

## Update

## BUY

Schätzungen angepasst 

Target Price: 3.90 EUR

## Beta Systems Software AG

## Etabliertes Softwareunternehmen mit starker Kundenbasis

Branche: Software  
Land: Deutschland  
WKN: 522440  
Reuters: BSSG.DE  
Webseite: www.betasystems.com

Kurs aktuell: 2.79  
Hoch Tief  
Kurs 52 W.: 4.00 1.96  
Marktkap. (Mio. EUR) 37.11  
Anzahl Aktien (in Mio.) 13.3

## Aktionäre

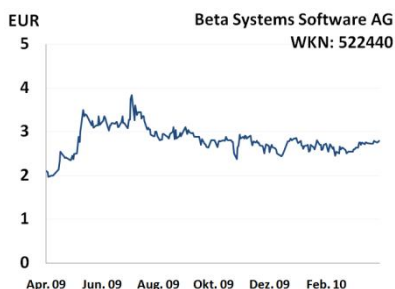
Heidelberger Beteiligshold. 20.00 %  
Deutsche Balaton AG 17.00 %  
Axxion S.A. 10.00 %  
William P. Schmidt 10.00 %  
Familie Tachnitz 9.00 %  
DWS Investment GmbH 3.00 %

## Performance

4 Wochen 7.23 %  
13 Wochen -2.69 %  
26 Wochen -0.46 %  
52 Wochen 39.35 %  
lfd. Jahr 11.48 %

## Dividende

	in EUR	in %
2007	0.00	0.00 %
2008	0.00	0.00 %
2009	0.00	0.00 %
2010e	0.00	0.00 %



Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

■ Beta Systems zählt mit über 1400 Kunden zu den größten europäischen Softwareanbietern für Financial Services. Mit den bewährten und hochskalierbaren Standardprodukten im Dokumentenmanagement (Posteingang, beleghafter Zahlungsverkehr sowie Archivierungs- und Workflow-Lösungen), den Geschäftslösungen für Compliance und Security sowie dem effizienten Informationsmanagement für Rechenzentren ist das Unternehmen auf die Verarbeitung sehr großer Informationsmengen ausgelegt.

■ Trotz des schwachen inländischen Softwaremarktes und der Verunsicherungen im Finanzsektor ist es der Gesellschaft gelungen, auch 2009 einen Gewinn zu erwirtschaften. Vor allem die Umsatzrückgänge im projektorientierten Geschäftsbereich ECM haben dazu geführt, dass die vorgelegten Umsatz- und Ergebniszahlen hinter unseren Erwartungen zurückblieben. Allerdings hat das Unternehmen inzwischen die notwendigen Gegenmaßnahmen (Ausgliederung des Bereichs ECM in eine eigenständige Tochtergesellschaft sowie Kostenmanagement) eingeleitet, die zu einer Stabilisierung der weiteren Geschäftsentwicklung beitragen werden.

■ Wir sind der Auffassung, daß das Downside Risiko der Aktie, die nur unwesentlich über dem Buchwert von 2,24 Euro je Aktie notiert, aufgrund der stabilen Wartungserlöse und Cash Flows begrenzt ist.

■ Wir erwarten für das Geschäftsjahr 2010 eine leichte Erholung und halten es für realistisch, dass Beta Systems mittelfristig zu einem zweistelligen EBITDA-Margenniveau zurückkehren kann. Auf Basis der angepassten Prognosen errechnet sich aus unserer Bewertung mit dem DCF-Modell sowie der Peer Group ein neuer fairer Wert pro Aktie von 3,90 Euro.

■ Infolge dessen empfehlen wir die Aktie der Beta Systems Software AG weiterhin mit Kauf.

EUR m	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatzerlöse	88.60	90.44	81.11	82.45	84.94
EBITDA	9.38	10.33	4.87	5.73	8.25
EBIT	5.82	6.45	1.38	2.21	4.79
Nettoergebnis	2.31	4.81	1.24	1.31	3.38
EPS	0.24	0.36	0.09	0.10	0.25
BVPS	1.78	2.15	2.24	2.33	2.57
CFPS	0.44	0.65	0.36	0.36	0.51
RoE	9.74 %	16.81 %	4.17 %	4.23 %	9.90 %
RoS	2.61 %	5.31 %	1.53 %	1.59 %	3.98 %
EBIT margin	6.57 %	7.13 %	1.71 %	2.68 %	5.64 %

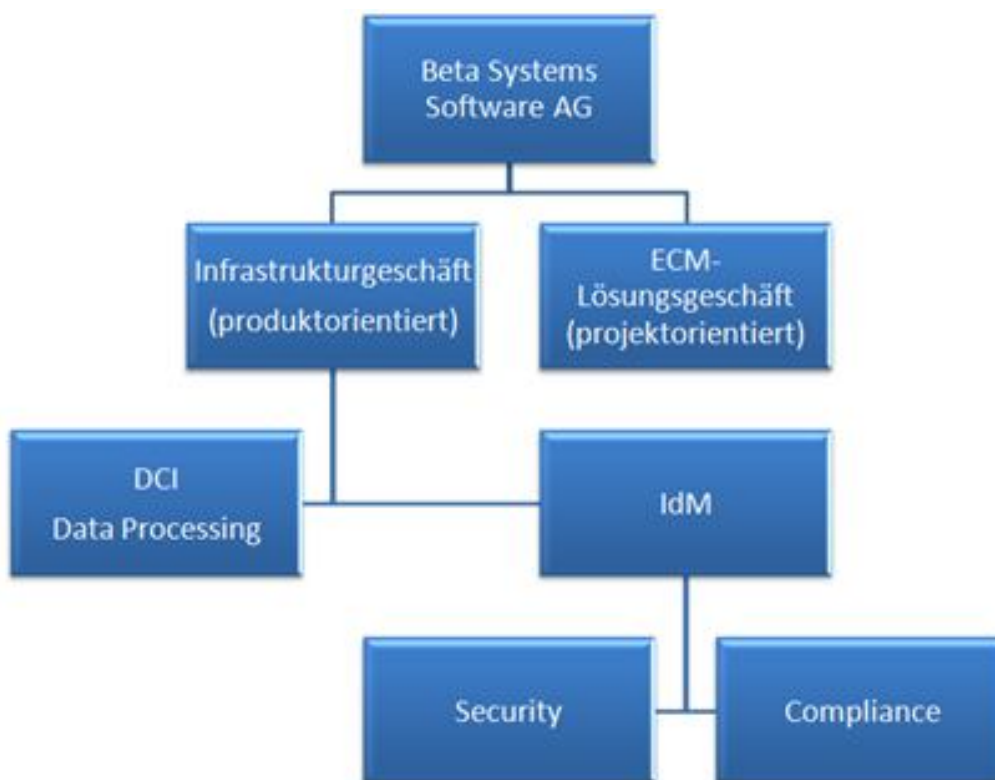
## Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Aktie.....	4
3	Geschäftsentwicklung .....	5
4	Zeitreihen: Entwicklung der Geschäftsbereiche .....	6
5	SWOT ANALYSIS .....	7
6	Finanzteil.....	8
7	Gewinn- und Verlustrechnung .....	8
8	Bilanzen.....	9
9	Kapitalflussrechnung.....	10
10	Bewertung .....	11
11	DCF-Modell .....	11
12	WACC.....	12
13	Fair Value – Sensitivitäten.....	12
14	Peer Group Analyse.....	13
15	Kontakt .....	14
16	DISCLAIMER .....	15

## 1 Unternehmensprofil

Die Beta Systems Software AG konzentriert sich auf geschäftskritische Anwendungen in den Segmenten Data Center Infrastructure (DCI), Identity Management (IdM) und Enterprise Content Management (ECM). Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung wichtiger IT-Prozesse. Die Softwareprodukte basieren u.a. auf z/OS, Unix, Linux und Windowsumgebungen. Beta Systems verfügt mit 1400 Kunden – davon 200 Kunden in Kanada und USA – über eine solide Kundenbasis. Bisher wurden über 3.300 Systeme installiert. Den größten Umsatz erzielt Beta Systems mit Kunden aus dem Finanz- und Versicherungssektor. Zum Kundenkreis gehören Kunden wie Fortis Banque, SEB IT Service, DnB NOR (Den norske Bank), Credit Suisse, Allianz Shared Infrastructure Services und DZ Service. Beta Systems beschäftigt ca. 650 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert. Zur Beta Systems gehören inzwischen 20 Konzernunternehmen.

### Das Geschäftsmodell in der Übersicht



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Das Unternehmen arbeitet konsequent daran, sich als strategischer Lösungsanbieter für die Automatisierung, Absicherung und Nachvollziehbarkeit von Geschäftsprozessen zu positionieren. Die starke Marktposition und das Know-how im Bereich Rechenzentren sowie eigene Produktinnovationen und externe Portfolioerweiterungen (z.B. im Rahmen von Akquisitionen) versprechen weitere Wachstumschancen.

Aufgrund der langjährigen Kundenbeziehungen in den Bereichen Document Processing, Data Processing, Compliance und Security verfügt Beta Systems bei unternehmenskritischen Anwendungen über ein qualitativ hochwertiges Kundenportfolio. Hinzu kommt, dass durch die Integration der DETEC-Gesellschaften weitere Marktanteile gewonnen werden konnten und sich der Kundenstamm um 400 mittelständische Kunden erweiterte.

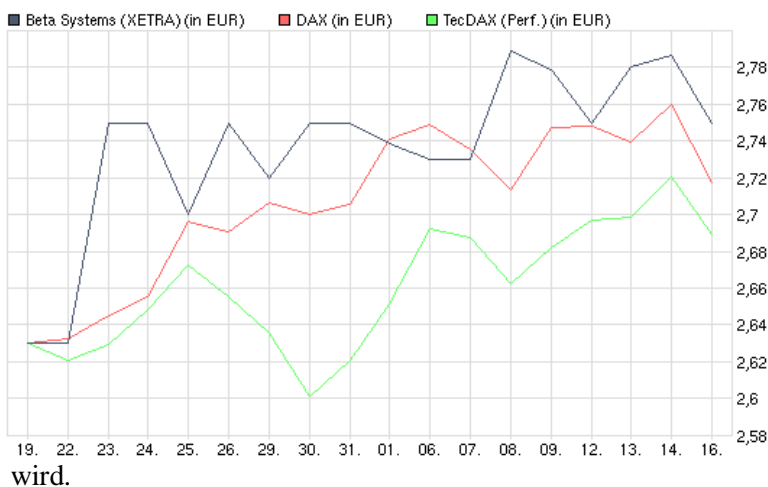
Darüber hinaus will Beta Systems von den Verdrängungsprozessen und der Zusammenlegung etwaiger IT Infrastrukturen bzw. der Auslagerung der IT Infrastrukturen profitieren. Beta Systems setzt daneben verstärkt auf Kooperationen um die Integration der Beta Software Lösungen auf die IT-Plattformen der Markt- und Technologieführer wie Microsoft, IBM, SAP und Oracle voranzutreiben.

Der für Beta Systems relevante Markt ist nach wie vor hoch fragmentiert. Für die Kunden stellen Netzwerkeffekte, Support, Usability, Know-how, Software-Architektur-Kompetenz, Integrationsfähigkeit wichtige Auswahlkriterien dar.

Beta Systems hat sich für das Geschäftsjahr 2010 zum Ziel gesetzt das Umsatzniveau zu stabilisieren. Für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 geht das Management wieder von deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen aus. Bei konsequenter Verfolgung dieser Wachstumsziele gehen wir von einer deutlichen Kurserholung aus.

## 2 Aktie

Die Aktie der Beta Systems Software AG konnte sich zuletzt bei geringen Umsätzen besser als der



Markt entwickeln. Trotz der günstigen Multiplikatoren, des starken Produkt- und Lösungsportfolio und der stabilen Wartungserlöse halten sich die Investoren weiter zurück. Vom Jahrestief hat sich die Aktie mittlerweile um 42 Prozent erholt. Aufgrund der nachhaltig erzielbaren Cash Flows ist nicht davon auszugehen, dass die Aktie nochmals auf dieses Tief fallen

### 3 Geschäftsentwicklung

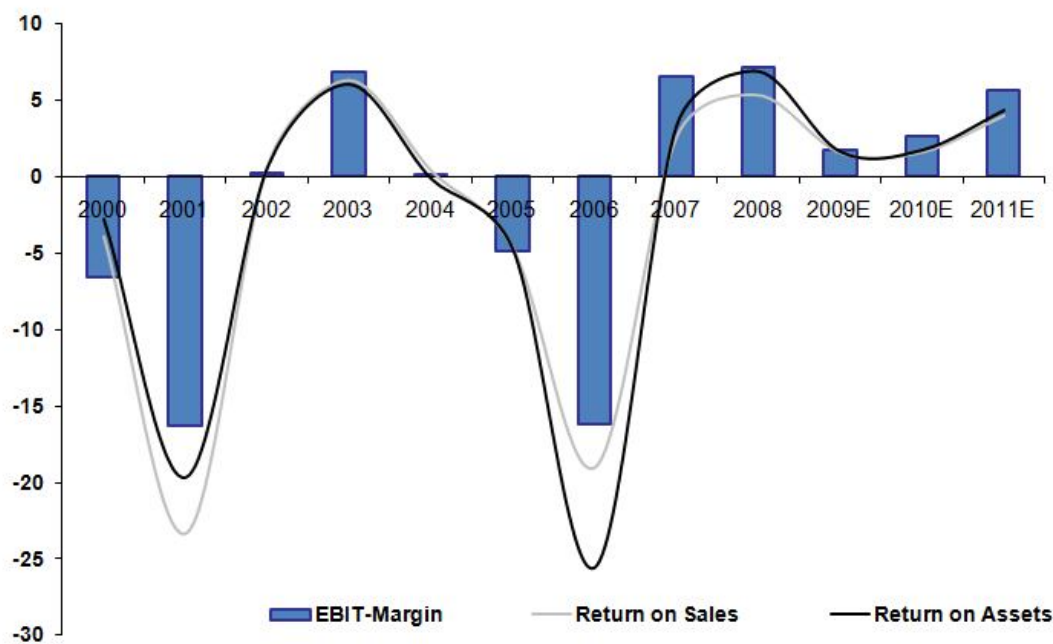
#### Uneinheitliche Entwicklung der Umsatz- und Ergebniskomponenten

Mit einem Umsatz von 81,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2009 konnte Beta Systems den Umsatz gegenüber dem Vorjahr bedauerlicherweise nicht halten. Die Umsatzerlöse verringerten sich zwar insgesamt um 10,3 Prozent auf 81,1 Mio. Euro, allerdings konnten Wartungsumsätze sogar leicht zulegen. Bedeutend für den Rückgang des Konzernergebnisses für die Beta Systems Software AG war die Entwicklung der Lizenzumsätze im Bereich ECM. Sowohl der Umsatzrückgang von 40,7 auf 28,8 Mio. Euro als auch der Rückgang beim Ergebnis von 7,1 auf 1,3 Mio. Euro konnte von den Segmenten IdM (Umsatz: +3,4 Mio. Euro; EBIT: +2,5 Mio. Euro) und DCI (Umsatz: -1 Mio. Euro; EBIT: -3,8 Mio. Euro) nicht kompensiert werden.

Das EBIT sank von 6,4 Mio. Euro auf 1,4 Mio. Euro. Die EBIT-Marge verringerte sich damit von 7,1% im Vorjahreszeitraum auf 1,7%. Die Erlösstruktur der Beta Systems verschob sich - wie in Krisenzeiten üblich - zu Gunsten der relativ konstanten Wartungserlösen bzw. zu Lasten der volatilen Lizenzumsätze. So erwirtschaftete die Gesellschaft 2009 rund 50,1% der Umsätze mit Wartungsumsätzen (2008: 44,8%) und nur noch 31,3% (2008: 32,8%) mit Softwareprodukten. Trotz Entwicklung der neuen Agility Produktgeneration und des eingeleiteten "Produkt Evolution Processes" gelang es Beta Systems bislang nicht den Umsatz zu halten, geschweige denn zu steigern.

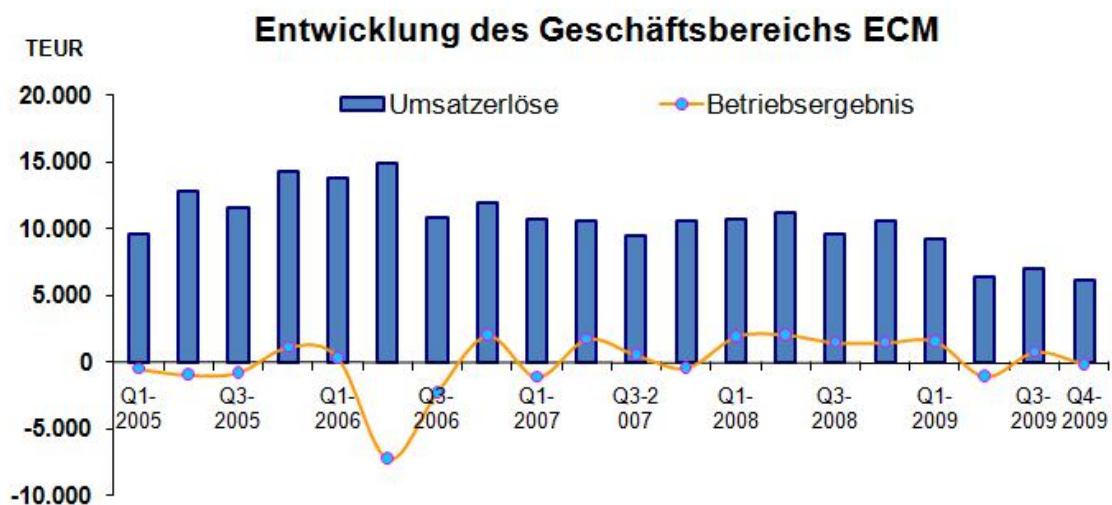
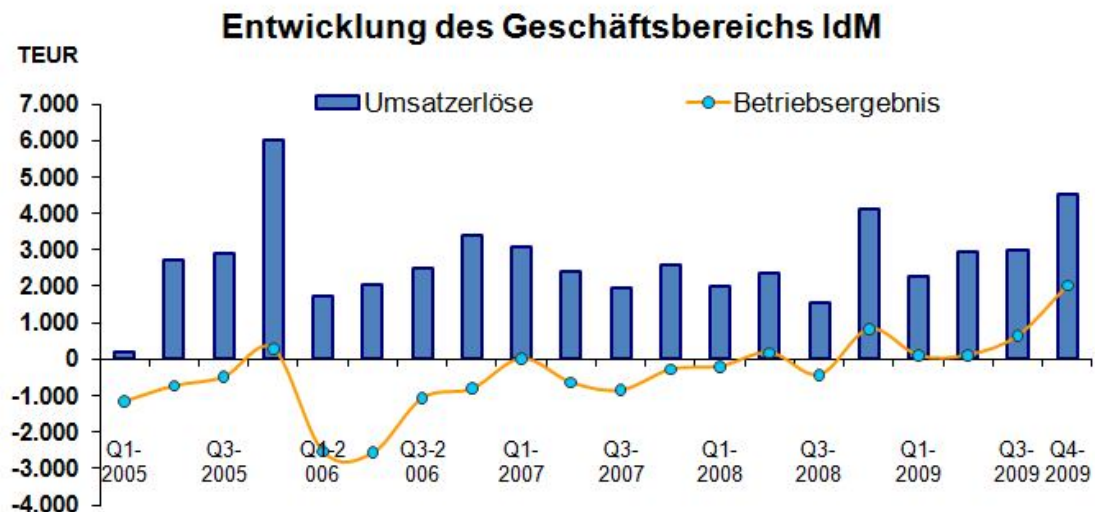
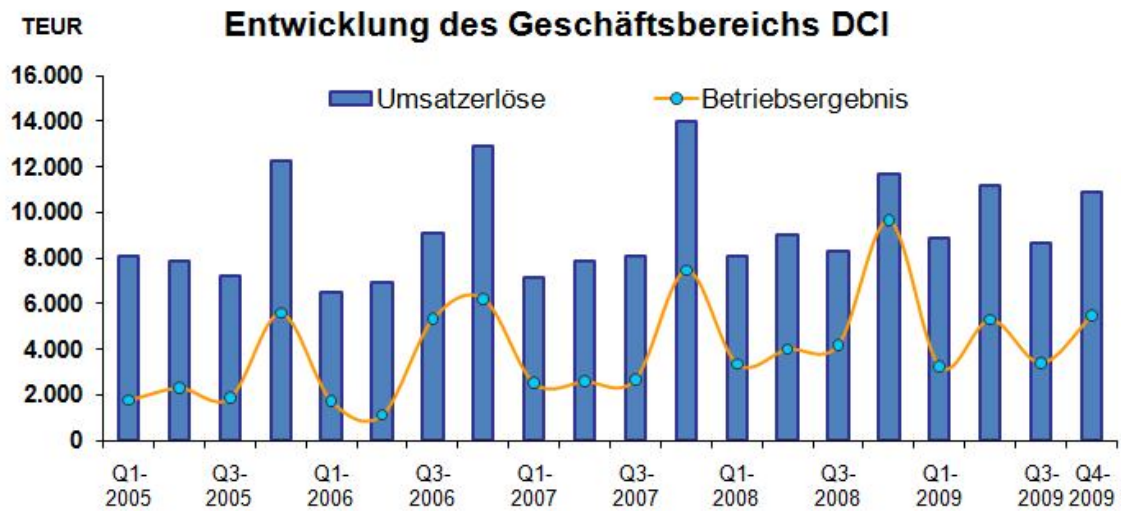
Der Jahresüberschuss belief sich 2009 auf 1,2 Mio. EUR (Prognose: 1,56 Mio. EUR). Das Ergebnis je Aktie bezifferte sich auf 0,09 Euro (Prognose: 0,12 Euro).

#### Margin Trends



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

## 4 Zeitreihen: Entwicklung der Geschäftsbereiche



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH



## 5 SWOT ANALYSIS

### Strengths

- Sämtliche Geschäftssegmente liefern positive Ergebnisbeiträge
- Beta Systems hat passende Unternehmen günstig akquiriert und rasch deren Geschäftsmodelle in den eigenen Konzern integriert
- Ergebnisorientierte Forschung und Entwicklungsarbeit der Beta Systems führt zu kontinuierlicher Verbesserung des Produktportfolios
- Namhafte europäische Banken und Finanzdienstleister als Kunden
- Durch das Angebot von ganzheitlichen Systemlösungen aus einer Hand erreicht Beta Systems eine hohe Wertschöpfungstiefe, was sich wiederum positiv auf die Margen auswirkt.

### Weaknesses

- Das Softwarelizenzgeschäft ist in schwierigen Marktphasen sehr volatil und birgt Risiken in Bezug auf die Entwicklung der Ertragskraft. Allerdings fangen die Wartungserlöse größere Ergebniseinbrüche auf.
- Die Aussichten für das laufende Geschäftsjahr fällt sehr verhalten aus. Ein konkreter Ausblick wäre wünschenswert gewesen.

### Opportunities

- Vertikale Lösungen für die Wertschöpfung im Rahmen der Digitalisierung im Bereich ECM sowie technologische Unterstützung weltweiter Volkszählungen
- Cross-Selling Aktivitäten mit neuen Produkten bei Bestandskunden
- Geografische Ausweitung der Geschäftstätigkeit im Bereich ECM. Im Fokus: Osteuropa und Afrika

## 6 Finanzteil

## 7 Gewinn- und Verlustrechnung

Profit & Loss Statement					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>Umsatzerlöse aus:</b>					
• <b>Lizenzen</b>	<b>28,995</b>	<b>29,179</b>	<b>25,429</b>	<b>25,700</b>	<b>26,985</b>
• Hardware	3,280	6,215	3,094	3,000	3,000
• Wartung	41,807	40,533	40,569	41,380	42,208
• Service	14,514	14,512	12,014	12,374	12,746
Umsatzerlöse	88,596	90,439	81,106	82,455	84,939
Umsatzkosten	-39,968	-40,769	-37,222	-37,105	-37,373
Bruttoergebnis vom Umsatz	48,628	49,670	43,884	45,350	47,566
• Vertriebskosten	-23,576	-22,501	-21,597	-22,029	-21,588
• <b>Allgemeine Verwaltungskosten</b>	<b>-7,581</b>	<b>-7,903</b>	<b>-7,681</b>	<b>-7,758</b>	<b>-7,835</b>
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-12,050	-13,796	-14,017	-14,100	-14,100
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	398	975	795	750	750
Operatives Ergebnis (EBIT)	5,819	6,445	1,384	2,213	4,792
• Zinserträge	76	472	920	323	412
• Zinsaufwendungen	-991	-966	-612	-789	-701
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	4,904	5,951	1,692	1,747	4,503
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-2,594	-1,146	-451	-437	-1,126
<b>Jahresüberschuss (-fehlbetrag)</b>	<b>2,310</b>	<b>4,805</b>	<b>1,241</b>	<b>1,311</b>	<b>3,378</b>
Ergebnis je Aktie	0.17	0.36	0.09	0.10	0.25
<b>Profit &amp; Loss (Year on Year)</b>					
Umsatzerlöse aus:					
• Lizenzen		0.63	-12.85	1.07	5.00
• Hardware		89.48	-50.22	-3.04	0.00
• Wartung		-3.05	0.09	2.00	2.00
• Service		-0.01	-17.21	3.00	3.00
Umsatzerlöse		2.08	-10.32	1.66	3.01
Umsatzkosten		2.00	-8.70	-0.32	0.72
Bruttoergebnis vom Umsatz		2.14	-11.65	3.34	4.89
• Vertriebskosten		-4.56	-4.02	2.00	-2.00
• Allgemeine Verwaltungskosten		4.25	-2.81	1.00	1.00
• Forschungs- und Entwicklungskosten		14.49	1.60	n.a.	n.a.
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen		144.97	-18.46	-5.66	0.00
Operatives Ergebnis (EBIT)		10.76	n.a.	59.93	116.50
• Zinserträge		521.05	94.92	-64.89	27.55
• Zinsaufwendungen		-2.52	-36.65	28.92	-11.22
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)		21.35	-71.57	3.27	157.72
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)		-55.82	-60.65	-3.14	157.72
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)		108.01	-74.17	5.60	157.72
Ergebnis je Aktie		111.76	-75.00	11.11	150.00
<b>Profit &amp; Loss (% of Revenues)</b>					
Umsatzerlöse	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
Umsatzkosten	-45.11 %	-46.02 %	-42.01 %	-41.88 %	-42.18 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54.89 %	56.06 %	49.53 %	51.19 %	53.69 %
• Vertriebskosten	-26.61 %	-25.40 %	-24.38 %	-24.86 %	-24.37 %
• Allgemeine Verwaltungskosten	-8.56 %	-8.92 %	-8.67 %	-8.76 %	-8.84 %
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13.60 %	-15.57 %	-15.82 %	-15.91 %	-15.91 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0.45 %	1.10 %	0.90 %	0.85 %	0.85 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	6.57 %	7.27 %	1.56 %	2.50 %	5.41 %
• Zinserträge	0.09 %	0.53 %	1.04 %	0.36 %	0.47 %
• Zinsaufwendungen	-1.12 %	-1.09 %	-0.69 %	-0.89 %	-0.79 %
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	5.54 %	6.72 %	1.91 %	1.97 %	5.08 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-2.93 %	-1.29 %	-0.51 %	-0.49 %	-1.27 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	2.61 %	5.42 %	1.40 %	1.48 %	3.81 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2010



## 8 Bilanzen

Bilanzen					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>Aktiva</b>					
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>					
Kassenbestand und Zahlungsmittel	3,176	1,822	1,986	2,297	2,533
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,912	38,317	41,661	40,082	41,289
Fertigungsaufträge (POC)	4,878	4,676	5,514	5,790	6,079
Vorräte	3,342	3,323	2,752	2,890	3,179
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Forderungen	2,186	4,557	3,168	3,326	3,659
Laufende Ertragsteuern	0	115	342	359	395
<b>Summe kurzfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>52,494</b>	<b>52,810</b>	<b>55,423</b>	<b>54,744</b>	<b>57,134</b>
Sachanlagen	4,202	3,197	2,315	2,361	2,409
Firmenwert	1,522	2,029	5,403	5,403	5,403
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	768	2,490	2,582	2,737	2,819
Erworbene Softwareentwicklungskosten	1,599	2,408	2,573	2,727	2,809
Aktive latente Steuern	7,644	7,295	7,848	7,550	6,810
Sonstige langfristige Vermögensgegenstände	1,179	751	846	897	924
<b>Summe langfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>16,914</b>	<b>18,170</b>	<b>21,567</b>	<b>21,675</b>	<b>21,173</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>69,408</b>	<b>70,980</b>	<b>76,990</b>	<b>76,419</b>	<b>78,307</b>
Kurzfr. Schulden und kurzfr. Anteil langfr. Schulden und Finanzierungs-Leasingverb.	8,228	7,545	13,188	11,834	9,792
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,915	5,702	3,206	3,302	3,467
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	7,207	6,876	7,166	7,200	7,560
Laufende Ertragsteuern	202	0	0	0	0
Rückstellungen	369	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12,069	8,527	8,619	8,878	9,321
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>33,990</b>	<b>28,650</b>	<b>32,179</b>	<b>31,214</b>	<b>30,141</b>
Langfristige Schulden und Finanzierungs-Leasingverb.	0	1,250	1,735	2,100	2,350
Pensionsverpflichtungen	2,921	2,922	3,030	3,050	3,050
Passive latente Steuern	7,238	8,812	9,803	8,333	7,916
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,546	759	501	750	750
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>11,705</b>	<b>13,743</b>	<b>15,069</b>	<b>14,233</b>	<b>14,066</b>
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>45,695</b>	<b>42,393</b>	<b>47,248</b>	<b>45,446</b>	<b>44,207</b>
<b>Eigenkapital:</b>					
Grundkapital	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276
Kapitalrücklage	10,709	10,709	10,709	10,709	10,709
Gewinn-/Verlustvortrag	-4,950	-145	1,096	2,407	5,784
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1,097	1,166	1,080	1,000	750
Eigene Anteile	-419	-419	-419	-419	-419
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>23,713</b>	<b>28,587</b>	<b>29,742</b>	<b>30,973</b>	<b>34,100</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>69,408</b>	<b>70,980</b>	<b>76,990</b>	<b>76,419</b>	<b>78,307</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 9 Kapitalflussrechnung

Cash Flow Statement					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	2,310	4,805	1,241	1,311	3,378
Abschreibungen	3,558	3,884	3,484	3,516	3,455
(Gewinn) Verlust aus dem Abgang von Sachanlagen	86	51	4	20	20
Zinsaufwendungen /Finanzsaldo	915	494	-308	466	289
Zinserträge	76	0	0	0	0
Steueraufwand	1,356	1,424	-113	-437	-1,126
Veränderungen der Aktiva und Passiva	151	0	0	0	0
Zunahme Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-4,052	595	-2,651	-1,579	1,207
Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-2,852	763	-3,472	-96	-165
Veränderungen sonstiger Aktiva und Passiva	-2,802	-9,659	-1,305	-3,082	-7,096
<b>Cashflow aus der lfd. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-1,254</b>	<b>2,357</b>	<b>-3,120</b>	<b>119</b>	<b>-39</b>
Rückzahlung von kurzfristigen Investitionen	0	0	0	0	0
Erwerb von Sachanlagen	-606	-658	-556	-632	-745
Erlös aus dem Abgang von Sachanlagen	0	397	0	0	0
A.o Erlöse - durch Veräußerung Outsourcing	0	0	0	0	0
Erwerb von Softwareentwicklungskosten	0	0	0	0	0
Einzahlungen aus der Veräußerung Finanzanlagen	0	2,432	0	0	0
Erwerb von Finanzanlagen	0	-5,091	-1,735	0	0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-606</b>	<b>-2,920</b>	<b>-2,291</b>	<b>-632</b>	<b>-745</b>
Veränderung kurzfristige Verbindlichkeiten	-2,899	-1,112	6,067	1,061	1,238
Einzahlungen aus der Aufnahme langfristiger Schulden	0	2,425	1,000	1,365	1,250
Tilgung von langfristigen Finanz- und Leasingverbindlichkeiten	-2,000	-2,000	-940	-1,000	-1,000
Gezahlte Zinsen	-452	-173	-466	-512	-523
Erhaltene Zinsen	0	0	0	0	0
Dividendenausschüttung	0	0	0	0	0
Sonstige Auszahlungen/Einzahlungen - Kapitalerhöhung 07	8,483	0	0	0	0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,132</b>	<b>-860</b>	<b>5,661</b>	<b>914</b>	<b>965</b>
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	-70	69	-86	-90	55
<b>Veränderungen aus 1, 2 und 3</b>	<b>1,202</b>	<b>-1,423</b>	<b>250</b>	<b>401</b>	<b>181</b>
Cashflows zu Beginn der Periode	2,050	3,176	1,822	1,986	2,297
<b>Cashflows am Ende der Periode</b>	<b>3,176</b>	<b>1,822</b>	<b>1,986</b>	<b>2,297</b>	<b>2,533</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 10 Bewertung

### 11 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der Beta Systems Software AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2010 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

Discounted-Cashflow-Modell								
Angaben in TEUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
<b>Umsatzerlöse</b>	81,106	82,455	84,939	89,186	93,645	98,327	103,243	
YoY		1.7 %	3.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	1,384	2,213	4,792	4,984	5,183	5,390	5,606	
EBIT-Marge	1.7 %	2.7 %	5.6 %	5.6 %	5.5 %	5.5 %	5.4 %	
Steuern (adaptiert)	-451	-719	-1,557	-1,620	-1,684	-1,752	-1,822	
Steuerquote	32.6 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	
<b>NOPLAT</b>	933	1,494	3,235	3,364	3,498	3,638	3,784	
Abschreibungen	3484.0	3658.2	3841.1	4033.2	4234.8	4446.6	4668.9	
Rückstellungen	3030.0	3090.6	3152.4	3215.5	3279.8	3345.4	3412.3	
Veränderungen Rückstellungen	111	61	62	63	64	66	67	
<b>Brutto-Cashflow</b>	4,528	5,213	7,137	7,460	7,798	8,151	8,520	
CAPEX	-2291.0	-2200.0	-4500.0	-2500.0	-2500.0	-3500.0	-2500.0	
Working Capital	-150	-15416	-15725	-16039	-16360	-16687	-17021	-17361
Veränderungen im Working Capital	-7648	-2500	1200	-2400	-2400	-2400	-2400	
<b>Free Cashflows</b>	-5,411	513	3,837	2,560	2,898	2,251	3,620	
WACC		6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %
Diskontierter free Cashflow		482.9	3,402.7	2,137.6	2,278.2	1,666.2	2,523.5	57,090.0
Enterprise Value	69,581.1							
Fremdkapital	-17,953							
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0							
Anteile Dritter	0							
Equity Value	51,628.1							
Anzahl ausstehender Aktien	13289							
<b>Fair Value je Aktie (in Euro)</b>	<b>3.89</b>							

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

## 12 WACC

### DCF-Parameter

Risk-free rate	4.22
Risk premium	5.00
Beta	0.62
Longterm growth rate	3
Cost of equity	9.06
Cost of debt	3.55
WACC	6.20

Dr. Kalliwoda | Research GmbH 2010

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

## 13 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 3,89. Er ist damit um 39,4 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,79). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivität: Aktie										Sensitivität: Marktkapitalisierung									
Wachstum	WACC									Wachstum	WACC								
	4.20	4.70	5.20	5.70	6.20	6.70	7.20	7.70	8.20		4.20	4.70	5.20	5.70	6.20	6.70	7.20	7.70	8.20
1.00%	4.45	4.28	4.11	3.96	3.80	3.65	3.51	3.37	3.24	59.14	56.88	54.62	52.62	50.50	48.50	46.64	44.78	43.06	
1.50%	4.50	4.32	4.16	4.00	3.84	3.69	3.55	3.41	3.27	59.80	57.41	55.28	53.16	51.03	49.04	47.18	45.32	43.46	
2.00%	4.55	4.37	4.21	4.04	<b>3.89</b>	3.74	3.59	3.45	3.31	60.46	58.07	55.95	53.69	<b>51.69</b>	49.70	47.71	45.85	43.99	
2.50%	4.60	4.42	4.26	4.09	3.93	3.78	3.63	3.49	3.35	61.13	58.74	56.61	54.35	52.23	50.23	48.24	46.38	44.52	
3.00%	4.66	4.48	4.31	4.14	3.98	3.82	3.67	3.53	3.39	61.93	59.53	57.28	55.02	52.89	50.76	48.77	46.91	45.05	

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

## 14 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der Beta Systems Software AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die in der Software Branche tätig sind. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

Multiples - Peergroup - Software								
in Mio. € bzw. in € je Aktie	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
Atoss Software	1.51	1.45	7.98	7.86	16.00	15.69	18.98	18.48
InVision Software	0.65	0.57	-0.87	-1.86	-1.78	-5.00	-74.35	-30.51
PSI AG	1.22	0.97	25.13	14.50	32.32	23.38	4.84	6.66
Software AG	3.54	2.76	13.01	11.86	18.11	16.81	27.21	23.30
Nemetschek	1.46	1.38	9.48	9.12	15.05	10.74	15.38	15.11
IBS AG	1.07	0.95	15.24	8.48	18.42	15.22	7.00	11.17
Heiler Software AG	0.23	0.13	-3.71	1.33	-24.33	6.95	-6.12	10.00
Personal & Informatik	2.03	2.07	8.43	9.23	14.96	15.45	24.13	22.41
<b>Median</b>	1.34	1.17	8.95	8.80	15.52	15.45	11.19	13.14
<b>Mittelwert</b>	1.46	1.28	9.34	7.57	11.09	12.40	2.13	9.58
Beta Systems Software	0.49	0.50	6.91	6.92	7.64	8.59	7.13	7.19
Premium/Discount (-)	-66.33	-61.31	-26.02	-8.57	-50.79	-44.37		
Fair Value Bandbreite:			3.02	bis	4.49			

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

Unsere Peer Group-Analyse plausibilisiert auf der Basis der Consensus-Schätzungen höhere Aktienkurse. Zieht man beispielhaft die EV/EBIT-Konsensschätzungen 2010e heran, so ergibt sich für Beta Systems eine Unterbewertung von 44,4%. Auf der Basis der vorliegenden Konsensschätzungen ist die Beta Systems Software AG aufgrund der gestiegenen Marktbewertung für Softwareunternehmen deutlich unterbewertet.

Basierend auf unseren Annahmen ist eine höhere Marktbewertung realistisch und aus heutiger Sicht sehr wahrscheinlich.

## 15 Kontakt

Beta Systems Software AG

Alt-Moabit 90d  
D-10559 Berlin

Telefon: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 170

Telefax: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 800

Head of IR: Stefanie Frey  
stefanie.frey@betasystems.com

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Wolfgang Neuner</b> E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Kolja Schick – Freiherr von Flotow</b>	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:  
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg**  
**Thomson Reuters**  
**vwd group**  
**JCF Factset**

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA





## 16 DISCLAIMER

<b>BUY</b>	On a basis of our prognoses the stock should have a performance of at least 10% in the following 12 months.	
<b>ACCUMULATE</b>	On a basis of our prognoses the stock should have a performance of between 5% and 10% in the following 12 months.	
<b>HOLD</b>	On a basis of our prognoses the stock should have a performance of between minus 5% and plus 5% in the following 12 months.	
<b>REDUCE</b>	On a basis of our prognoses the stock should have an underperformance of between minus 5% and minus 10%.	
<b>SELL</b>	On a basis of our prognoses the stock should have an underperformance of at least minus 10%	

### Additional Disclosure

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH prepared this analysis on the basis of broadly accessible sources, which are regarded as reliable. We work as precisely as possible. We cannot however guarantee for the balance, precision, correctness and wholeness of the information and opinions. This study does not replace personal advice. This study is not regarded as invitation to the purchase or sale of the installation-instruments discussed in this study. Therefore, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH advises to turn to your bank-advisor or trustees before an investment-disposition.

In the United Kingdom this document is only intended for distribution to persons described in Section 11(3) of the Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in the latest amended version), and may not be passed on either directly nor indirectly to another group of persons. Neither this document nor a copy thereof may be sent or taken to or distributed in the United States of America, Canada or Japan or their territories or possessions nor may it be distributed to a US person as defined by the terms of the US Securities Act 1933 or to persons resident in Canada or Japan. Distribution of this document in other jurisdictions may be limited by law and persons in possession of this document should inform themselves of any restrictions and comply with these. Any failure to comply with these restrictions may represent a breach of a current securities act.

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH as well as co-workers may hold positions in any securities mentioned in this study or in connected investments and may increase or sell their holdings in these securities or connected investments.

Possible conflicts of interest

Neither DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH nor any affiliated company

- a) hold an interest of 1 percent or more of the equity capital of the company being covered in this report;
- b) were involved in an emission of investments that is object of this study;
- c) hold a net-sale position of the shares of the analyzed business of at least 1 percent of the share capital;
- d) have serviced the analyzed investments based on any contract with the emitter on the stock exchange or in the market.

There is a contractual relationship only with the business of Beta Systems Software AG and DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH for the preparation of research studies.

Through the assumption of this document, the reader / recipient accepts the obligations in these disclaimers.

## DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.