	0,9	
- Erhaltungsinvestitionen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	3,5	3,7	4,7	4,6	5,0	5,3	5,7	
Free Cash Flow Yield Potential	18,7 %	16,8 %	11,6 %	10,4 %	8,1 %	9,1 %	10,4 %	
WACC	11,20 %	11,20 %	11,20 %	11,20 %	11,20 %	11,20 %	11,20 %	
= Enterprise Value (EV)	18,6	21,9	40,5	44,7	61,6	58,4	55,1	
= Fair Enterprise Value	31,0	32,7	42,0	41,3	44,7	47,3	51,1	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-24,3	-24,3	-24,3	-24,3	-26,0	-29,2	-32,5	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	53,6	55,3	64,5	63,9	69,1	74,8	81,9	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	13,48	13,90	16,23	16,07	17,37	18,81	20,60	
Premium (-) / Discount (+) in %					-19,6 %	-13,0 %	-4,6 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	14,20 %	11,83	12,17	14,00	13,88	14,99	16,29	17,89
	13,20 %	12,29	12,66	14,63	14,50	15,67	17,00	18,65
	12,20 %	12,84	13,23	15,36	15,22	16,45	17,83	19,55
WACC	11,20 %	13,48	13,90	16,23	16,07	17,37	18,81	20,60
	10,20 %	14,24	14,71	17,26	17,09	18,47	19,97	21,86
	9,20 %	15,17	15,69	18,52	18,33	19,82	21,39	23,40
	8,20 %	16,33	16,91	20,09	19,87	21,49	23,16	25,30

- Der FCF-Wert liegt auf ähnlichem Niveau wie die vom DCF-Wert indizierten Kurspotentiale
- Aufgrund der höheren Verfahrensgenauigkeit wird in diesem Fall vornehmlich auf den DCF-Wert abgezielt

Wertermittlung							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	2,5 x	2,7 x	3,4 x	3,2 x	3,5 x	3,1 x	2,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,09	3,69	4,40	5,26	6,18	7,03	7,95
EV / Umsatz	0,7 x	0,8 x	1,4 x	1,4 x	1,9 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA	3,4 x	3,7 x	5,6 x	5,7 x	7,5 x	6,8 x	6,0 x
EV / EBIT	3,7 x	4,0 x	5,9 x	6,1 x	7,9 x	7,1 x	6,3 x
EV / EBIT adj.*	3,7 x	4,0 x	5,9 x	6,1 x	7,9 x	7,1 x	6,3 x
Kurs / FCF	15,3 x	5,6 x	18,0 x	14,5 x	18,8 x	14,0 x	13,3 x
KGV	8,9 x	9,9 x	12,4 x	11,8 x	14,5 x	13,9 x	13,1 x
P / E adj.*	8,9 x	9,9 x	12,4 x	11,8 x	14,5 x	13,9 x	13,1 x
Dividendenrendite	5,6 %	5,0 %	4,0 %	4,2 %	3,5 %	3,6 %	3,8 %
Free Cash Flow Yield Potential	18,7 %	16,8 %	11,6 %	10,4 %	8,1 %	9,1 %	10,4 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	26,9	29,1	29,3	31,6	33,0	34,7	36,4
Veränd. Umsatz yoy	10,3 %	8,0 %	0,8 %	7,7 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %
Herstellungskosten	8,9	9,7	9,4	9,3	10,1	10,6	10,9
Bruttoergebnis	18,1	19,4	20,0	22,2	22,9	24,1	25,5
<i>Bruttomarge</i>	<i>67,1 %</i>	<i>66,7 %</i>	<i>68,1 %</i>	<i>70,4 %</i>	<i>69,5 %</i>	<i>69,5 %</i>	<i>70,0 %</i>
Forschung und Entwicklung	5,1	5,6	6,0	6,7	6,9	7,3	7,6
Vertriebskosten	5,6	5,8	4,8	5,5	5,7	6,0	6,3
Verwaltungskosten	2,7	2,5	2,5	2,7	2,9	3,0	3,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,4	5,9	7,3	7,8	8,2	8,6	9,2
<i>Marge</i>	<i>20,1 %</i>	<i>20,3 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>25,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITA	5,1	5,6	6,9	7,4	7,9	8,3	8,8
Abschreibungen auf iAV	0,1	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
EBIT	5,0	5,5	6,8	7,3	7,8	8,2	8,8
<i>Marge</i>	<i>18,7 %</i>	<i>19,0 %</i>	<i>23,3 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,6 %</i>	<i>23,6 %</i>	<i>24,1 %</i>
EBIT adj.	5,0	5,5	6,8	7,3	7,8	8,2	8,8
Zinserträge	0,6	0,4	0,2	2,1	1,0	1,0	1,0
Zinsaufwendungen	0,5	0,0	0,1	1,0	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,1	5,9	7,0	8,4	8,7	9,1	9,7
<i>Marge</i>	<i>19,0 %</i>	<i>20,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>26,6 %</i>	<i>26,3 %</i>	<i>26,2 %</i>	<i>26,6 %</i>
Steuern gesamt	1,6	1,9	2,2	2,7	2,8	2,9	3,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,5	4,0	4,8	5,7	5,9	6,2	6,6
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,5	4,0	4,8	5,7	5,9	6,2	6,6
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	3,5	4,0	4,8	5,7	5,9	6,2	6,6
<i>Marge</i>	<i>13,0 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>16,4 %</i>	<i>18,0 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>18,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	0,88	1,00	1,21	1,43	1,49	1,55	1,65
EPS adj.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

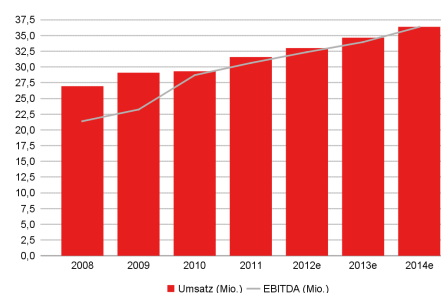
*Adjustiert um:

Guidance: Positive Umsatz und Ergebnisentwicklung, EBIT-Marge gesichert über 20%

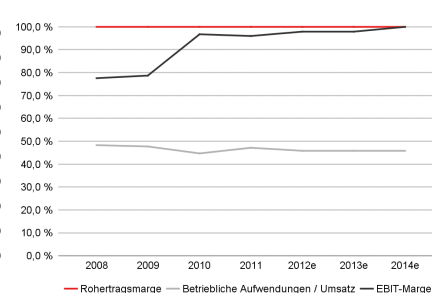
Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	48,4 %	47,7 %	44,8 %	47,3 %	45,9 %	45,9 %	45,9 %
Operating Leverage	3,4 x	1,2 x	30,6 x	0,9 x	1,5 x	1,0 x	1,4 x
EBITDA / Interest expenses	10,0 x	178,9 x	81,0 x	8,0 x	82,2 x	86,4 x	92,5 x
Steuerquote (EBT)	31,4 %	32,3 %	31,0 %	32,5 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	50,0 %	49,9 %	49,6 %	49,7 %	50,4 %	50,2 %	50,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	125.902	128.137	120.634	121.911	121.346	121.346	121.346

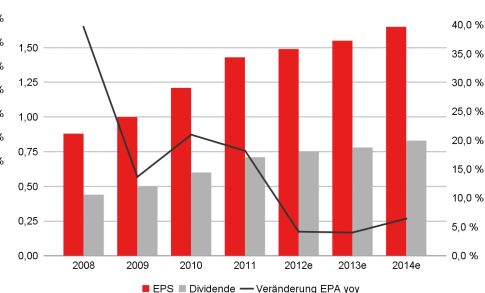
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

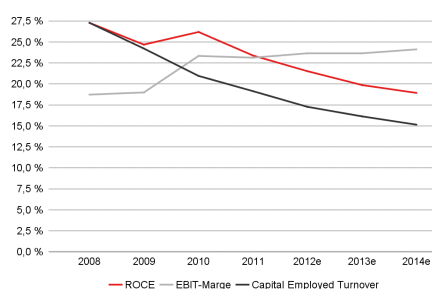
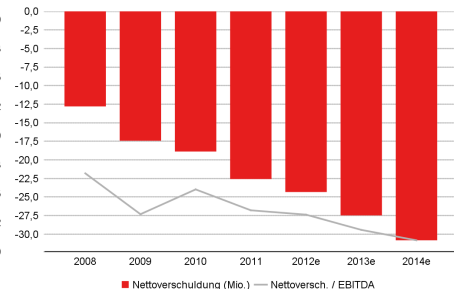
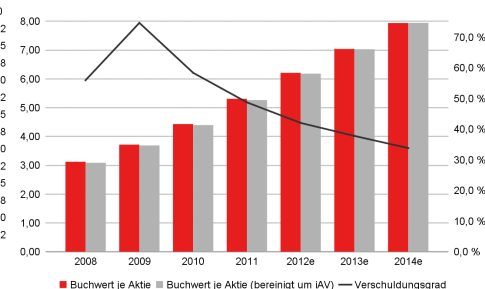
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
davon übrige imm. VG	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,6	0,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,7	0,9	2,9	3,1	3,1	3,0	3,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,5	4,3	3,1	2,6	4,0	4,2	4,4
Liquide Mittel	14,0	19,3	20,7	24,3	26,0	29,2	32,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,3	1,2	1,1	1,3	2,0	2,2	2,4
Umlaufvermögen	18,7	24,8	24,8	28,3	32,0	35,6	39,3
Bilanzsumme (Aktiva)	19,4	25,7	27,8	31,4	35,1	38,6	42,3
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,7	11,0	13,9	17,5	21,1	24,4	27,9
Buchwert	12,5	14,7	17,6	21,1	24,7	28,0	31,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	12,5	14,7	17,6	21,1	24,7	28,0	31,6
Rückstellungen gesamt	4,5	5,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,2	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,1	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	0,2	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Sonstige Verbindlichkeiten	2,2	4,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Verbindlichkeiten	7,0	11,0	10,3	10,3	10,4	10,6	10,7
Bilanzsumme (Passiva)	19,4	25,7	27,8	31,4	35,1	38,6	42,3

Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	7,1 x	6,6 x	5,8 x	6,6 x	5,3 x	5,5 x	5,6 x
Capital Employed Turnover	2,0 x	1,8 x	1,5 x	1,4 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x
ROA	505,8 %	437,3 %	162,7 %	181,5 %	190,9 %	202,8 %	221,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE	27,3 %	24,7 %	26,2 %	23,4 %	21,5 %	19,8 %	18,9 %
ROE	30,6 %	29,2 %	29,7 %	29,3 %	25,8 %	23,5 %	22,1 %
Adj. ROE	30,6 %	29,2 %	29,7 %	29,3 %	25,8 %	23,5 %	22,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-12,8	-17,4	-18,9	-22,6	-24,3	-27,5	-30,8
Nettofinanzverschuldung	-14,0	-19,3	-20,6	-24,3	-26,0	-29,2	-32,5
Net Gearing	-102,7 %	-118,4 %	-107,4 %	-107,0 %	-98,5 %	-98,2 %	-97,6 %
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-257,4 %	-327,0 %	-282,9 %	-311,7 %	-316,7 %	-338,1 %	-351,9 %
Buchwert je Aktie	3,1	3,7	4,4	5,3	6,2	7,0	7,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,1	3,7	4,4	5,3	6,2	7,0	7,9

Entwicklung ROCE**Nettoverschuldung in Mio. EUR****Buchwert je Aktie in EUR**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

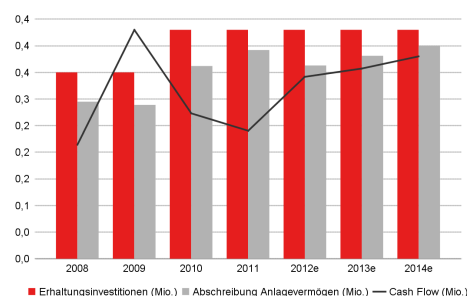
Quelle: Warburg Research

Cash flow

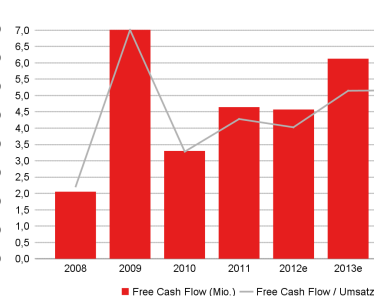
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,5	4,0	4,8	5,7	5,9	6,2	6,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	2,9	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,0	8,0	5,1	4,5	6,3	6,6	7,1
Veränderung Vorräte	-0,6	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,6	-0,8	1,2	0,5	-1,4	-0,2	-0,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,1	-0,1	-0,7	0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	-0,4	0,7	0,9	-1,4	-0,1	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,5	7,6	5,8	5,3	5,0	6,5	6,9
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,4	-0,6	-2,5	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-7,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,4	-0,6	-2,5	-8,5	-0,4	-0,4	-0,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,2	-1,7	-2,0	-2,4	-2,8	-3,0	-3,1
Erwerb eigener Aktien	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,1	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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,5	-1,7	-1,9	-2,3	-2,8	-3,0	-3,1
Veränderung liquide Mittel	0,6	5,3	1,4	-5,6	1,7	3,1	3,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	14,0	19,3	20,7	15,1	26,0	29,2	32,5

Kennzahlen

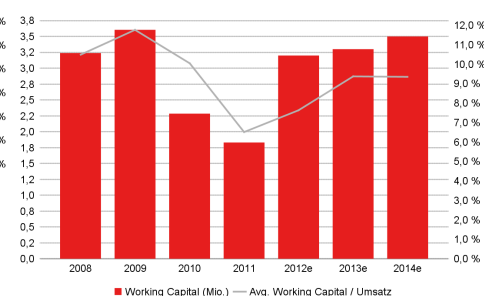
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,1	7,0	3,3	4,6	4,6	6,1	6,5
Free Cash Flow / Umsatz	7,6 %	24,1 %	11,3 %	14,7 %	13,9 %	17,7 %	17,7 %
Free Cash Flow Potential	3,5	3,7	4,7	4,6	5,0	5,3	5,7
Free Cash Flow / Umsatz	7,6 %	24,1 %	11,3 %	14,7 %	13,9 %	17,7 %	17,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	58,5 %	176,8 %	68,8 %	81,9 %	77,3 %	99,2 %	98,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,5 %	2,2 %	1,0 %	9,2 %	4,0 %	3,6 %	3,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1816,7 %	137,5 %	191,5 %	2788,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,7 %	2,1 %	8,5 %	2,1 %	1,2 %	1,2 %	1,1 %
Maint. Capex / Umsatz	1,3 %	1,2 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	117,0 %	156,1 %	553,6 %	138,3 %	93,2 %	88,8 %	84,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	10,5 %	11,8 %	10,0 %	6,5 %	7,6 %	9,4 %	9,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1528,8 %	625,0 %	388,8 %	330,6 %	500,0 %	466,7 %	488,9 %
Vorratumschlag	984,4 x	1076,8 x	1039,2 x	1168,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	47	54	38	30	44	44	44
Payables payment period (Tage)	9	26	31	31	29	31	30
Cash conversion cycle (Tage)	-9	-25	-30	-31	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 das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

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

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

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

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

M.M.Warburg & CO KGaA und 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%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 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	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005104400.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

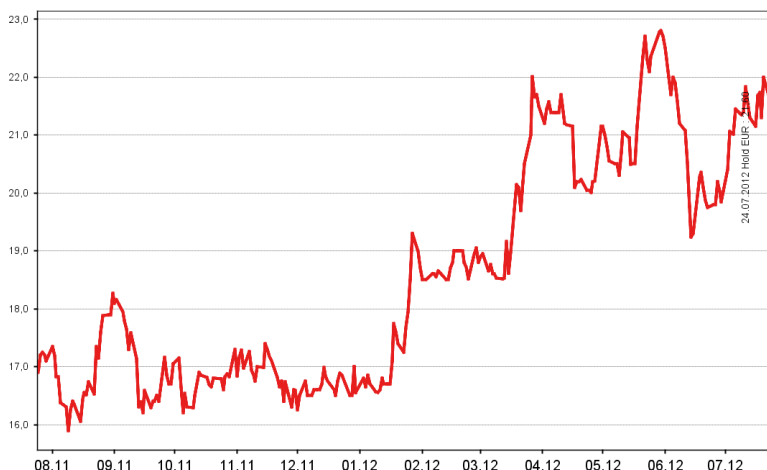
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	119	63
Halten	56	30
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

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	107	68
Halten	42	27
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	158	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [24.07.2012]



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

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Malte Rätther Technology	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Roland Rapelius Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodlar@warburg-research.com
Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss Car Suppliers, Steel	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Deputy Head of Equity Sales	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Germany	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com
--	--

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite 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:

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---