

Buy EUR 140,00 (EUR 110,00) Kurs EUR 130,50 Upside 7,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 139,66	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: 1.037,9 Aktienanzahl (Mio.): 8,0 EV: 1.008,9 Freefloat MC: 339,4 Ø Trad. Vol. (30T): 463,83 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 32,7 % Gründer Familie 57,2 % Mainfirst 5,1 % Investment TGV Bonn 5,0 %	Risikoprofil (WRe): 2020e Beta: 1,2 KBV: 34,7 x EK-Quote: 47 %

Cloud und Internationalisierung bieten Wachstumspotenzial

Berichtete Kennzahlen Q3/2020:							
Figures in EUR m	Q3/20	Q3/20e	Q3/19	yoy	9M/20	9M/19	yoy
Sales	20.5	20.0	17.8	15.4%	61.1	51.7	18.3%
EBIT	5.8	5.2	4.8	21.5%	17.4	13.5	29.1%
margin	28.4%	26.0%	27.0%		28.4%	26.0%	
Net income	3.7	3.3	3.2	13.8%	11.9	9.1	30.6%
margin	17.8%	16.5%	18.1%		19.5%	17.6%	

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Die ATOSS Software AG gab am 23. Oktober 2020 die Geschäftszahlen für das dritte Quartal bekannt. Diese zeigen ein beeindruckend starkes Wachstum, liegen leicht über den Erwartungen und reihen sich nahtlos in eine Reihe von Rekordquartalen ein.
- Die Zahlen bieten Spielraum für eine weitere Erhöhung der Prognose (WRe, siehe unten).

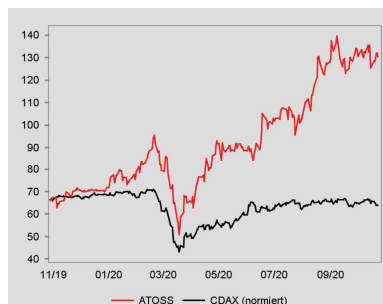
Mit der Präsentation der Quartalszahlen äußerte sich das Unternehmen auch zu wichtigen strategischen Fragen: **1. Internationalisierung:** Neben den bisherigen internationalen Aktivitäten, die sich vor allem auf die DACH-Region (97% des Umsatzes, 3% NL) konzentrieren, plant das Unternehmen die Eröffnung weiterer Standorte in Ländern mit einem komplexen regulatorischen Arbeitsumfeld, wo ATOSS seine relativen Stärken unter Beweis stellen kann. Wenig bekannt ist bisher, dass das Unternehmen bereits in 42 Ländern gemeinsam mit Bestandskunden Softwarelösungen (9 Sprachen) betreibt (als DACH-Umsatz betrachtet). Heute liegt der Anteil des internationalen Umsatzes bei etwa 15% (DACH, NL) und eine Steigerung auf 25% bis 2025 ist denkbar. **2. Cloud-Strategie:** Die für ATOSS wichtigste Kennzahl im Cloud-Bereich, der Annual Recurring Revenue (ARR), stieg in den ersten neun Monaten um 51% auf EUR 11,5 Mio. (7,7). Dies zeigt deutlich den Erfolg der Cloud-Transformation. Während früher ein Wert von ca. 40% des Neugeschäfts (Software) "in der Cloud" war, sind nun fast 90% bis 2023 eine realistische Annahme. Da Cloud-Umsätze im Laufe der Zeit unterschiedlich abgerechnet werden (keine Lizenzentnahmen zu Beginn), wirkt sich dies kurzfristig negativ auf das Ergebnis und den Cashflow aus. Gleichzeitig erfordert die vergleichsweise aggressive Cloud-Strategie anhaltend hohe Investitionen in F&E (z.B. Vorbereitung von ATOSS auf Hyperscaler). Diese Aspekte werden nun in das DCF-Modell (WRe) eingearbeitet.

Die neue Modellierung führt zu einem Kursziel von EUR 140, und die **Aktie wird weiterhin mit Kaufen bewertet**.

Schätzungsänderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -
Umsatz	83,5	0,0 %	96,9	0,9 %	111,4	2,6 %
EBITDA	26,0	3,9 %	31,8	-3,1 %	36,9	-2,3 %
EBIT	22,3	4,5 %	27,5	-3,8 %	32,0	-3,1 %
EPS	1,94	4,6 %	2,38	-3,8 %	2,76	-3,3 %
DPS	1,46	4,1 %	1,79	-3,9 %	2,07	-3,4 %

Kommentar zu den Änderungen:

- Auf kurze Sicht bleiben die Prognosen weitgehend unverändert. Die geplante Internationalisierung dürfte sich bereits 2021/22 bemerkbar machen, wird aber durch die höheren Kosten für die Cloud-Strategie und F&E mehr als ausgeglichen.
- Die wichtigste Änderung im DCF-Modell betrifft die Erreichung der Zielmarke (EBIT) von jetzt 50% im Jahr 2029 (zuvor 45% im Jahr 2033). Da ATOSS sehr loyale Kunden hat, sind Cloud-Verträge über längere Laufzeiten attraktiver als On-Premise-Geschäfte. Klassische On-Premise-Zahlungsmodelle werden für ATOSS im Jahr 2025 voraussichtlich keine wichtige Rolle mehr spielen. Auch die Internationalisierung zielt primär auf das Cloud-Geschäft ab.



Rel. Performance vs CDAX:

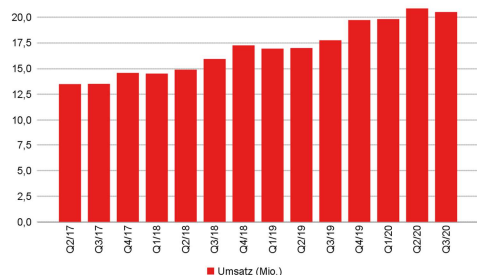
1 Monat:	0,5 %
6 Monate:	32,4 %
Jahresverlauf:	88,7 %
Letzte 12 Monate:	99,1 %

Unternehmenstermine:

26.11.20	Meet the Future
----------	-----------------

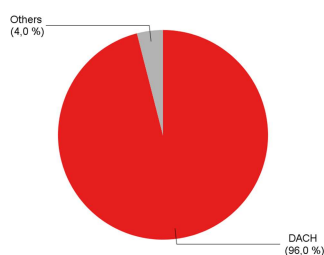
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	17,0 %	49,5	54,6	62,6	71,4	83,5	97,7	114,3
Veränd. Umsatz yoy		10,2 %	10,2 %	14,7 %	14,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Rohrtragsmarge		69,9 %	70,3 %	70,5 %	70,3 %	70,7 %	70,7 %	70,7 %
EBITDA	17,0 %	14,3	14,9	18,0	22,5	27,0	30,8	36,0
Marge		28,8 %	27,2 %	28,7 %	31,5 %	32,3 %	31,5 %	31,5 %
EBIT	17,1 %	13,6	14,1	16,9	19,3	23,3	26,5	31,0
Marge		27,4 %	25,9 %	27,0 %	27,0 %	27,9 %	27,1 %	27,1 %
Nettoergebnis	16,3 %	9,3	9,3	11,2	13,5	16,1	18,2	21,3
EPS	-7,7 %	2,33	2,34	2,81	3,40	2,03	2,29	2,67
EPS adj.	-7,7 %	2,33	2,34	2,81	3,40	2,03	2,29	2,67
DPS	-7,8 %	1,16	1,16	4,00	2,55	1,52	1,72	2,00
Dividendenrendite		3,9 %	3,3 %	9,5 %	4,3 %	1,2 %	1,3 %	1,5 %
FCFPS		2,80	1,95	2,74	3,63	2,02	2,22	2,53
FCF / Marktkap.		9,4 %	5,5 %	6,5 %	6,1 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %
EV / Umsatz		2,0 x	2,2 x	2,2 x	3,0 x	12,1 x	10,3 x	8,7 x
EV / EBITDA		6,9 x	8,0 x	7,7 x	9,4 x	37,4 x	32,6 x	27,7 x
EV / EBIT		7,3 x	8,4 x	8,2 x	11,0 x	43,3 x	37,9 x	32,2 x
KGv		12,8 x	15,1 x	15,0 x	17,4 x	64,3 x	57,0 x	48,9 x
KGv ber.		12,8 x	15,1 x	15,0 x	17,4 x	64,3 x	57,0 x	48,9 x
FCF Potential Yield		9,5 %	8,2 %	8,6 %	7,4 %	1,8 %	2,1 %	2,5 %
Nettoverschuldung		-19,4	-22,3	-28,5	-23,1	-29,0	-34,6	-41,0
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Guidance:		Umsatz 2020 EUR 82 Mio., EBIT mind. 27%						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



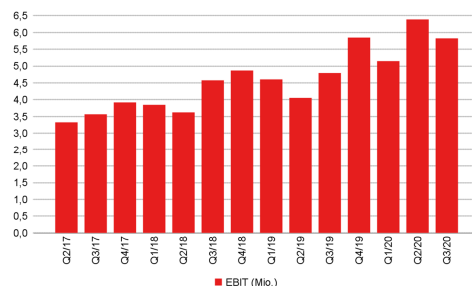
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2020e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

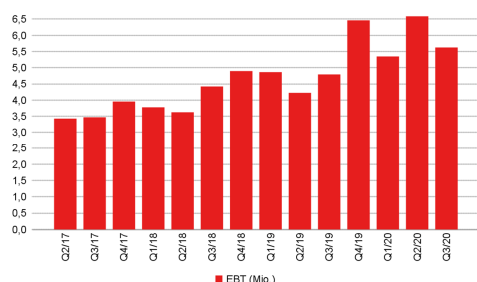
Unternehmenshintergrund

- 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

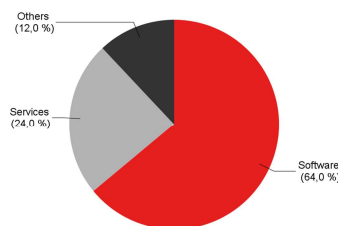
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an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



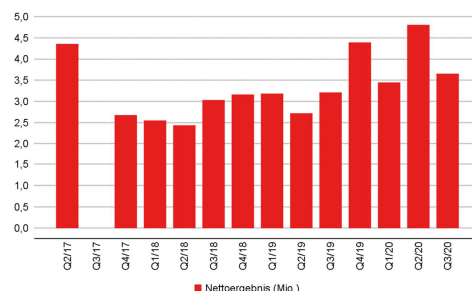
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2020e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	83,5	97,7	114,3	133,8	155,2	178,5	203,4	225,8	248,4	268,3	284,4	295,8	304,6	2,5 %
Umsatzwachstum	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	14,0 %	11,0 %	10,0 %	8,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	
EBIT	23,3	26,5	31,0	38,1	45,0	60,7	77,3	94,8	114,3	134,1	142,2	147,9	152,3	50,0 %
EBIT-Marge	27,9 %	27,1 %	27,1 %	28,5 %	29,0 %	34,0 %	38,0 %	42,0 %	46,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	
Steuerquote (EBT)	33,0 %	33,0 %	33,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	100,5
NOPAT	15,6	17,7	20,8	25,2	29,7	40,0	51,0	62,6	75,4	88,5	93,8	97,6	100,5	
Abschreibungen	3,7	4,3	5,0	6,0	7,0	8,0	9,2	10,2	11,2	12,1	12,8	13,3	13,7	4,5 %
Abschreibungsquote	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,9	0,8	0,6	0,5	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,7	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	0,9	0,8	0,5	0,2	-0,2	-1,6	100
- Investitionen	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,2	10,2	11,2	12,1	12,8	13,3	13,7	
Investitionsquote	3,6 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	697
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)	15,6	17,1	19,6	24,7	29,1	39,6	50,6	62,3	75,1	88,4	94,1	98,0	102,2	64,12 %
Barwert FCF	15,5	15,8	16,7	19,4	21,2	26,7	31,5	35,9	40,0	43,6	42,9	41,3	39,9	
Anteil der Barwerte	4,40 %			31,47 %										

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Akte)	1,20
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	8,10 %	Beta	1,20

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	390		
Terminal Value	697		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	7		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	30	Aktienzahl (Mio.)	8,0
Eigenkapitalwert	1.111	Wert je Aktie (EUR)	139,66

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
1,38	9,1 %	108,55	110,66	112,91	115,34	117,97	120,80	123,88	1,38	9,1 %	111,52	112,80	114,07	115,34	116,62	117,89	119,17
1,29	8,6 %	118,14	120,70	123,47	126,47	129,73	133,27	137,15	1,29	8,6 %	122,30	123,69	125,08	126,47	127,86	129,25	130,64
1,25	8,4 %	123,50	126,35	129,43	132,77	136,42	140,40	144,78	1,25	8,4 %	128,41	129,86	131,32	132,77	134,23	135,69	137,14
1,20	8,1 %	129,30	132,47	135,91	139,66	143,76	148,26	153,22	1,20	8,1 %	135,08	136,60	138,13	139,66	141,19	142,72	144,24
1,15	7,9 %	135,60	139,14	142,99	147,21	151,83	156,94	162,60	1,15	7,9 %	142,39	143,99	145,60	147,21	148,81	150,42	152,03
1,11	7,6 %	142,46	146,42	150,76	155,51	160,76	166,58	173,07	1,11	7,6 %	150,44	152,13	153,82	155,51	157,21	158,90	160,59
1,02	7,1 %	158,17	163,20	168,76	174,91	181,78	189,48	198,18	1,02	7,1 %	169,23	171,12	173,02	174,91	176,81	178,70	180,59

- Im DCF Modell wird eine moderate Fortsetzung des stetigen Wachstums der letzten Jahre antizipiert
- Es wird langfristig eine Margenverbesserung aufgrund der Cloud-Transformation angenommen.
- Die langfristige Marge bleibt auf hohem Niveau

Wertermittlung	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	7,0 x	6,4 x	5,9 x	9,5 x	34,7 x	28,7 x	23,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,19	5,40	7,07	3,42	2,37	3,18	4,17
EV / Umsatz	2,0 x	2,2 x	2,2 x	3,0 x	12,1 x	10,3 x	8,7 x
EV / EBITDA	6,9 x	8,0 x	7,7 x	9,4 x	37,4 x	32,6 x	27,7 x
EV / EBIT	7,3 x	8,4 x	8,2 x	11,0 x	43,3 x	37,9 x	32,2 x
EV / EBIT adj.*	7,3 x	8,4 x	8,2 x	11,0 x	43,3 x	37,9 x	32,2 x
Kurs / FCF	10,7 x	18,2 x	15,3 x	16,3 x	64,5 x	58,8 x	51,7 x
KGV	12,8 x	15,1 x	15,0 x	17,4 x	64,3 x	57,0 x	48,9 x
KGV ber.*	12,8 x	15,1 x	15,0 x	17,4 x	64,3 x	57,0 x	48,9 x
Dividendenrendite	3,9 %	3,3 %	9,5 %	4,3 %	1,2 %	1,3 %	1,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	9,5 %	8,2 %	8,6 %	7,4 %	1,8 %	2,1 %	2,5 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	49,5	54,6	62,6	71,4	83,5	97,7	114,3
Veränd. Umsatz yoy	10,2 %	10,2 %	14,7 %	14,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Herstellungskosten	14,9	16,2	18,4	21,2	24,5	28,6	33,5
Bruttoergebnis	34,6	38,4	44,2	50,2	59,1	69,1	80,8
<i>Bruttomarge</i>	<i>69,9 %</i>	<i>70,3 %</i>	<i>70,5 %</i>	<i>70,3 %</i>	<i>70,7 %</i>	<i>70,7 %</i>	<i>70,7 %</i>
Forschung und Entwicklung	9,5	10,3	11,2	11,9	13,8	16,6	19,4
Vertriebskosten	8,0	9,7	10,9	12,9	15,0	17,6	20,6
Verwaltungskosten	3,8	4,3	5,2	5,8	7,1	8,8	10,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,1	0,2	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	14,3	14,9	18,0	22,5	27,0	30,8	36,0
<i>Marge</i>	<i>28,8 %</i>	<i>27,2 %</i>	<i>28,7 %</i>	<i>31,5 %</i>	<i>32,3 %</i>	<i>31,5 %</i>	<i>31,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,6	0,9	3,0	3,5	4,1	4,8
EBITA	13,7	14,2	17,1	19,5	23,5	26,7	31,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	13,6	14,1	16,9	19,3	23,3	26,5	31,0
<i>Marge</i>	<i>27,4 %</i>	<i>25,9 %</i>	<i>27,0 %</i>	<i>27,0 %</i>	<i>27,9 %</i>	<i>27,1 %</i>	<i>27,1 %</i>
EBIT adj.	13,6	14,1	16,9	19,3	23,3	26,5	31,0
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	13,7	14,1	16,8	19,9	24,0	27,2	31,7
<i>Marge</i>	<i>27,6 %</i>	<i>25,7 %</i>	<i>26,8 %</i>	<i>27,9 %</i>	<i>28,8 %</i>	<i>27,9 %</i>	<i>27,7 %</i>
Steuern gesamt	4,4	4,7	5,6	6,4	7,9	9,0	10,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,3	9,3	11,2	13,5	16,1	18,2	21,3
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9,3	9,3	11,2	13,5	16,1	18,2	21,3
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	9,3	9,3	11,2	13,5	16,1	18,2	21,3
<i>Marge</i>	<i>18,7 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>18,9 %</i>	<i>19,3 %</i>	<i>18,7 %</i>	<i>18,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	8,0	8,0	8,0
EPS	2,33	2,34	2,81	3,40	2,03	2,29	2,67
EPS adj.	2,33	2,34	2,81	3,40	2,03	2,29	2,67

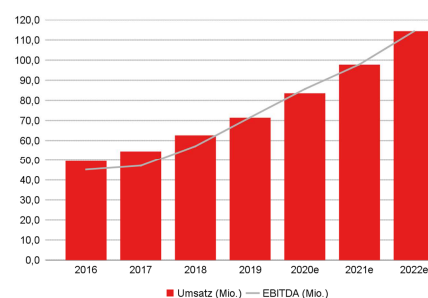
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz 2020 EUR 82 Mio., EBIT mind. 27%

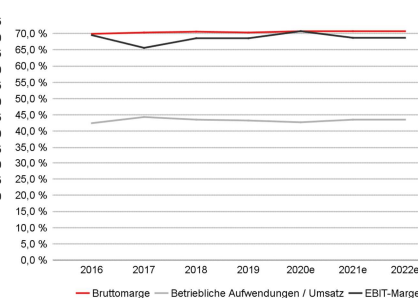
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	42,5 %	44,4 %	43,5 %	43,2 %	42,8 %	43,6 %	43,6 %
Operating Leverage	1,9 x	0,4 x	1,3 x	1,0 x	1,2 x	0,8 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	122,0 x	122,0 x	72,1 x	100,5 x	269,8 x	307,8 x	360,2 x
Steuerquote (EBT)	32,2 %	33,6 %	33,3 %	32,1 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %
Ausschüttungsquote	49,7 %	49,4 %	142,1 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %	74,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	153.395	161.023	175.832	190.943	212.765	237.081	264.176

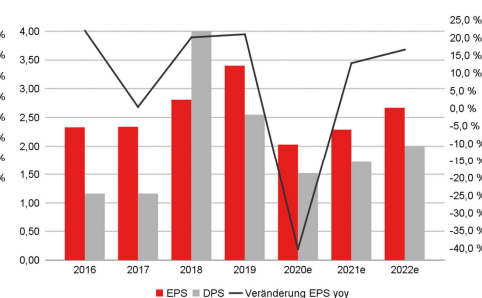
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

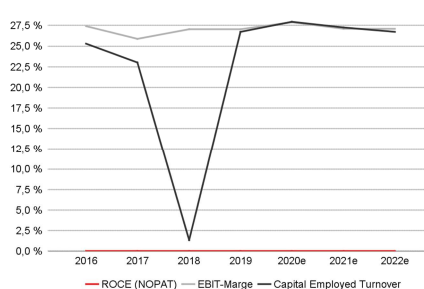
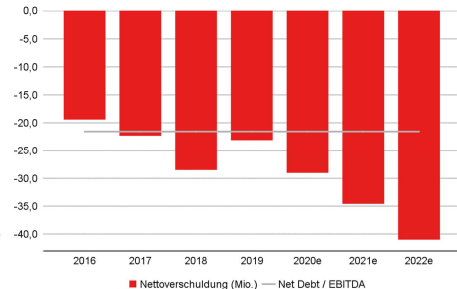
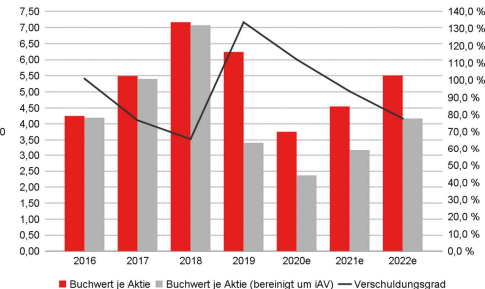
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,4	0,4	11,2	11,1	10,9	10,6
davon übrige imm. VG	0,2	0,4	0,4	11,2	11,1	10,9	10,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	3,0	3,7	4,3	4,1	3,6	3,5	3,7
Finanzanlagen	0,5	0,5	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,8	4,6	5,2	16,6	15,9	15,6	15,6
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,5	5,1	6,3	7,7	8,5	9,6	11,0
Liquide Mittel	24,3	27,1	33,3	29,7	35,7	41,2	47,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,5	1,8	2,4	4,1	3,3	3,5	3,7
Umlaufvermögen	30,3	34,0	42,0	41,6	47,6	54,4	62,4
Bilanzsumme (Aktiva)	34,0	38,5	47,2	58,1	63,5	70,0	78,0
Passiva							
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	13,6	18,5	25,2	21,5	26,6	32,8	40,5
Buchwert	16,9	21,8	28,5	24,8	29,9	36,1	43,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	16,9	21,8	28,5	24,9	30,0	36,2	43,9
Rückstellungen gesamt	4,9	5,0	4,9	7,3	7,4	7,5	7,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,9	4,8	4,8	6,6	6,6	6,6	6,6
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	0,6	0,4	0,5	0,9	1,1	1,3	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	11,5	11,3	13,3	25,1	25,1	25,1	25,1
Verbindlichkeiten	17,1	16,7	18,7	33,3	33,5	33,8	34,1
Bilanzsumme (Passiva)	34,0	38,5	47,2	58,1	63,5	70,0	78,0

Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	7,2 x	6,6 x	6,2 x	6,6 x	7,5 x	8,2 x	8,6 x
Capital Employed Turnover	-20,1 x	-115,7 x	-1024,3 x	39,7 x	90,7 x	60,3 x	39,6 x
ROA	247,0 %	204,6 %	216,2 %	81,5 %	101,3 %	116,9 %	136,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	51,8 %	48,1 %	44,4 %	50,7 %	58,9 %	55,3 %	53,2 %
Adj. ROE	51,8 %	48,1 %	44,4 %	50,7 %	58,9 %	55,3 %	53,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-19,4	-22,3	-28,5	-23,1	-29,0	-34,6	-41,0
Nettofinanzverschuldung	-24,3	-27,1	-33,3	-29,7	-35,7	-41,2	-47,6
Net Gearing	-114,6 %	-102,2 %	-100,2 %	-92,8 %	-96,9 %	-95,5 %	-93,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,2	5,5	7,2	6,2	3,8	4,5	5,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,2	5,4	7,1	3,4	2,4	3,2	4,2

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

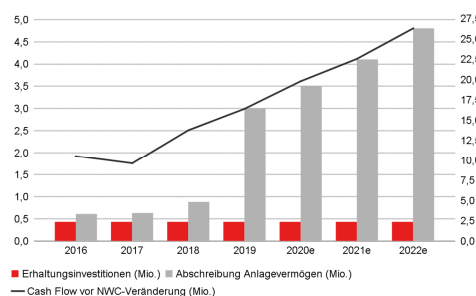
Cash flow

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	9,3	9,3	11,2	13,5	16,1	18,2	21,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,6	0,9	3,0	3,5	4,1	4,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,5	-0,1	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,4	1,5	-2,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	10,5	9,6	13,7	16,4	19,8	22,5	26,3
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	-0,6	-1,2	-1,5	-0,8	-1,1	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,3	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	1,7	-0,8	-1,1	-1,1	-0,7	-0,9	-1,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	12,2	8,9	12,6	15,3	19,1	21,6	25,1
Investitionen in iAV	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-1,0	-1,0	-1,5	-0,9	-3,0	-4,0	-5,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	-3,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-4,1	-3,6	-1,7	-0,9	-3,0	-4,0	-5,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-11,1	-4,6	-4,7	-15,9	-10,1	-12,1	-13,7
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	-2,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-11,1	-4,6	-4,7	-18,1	-10,1	-12,1	-13,7
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-3,0	0,7	6,2	-3,7	5,9	5,6	6,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	20,9	24,9	33,4	29,6	35,7	41,2	47,6

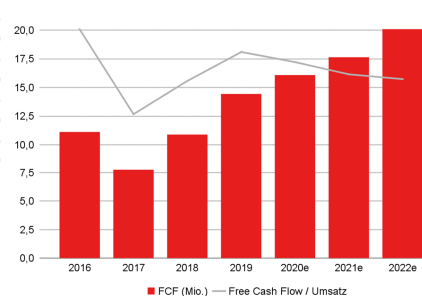
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitalfluss							
FCF	11,1	7,7	10,9	14,4	16,1	17,6	20,1
Free Cash Flow / Umsatz	22,4 %	14,2 %	17,4 %	20,2 %	19,3 %	18,0 %	17,6 %
Free Cash Flow Potential	9,4	9,7	12,0	15,7	18,6	21,4	25,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	119,8 %	83,1 %	97,5 %	106,9 %	99,9 %	96,7 %	94,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,9 %	0,2 %	0,4 %	2,7 %	2,6 %	2,2 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,3 %	2,0 %	2,7 %	1,3 %	3,6 %	4,1 %	4,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,9 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %
CAPEX / Abschreibungen	157,8 %	148,3 %	158,8 %	28,2 %	81,6 %	93,0 %	99,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,1 %	7,8 %	8,3 %	8,8 %	8,6 %	8,1 %	7,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	720,6 %	1138,3 %	1226,3 %	840,4 %	772,7 %	738,5 %	733,3 %
Vorratumschlag	1803,3 x	4056,0 x	4131,1 x	4755,4 x	244,7 x	286,3 x	335,0 x
Receivables collection period (Tage)	33	34	36	39	37	36	35
Payables payment period (Tage)	15	10	10	16	16	17	16
Cash conversion cycle (Tage)	18	24	26	24	22	21	20

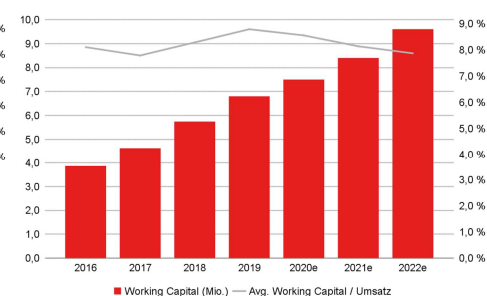
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) 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 ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („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 Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbsslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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 zählt 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 der Warburg Research GmbH 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 der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung 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-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder 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 Anlageempfehlung** getroffen.
- 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	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	133	66
Halten	53	26
Verkaufen	11	5
Empf. ausgesetzt	6	3
Gesamt	203	100

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	34	83
Halten	5	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [26.10.2020]



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

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@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

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation 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

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

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

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@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

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

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

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

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

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

Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

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

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

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

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

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

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

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

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

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

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@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 Reuters www.thomsonreuters.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