

<b>Buy</b> <b>EUR 215,00</b>  Kurs <b>EUR 188,20</b> <b>Upside 14,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 215,45	<b>Warburg ESG Risiko Score: 3,0</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 5,0 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b> ATOSS ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 1.496,8 Aktienanzahl (Mio.): 8,0 EV: 1.458,8 Freefloat MC: 661,6 Ø Trad. Vol. (30T): 1,19 Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 44,2 % Andreas Obereder 50,0 % Mainfirst 5,8 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2021e Beta: 1,0 KBV: 42,1 x EK-Quote: 50 %

Mit Vollgas in die Cloud

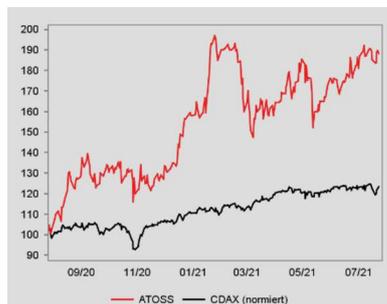
<b>Kennzahlen Q2/2021:</b> Figures in EUR m	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Den vorläufigen Zahlen zufolge hat die ATOSS Software AG im zweiten Quartal die dynamische Entwicklung der ersten drei Monate fortgesetzt und neue Rekordwerte bei Umsatz und Ergebnis erzielt.</li> <li>Die Erwartungen (WRe) wurden jedoch nicht erreicht, da die Transformation in die Cloud in Q2 deutlich an Dynamik gewonnen hat, trotz einer insgesamt sehr starken Vertriebsleistung (bezogen auf die Projekte).</li> <li>Dies belastet kurzfristig die Marge.</li> </ul>																																																
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q2/21</th> <th>Q2/21e</th> <th>Q2/20</th> <th>yoy</th> <th>6M/21</th> <th>6M/20</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sales</td> <td>22.8</td> <td>25.5</td> <td>20.8</td> <td>9.3%</td> <td>45.7</td> <td>40.6</td> <td>12.5%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>5.8</td> <td>6.5</td> <td>6.4</td> <td>-8.9%</td> <td>12.0</td> <td>11.5</td> <td>3.8%</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>25.5%</td> <td>25.5%</td> <td>30.7%</td> <td></td> <td>26.2%</td> <td>28.4%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Net income</td> <td>4.1</td> <td>4.5</td> <td>4.8</td> <td>-14.4%</td> <td>8.3</td> <td>8.3</td> <td>0.0%</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>18.1%</td> <td>17.6%</td> <td>23.1%</td> <td></td> <td>18.1%</td> <td>20.3%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		Q2/21	Q2/21e	Q2/20	yoy	6M/21	6M/20	yoy	Sales	22.8	25.5	20.8	9.3%	45.7	40.6	12.5%	EBIT	5.8	6.5	6.4	-8.9%	12.0	11.5	3.8%	margin	25.5%	25.5%	30.7%		26.2%	28.4%		Net income	4.1	4.5	4.8	-14.4%	8.3	8.3	0.0%	margin	18.1%	17.6%	23.1%		18.1%	20.3%		
	Q2/21	Q2/21e	Q2/20	yoy	6M/21	6M/20	yoy																																										
Sales	22.8	25.5	20.8	9.3%	45.7	40.6	12.5%																																										
EBIT	5.8	6.5	6.4	-8.9%	12.0	11.5	3.8%																																										
margin	25.5%	25.5%	30.7%		26.2%	28.4%																																											
Net income	4.1	4.5	4.8	-14.4%	8.3	8.3	0.0%																																										
margin	18.1%	17.6%	23.1%		18.1%	20.3%																																											

Neben der Bekanntgabe der Kennzahlen ist der entscheidende Aspekt des Quartalsberichts der sehr deutliche Anstieg des Anteils der Auftragseingänge für Cloud & Subskriptionen an den gesamten Auftragseingängen für Software auf über 70% (WRe: 50-60%). Im Geschäftsjahr 2020 lag der Anteil der Cloud-Auftragseingänge noch bei rund 42%. Damit zeigt ATOSS beeindruckende Fortschritte bei der Cloud-Transformation des Geschäftsmodells. Die zweistellige Steigerung des Annual Recurring Revenue (kurz ARR) um 74% auf rund EUR 18,5 Mio. (EUR 10,6 Mio.) unterstreicht die insgesamt starke Umsatzentwicklung. Der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse (Wartung und Cloud) des Konzerns liegt nun bei beeindruckenden 50% (46%).

Da bei cloudbasierten Softwarelösungen zu Beginn eines Projektes keine Lizenzzahlung anfällt, sind die ausgewiesenen Umsätze kurzfristig geringer. Langfristig zahlt sich dieser Ansatz aus, da regelmäßige Zahlungen in den für ATOSS typischen langfristigen Kundenbeziehungen in der Regel attraktiver sind. Für das Modell (DCF, WRe) bedeutet der hohe Cloud-Auftragseingang jedoch eine Reduzierung der kurzfristigen Umsatz- und Ergebniserwartungen. In der Langfristbetrachtung (DCF) ist die Annahme nun optimistischer.

Bei einem Kursziel von EUR 215 wird die ATOSS-Aktie weiterhin mit Kaufen bewertet.

<b>Schätzungsänderungen:</b> GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Für das laufende Jahr und die kommenden Jahre wird nun davon ausgegangen, dass der überwiegende Teil des Auftragseingangs im Cloud-Bereich liegen wird (WRe: 80% vs. bisher 50-60%).</li> <li>Dies führt trotz identischer Umsatzentwicklung kurzfristig zu einem geringeren Ergebnis, da die Abrechnung in monatlichen Raten erfolgt und zu Beginn keine Lizenzzahlung anfällt.</li> <li>Dies belastet das Ergebnis im Berichtszeitraum, führt aber langfristig zu höheren Margen (DCF).</li> </ul>																																										
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2021e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2022e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2023e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>100,6</td> <td>-5,1 %</td> <td>117,7</td> <td>-7,5 %</td> <td>137,7</td> <td>-7,5 %</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>33,0</td> <td>-8,9 %</td> <td>38,6</td> <td>-12,9 %</td> <td>45,2</td> <td>-7,5 %</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>28,6</td> <td>-9,4 %</td> <td>33,4</td> <td>-13,7 %</td> <td>39,1</td> <td>-7,5 %</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>2,41</td> <td>-9,5 %</td> <td>2,82</td> <td>-13,8 %</td> <td>3,30</td> <td>-7,6 %</td> </tr> <tr> <td>DPS</td> <td>1,81</td> <td>-9,4 %</td> <td>2,12</td> <td>-14,2 %</td> <td>2,48</td> <td>-7,7 %</td> </tr> </tbody> </table>		2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	Umsatz	100,6	-5,1 %	117,7	-7,5 %	137,7	-7,5 %	EBITDA	33,0	-8,9 %	38,6	-12,9 %	45,2	-7,5 %	EBIT	28,6	-9,4 %	33,4	-13,7 %	39,1	-7,5 %	EPS	2,41	-9,5 %	2,82	-13,8 %	3,30	-7,6 %	DPS	1,81	-9,4 %	2,12	-14,2 %	2,48	-7,7 %	
	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -																																					
Umsatz	100,6	-5,1 %	117,7	-7,5 %	137,7	-7,5 %																																					
EBITDA	33,0	-8,9 %	38,6	-12,9 %	45,2	-7,5 %																																					
EBIT	28,6	-9,4 %	33,4	-13,7 %	39,1	-7,5 %																																					
EPS	2,41	-9,5 %	2,82	-13,8 %	3,30	-7,6 %																																					
DPS	1,81	-9,4 %	2,12	-14,2 %	2,48	-7,7 %																																					



**Rel. Performance vs CDAX:**

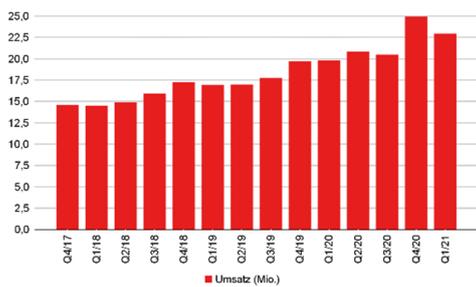
1 Monat:	5,6 %
6 Monate:	-13,3 %
Jahresverlauf:	7,4 %
Letzte 12 Monate:	76,2 %

**Unternehmenstermine:**

13.08.21	Q2
25.10.21	Q3

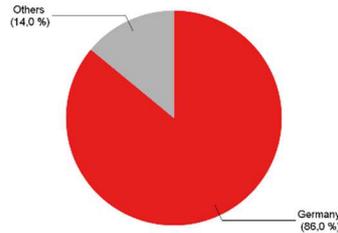
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	14,0 %	54,6	62,6	71,4	86,1	95,5	108,9	127,4
Veränd. Umsatz yoy		10,2 %	14,7 %	14,0 %	20,5 %	11,0 %	14,0 %	17,0 %
Rohertragsmarge		70,3 %	70,5 %	70,3 %	72,4 %	70,0 %	69,3 %	71,0 %
EBITDA	12,0 %	14,9	18,0	22,5	29,8	30,1	33,6	41,8
Marge		27,2 %	28,7 %	31,5 %	34,6 %	31,5 %	30,9 %	32,8 %
EBIT	11,4 %	14,1	16,9	19,3	26,2	25,9	28,9	36,2
Marge		25,9 %	27,0 %	27,0 %	30,4 %	27,1 %	26,5 %	28,4 %
Nettoergebnis	11,0 %	9,3	11,2	13,5	17,7	17,3	19,3	24,2
EPS	11,0 %	2,34	2,81	3,40	2,23	2,18	2,43	3,05
EPS adj.	11,0 %	2,34	2,81	3,40	2,23	2,18	2,43	3,05
DPS	11,1 %	1,16	4,00	2,55	1,67	1,64	1,82	2,29
Dividendenrendite		3,3 %	9,5 %	4,3 %	1,6 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %
FCFPS		1,95	2,74	3,63	2,82	2,13	2,29	2,91
FCF / Marktkap.		5,5 %	6,5 %	6,1 %	2,7 %	1,1 %	1,2 %	1,5 %
EV / Umsatz		2,2 x	2,2 x	3,0 x	9,2 x	15,3 x	13,4 x	11,3 x
EV / EBITDA		8,0 x	7,7 x	9,4 x	26,6 x	48,5 x	43,2 x	34,6 x
EV / EBIT		8,4 x	8,2 x	11,0 x	30,2 x	56,4 x	50,4 x	39,9 x
KGV		15,1 x	15,0 x	17,4 x	46,6 x	86,3 x	77,4 x	61,7 x
KGV ber.		15,1 x	15,0 x	17,4 x	46,6 x	86,3 x	77,4 x	61,7 x
FCF Potential Yield		8,2 %	8,6 %	7,4 %	2,6 %	1,4 %	1,6 %	2,0 %
Nettoverschuldung		-22,3	-28,5	-23,1	-34,3	-38,0	-43,2	-51,8
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Guidance:		Umsatz 2021 mind. EUR 95 Mio., EBIT mind. 27%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



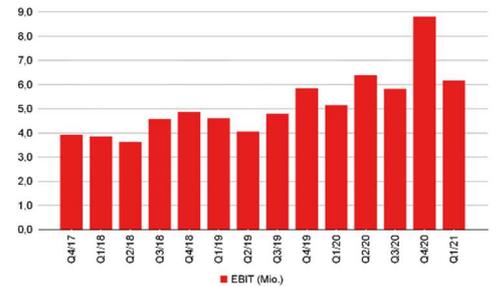
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2020; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

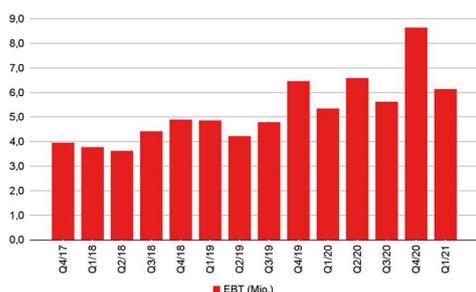
## Unternehmenshintergrund

- 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

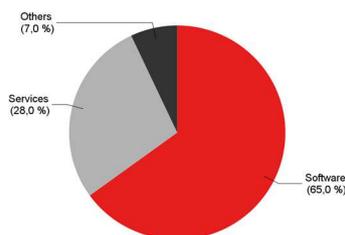
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an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



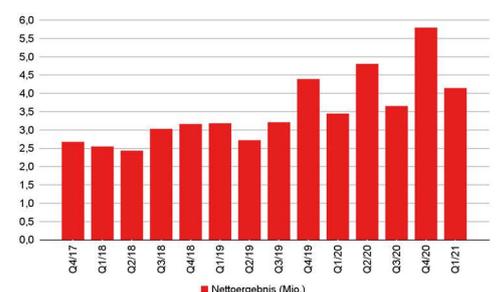
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2020; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	
Umsatz	95,5	108,9	127,4	149,0	172,9	198,8	226,6	256,1	286,8	318,4	343,9	361,1	371,9	
Umsatzwachstum	11,0 %	14,0 %	17,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	8,0 %	5,0 %	3,0 %	2,5 %
EBIT	25,9	28,9	36,2	44,7	57,0	71,6	88,4	107,6	129,1	152,8	171,9	180,5	185,9	
EBIT-Marge	27,1 %	26,5 %	28,4 %	30,0 %	33,0 %	36,0 %	39,0 %	42,0 %	45,0 %	48,0 %	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 %	
NOPAT	17,3	19,3	24,2	29,5	37,7	47,2	58,3	71,0	85,2	100,9	113,5	119,1	122,7	
Abschreibungen	4,2	4,8	5,6	6,7	7,8	8,9	10,2	11,5	12,9	14,3	15,5	16,2	16,7	
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	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,3	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,6	0,9	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	0,7	0,1	-4,3	
- Investitionen	4,0	5,0	5,0	6,7	7,8	8,9	10,2	11,5	12,9	14,3	15,5	16,2	16,7	
Investitionsquote	4,2 %	4,6 %	3,9 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	17,0	18,2	23,1	28,7	36,8	46,5	57,6	70,2	84,4	100,2	113,4	119,4	127,0	124
Barwert FCF	16,6	16,6	19,8	22,9	27,4	32,4	37,5	42,8	48,1	53,3	56,3	55,4	55,1	1.195
Anteil der Barwerte	3,16 %			25,68 %										71,16 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
<b>WACC</b>	<b>7,00 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,00</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	484		
Terminal Value	1.195		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	7		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	41	Aktienzahl (Mio.)	8,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>1.714</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>215,45</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,18	8,0 %	157,42	161,44	165,81	170,58	175,79	181,54	187,88	1,18	8,0 %	165,10	166,93	168,75	170,58	172,40	174,22	176,05
1,09	7,5 %	174,05	179,10	184,63	190,70	197,42	204,89	213,23	1,09	7,5 %	184,61	186,64	188,67	190,70	192,74	194,77	196,80
1,05	7,3 %	183,55	189,24	195,50	202,41	210,09	218,68	228,34	1,05	7,3 %	195,96	198,11	200,26	202,41	204,56	206,71	208,86
1,00	7,0 %	193,99	200,43	207,55	215,45	224,29	234,23	245,50	1,00	7,0 %	208,60	210,88	213,17	215,45	217,74	220,02	222,31
0,95	6,8 %	205,51	212,84	220,98	230,07	240,31	251,90	265,16	0,95	6,8 %	222,77	225,20	227,64	230,07	232,51	234,94	237,38
0,91	6,5 %	218,29	226,67	236,03	246,56	258,50	272,14	287,89	0,91	6,5 %	238,75	241,36	243,96	246,56	249,17	251,77	254,37
0,82	6,0 %	248,49	259,65	272,30	286,76	303,45	322,91	345,92	0,82	6,0 %	277,72	280,74	283,75	286,76	289,78	292,79	295,80

- 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	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	6,4 x	5,9 x	9,5 x	25,5 x	42,1 x	35,6 x	28,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,40	7,07	3,42	2,82	3,24	4,08	5,35
EV / Umsatz	2,2 x	2,2 x	3,0 x	9,2 x	15,3 x	13,4 x	11,3 x
EV / EBITDA	8,0 x	7,7 x	9,4 x	26,6 x	48,5 x	43,2 x	34,6 x
EV / EBIT	8,4 x	8,2 x	11,0 x	30,2 x	56,4 x	50,4 x	39,9 x
EV / EBIT adj.*	8,4 x	8,2 x	11,0 x	30,2 x	56,4 x	50,4 x	39,9 x
Kurs / FCF	18,2 x	15,3 x	16,3 x	36,8 x	88,2 x	82,1 x	64,7 x
KGV	15,1 x	15,0 x	17,4 x	46,6 x	86,3 x	77,4 x	61,7 x
KGV ber.*	15,1 x	15,0 x	17,4 x	46,6 x	86,3 x	77,4 x	61,7 x
Dividendenrendite	3,3 %	9,5 %	4,3 %	1,6 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %
FCF Potential Yield (on market EV)	8,2 %	8,6 %	7,4 %	2,6 %	1,4 %	1,6 %	2,0 %
*Adjustiert um:	-						

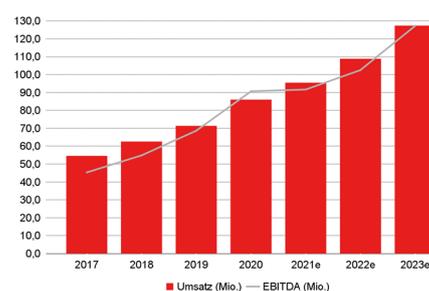
GuV							
In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>54,6</b>	<b>62,6</b>	<b>71,4</b>	<b>86,1</b>	<b>95,5</b>	<b>108,9</b>	<b>127,4</b>
Veränd. Umsatz yoy	10,2 %	14,7 %	14,0 %	20,5 %	11,0 %	14,0 %	17,0 %
Herstellungskosten	16,2	18,4	21,2	23,8	28,7	33,4	36,9
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>38,4</b>	<b>44,2</b>	<b>50,2</b>	<b>62,3</b>	<b>66,9</b>	<b>75,4</b>	<b>90,4</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>70,3 %</i>	<i>70,5 %</i>	<i>70,3 %</i>	<i>72,4 %</i>	<i>70,0 %</i>	<i>69,3 %</i>	<i>71,0 %</i>
Forschung und Entwicklung	10,3	11,2	11,9	14,4	16,5	18,7	21,7
Vertriebskosten	9,7	10,9	12,9	13,9	16,2	18,5	21,7
Verwaltungskosten	4,3	5,2	5,8	7,6	8,6	9,8	11,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,2	0,2	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>14,9</b>	<b>18,0</b>	<b>22,5</b>	<b>29,8</b>	<b>30,1</b>	<b>33,6</b>	<b>41,8</b>
<i>Marge</i>	<i>27,2 %</i>	<i>28,7 %</i>	<i>31,5 %</i>	<i>34,6 %</i>	<i>31,5 %</i>	<i>30,9 %</i>	<i>32,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,9	3,0	3,2	4,0	4,6	5,3
<b>EBITA</b>	<b>14,2</b>	<b>17,1</b>	<b>19,5</b>	<b>26,5</b>	<b>26,1</b>	<b>29,1</b>	<b>36,4</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>14,1</b>	<b>16,9</b>	<b>19,3</b>	<b>26,2</b>	<b>25,9</b>	<b>28,9</b>	<b>36,2</b>
<i>Marge</i>	<i>25,9 %</i>	<i>27,0 %</i>	<i>27,0 %</i>	<i>30,4 %</i>	<i>27,1 %</i>	<i>26,5 %</i>	<i>28,4 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>14,1</b>	<b>16,9</b>	<b>19,3</b>	<b>26,2</b>	<b>25,9</b>	<b>28,9</b>	<b>36,2</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,8	0,4	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>14,1</b>	<b>16,8</b>	<b>19,9</b>	<b>26,2</b>	<b>25,9</b>	<b>28,9</b>	<b>36,2</b>
<i>Marge</i>	<i>25,7 %</i>	<i>26,8 %</i>	<i>27,9 %</i>	<i>30,4 %</i>	<i>27,1 %</i>	<i>26,5 %</i>	<i>28,4 %</i>
Steuern gesamt	4,7	5,6	6,4	8,5	8,5	9,5	11,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,3</b>	<b>11,2</b>	<b>13,5</b>	<b>17,7</b>	<b>17,3</b>	<b>19,3</b>	<b>24,2</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>9,3</b>	<b>11,2</b>	<b>13,5</b>	<b>17,7</b>	<b>17,3</b>	<b>19,3</b>	<b>24,2</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>9,3</b>	<b>11,2</b>	<b>13,5</b>	<b>17,7</b>	<b>17,3</b>	<b>19,3</b>	<b>24,2</b>
<i>Marge</i>	<i>17,1 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>18,9 %</i>	<i>20,6 %</i>	<i>18,2 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>19,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>EPS</b>	<b>2,34</b>	<b>2,81</b>	<b>3,40</b>	<b>2,23</b>	<b>2,18</b>	<b>2,43</b>	<b>3,05</b>
EPS adj.	2,34	2,81	3,40	2,23	2,18	2,43	3,05

\*Adjustiert um:

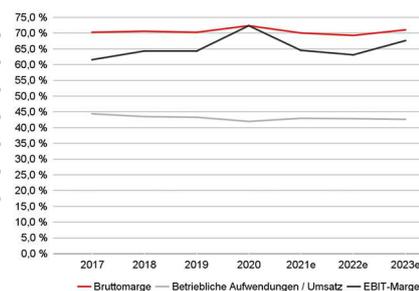
**Guidance: Umsatz 2021 mind. EUR 95 Mio., EBIT mind. 27%**

Kennzahlen							
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	44,4 %	43,5 %	43,2 %	42,0 %	42,9 %	42,8 %	42,6 %
Operating Leverage	0,4 x	1,3 x	1,0 x	1,7 x	-0,1 x	0,8 x	1,5 x
EBITDA / Interest expenses	122,0 x	72,1 x	100,5 x	75,9 x	300,8 x	336,4 x	417,8 x
Steuerquote (EBT)	33,6 %	33,3 %	32,1 %	32,4 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %
Ausschüttungsquote	49,4 %	142,1 %	75,0 %	75,0 %	75,2 %	74,9 %	75,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	161.023	175.832	190.943	219.198	231.678	251.536	280.283

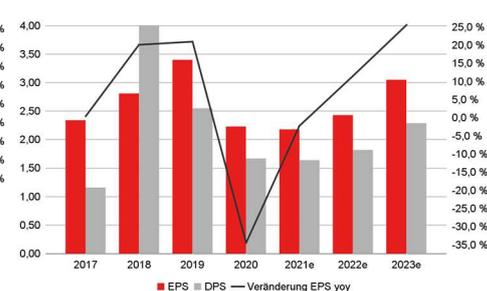
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

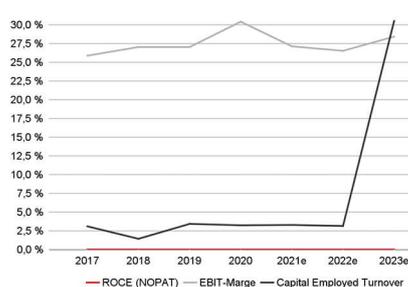
**Bilanz**

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,4	11,2	10,0	9,8	9,6	9,3
davon übrige imm. VG	0,4	0,4	11,2	10,0	9,8	9,6	9,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	3,7	4,3	4,1	3,8	3,8	4,2	3,8
Finanzanlagen	0,5	0,5	1,3	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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>16,6</b>	<b>15,0</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>	<b>14,4</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,1	6,3	7,7	8,9	9,4	10,4	12,2
Liquide Mittel	27,1	33,3	29,7	41,1	44,8	50,0	58,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,8	2,4	4,1	3,0	2,3	2,5	2,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>34,0</b>	<b>42,0</b>	<b>41,6</b>	<b>53,0</b>	<b>56,6</b>	<b>63,0</b>	<b>73,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>38,5</b>	<b>47,2</b>	<b>58,1</b>	<b>68,0</b>	<b>71,4</b>	<b>78,0</b>	<b>88,1</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	8,0	8,0	8,0	8,0
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	18,5	25,2	21,5	25,1	28,3	34,7	44,6
Buchwert	21,8	28,5	24,8	32,4	35,6	42,0	51,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Eigenkapital</b>	<b>21,8</b>	<b>28,5</b>	<b>24,9</b>	<b>32,3</b>	<b>35,5</b>	<b>42,0</b>	<b>51,8</b>
Rückstellungen gesamt	5,0	4,9	7,3	8,6	8,7	8,8	8,9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8	4,8	6,6	6,8	6,8	6,8	6,8
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,5	0,9	0,5	0,6	0,7	0,8
Sonstige Verbindlichkeiten	11,3	13,3	25,1	26,6	26,6	26,6	26,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>16,7</b>	<b>18,7</b>	<b>33,3</b>	<b>35,7</b>	<b>35,9</b>	<b>36,1</b>	<b>36,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>38,5</b>	<b>47,2</b>	<b>58,1</b>	<b>68,0</b>	<b>71,4</b>	<b>78,0</b>	<b>88,1</b>

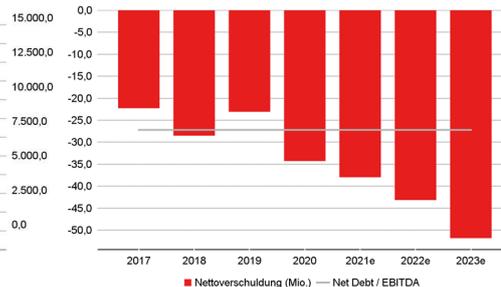
**Kennzahlen**

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	6,6 x	6,2 x	6,6 x	7,1 x	7,5 x	7,8 x	8,3 x
Capital Employed Turnover	-115,7 x	-1024,3 x	39,7 x	-43,7 x	-38,3 x	-91,7 x	14762,6 x
ROA	204,6 %	216,2 %	81,5 %	117,8 %	117,0 %	128,6 %	168,0 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	48,1 %	44,4 %	50,7 %	61,9 %	51,0 %	49,8 %	51,6 %
Adj. ROE	48,1 %	44,4 %	50,7 %	61,9 %	51,0 %	49,8 %	51,6 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-22,3	-28,5	-23,1	-34,3	-38,0	-43,2	-51,8
Nettofinanzverschuldung	-27,1	-33,3	-29,7	-41,1	-44,8	-50,0	-58,7
Net Gearing	-102,2 %	-100,2 %	-92,8 %	-106,1 %	-107,0 %	-102,8 %	-100,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	5,5	7,2	6,2	4,1	4,5	5,3	6,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,4	7,1	3,4	2,8	3,2	4,1	5,4

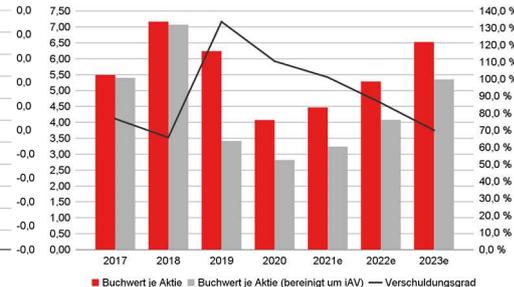
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

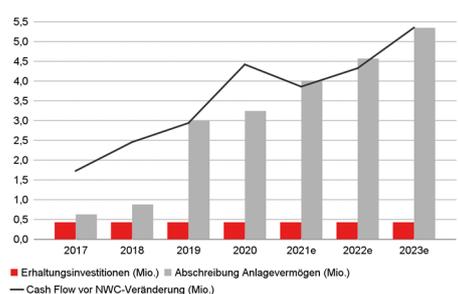
Cash flow

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	9,3	11,2	13,5	17,7	17,3	19,3	24,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,9	3,0	3,2	4,0	4,6	5,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	1,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,4	1,5	-2,2	3,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>9,6</b>	<b>13,7</b>	<b>16,4</b>	<b>24,7</b>	<b>21,5</b>	<b>24,1</b>	<b>29,8</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,6	-1,2	-1,5	-1,1	-0,5	-1,0	-1,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,2	0,1	0,4	-0,4	0,1	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,8	-1,1	-1,1	-1,5	-0,6	-0,9	-1,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>8,9</b>	<b>12,6</b>	<b>15,3</b>	<b>23,2</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>	<b>28,1</b>
Investitionen in iAV	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-1,0	-1,5	-0,9	-0,7	-4,0	-5,0	-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	-3,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-4,6	-4,7	-15,9	-10,1	-13,3	-13,0	-14,5
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	-2,2	-2,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,7</b>	<b>-18,1</b>	<b>-12,7</b>	<b>-13,3</b>	<b>-13,0</b>	<b>-14,5</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>0,7</b>	<b>6,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>	<b>5,2</b>	<b>8,7</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	24,9	33,4	29,6	23,4	44,8	50,0	58,7

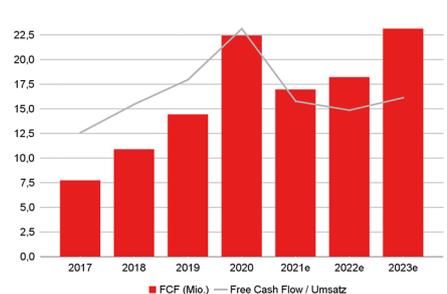
Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	7,7	10,9	14,4	22,4	17,0	18,2	23,1
Free Cash Flow / Umsatz	14,2 %	17,4 %	20,2 %	26,1 %	17,8 %	16,7 %	18,2 %
Free Cash Flow Potential	9,7	12,0	15,7	20,8	21,1	23,7	29,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	83,1 %	97,5 %	106,9 %	126,8 %	97,9 %	94,3 %	95,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,2 %	0,4 %	2,7 %	1,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.						
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	2,0 %	2,7 %	1,3 %	0,8 %	4,2 %	4,6 %	3,9 %
Maint. Capex / Umsatz	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %
CAPEX / Abschreibungen	148,3 %	158,8 %	28,2 %	20,3 %	95,2 %	104,4 %	89,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	7,8 %	8,3 %	8,8 %	8,8 %	9,0 %	8,6 %	8,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1138,3 %	1226,3 %	840,4 %	1647,0 %	1566,7 %	1485,7 %	1525,0 %
Vorratumschlag	4056,0 x	4131,1 x	4755,4 x	5327,7 x	286,5 x	334,2 x	369,4 x
Receivables collection period (Tage)	34	36	39	38	36	35	35
Payables payment period (Tage)	10	10	16	8	8	8	8
Cash conversion cycle (Tage)	24	26	24	29	30	28	28

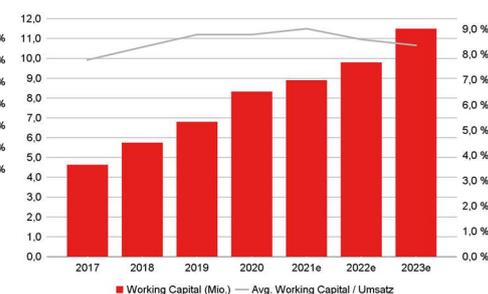
Investitionen und Cash Flow  
in Mio. EUR



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 Wettbewerbslage, 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.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

**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	<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**

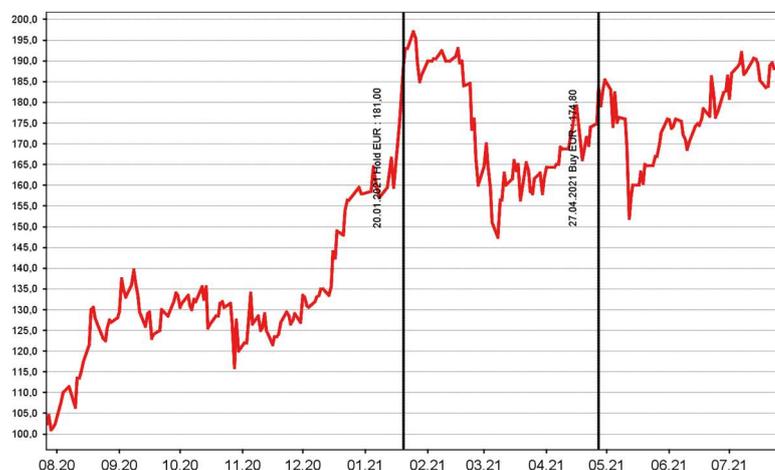
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	152	71
Halten	54	25
Verkaufen	5	2
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>213</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	42	82
Halten	7	14
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	4
<b>Gesamt</b>	<b>51</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [26.07.2021]**



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 Rüschemier** +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

**Dr. Christian Ehmann** +49 40 309537-167  
BioTech, Life Science cehmann@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 69 5050-7400  
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 40 3282-2695  
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 bquast@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](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)

Bloomberg RESP MMWA GO

FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Refinitiv [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)

Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

**For access please contact:**

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

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