

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 2,37

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

Kurs aktuell:		1,93
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	2,95	1,73
Marktkap. (Mio. EUR)		25,6
Anzahl Aktien (in Mio.)		13,3

Aktionärsstruktur

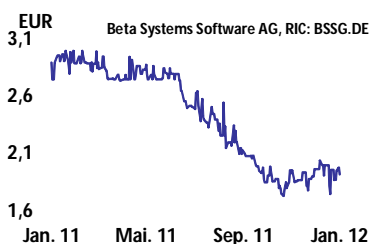
Streubesitz	35,00%
Deutsche Balaton AG	37,00%
Axxion S.A.	9,00%
Schmidt	10,00%
Tauchnitz	9,00%

Performance

4 Wochen	-6,0%
13 Wochen	-2,0%
26 Wochen	-8,2%
52 Wochen	-32,4%
lfd. Jahr	-1,2%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0,00	0%
2010	0,00	0%
2011E	0,00	0%
2012E	0,00	0%
2013E	0,00	0%



*) Hinweis: 2011, siehe Tabelle rechts, bezieht sich auf das Rumpfgeschäftsjahr 2011 (beinhaltet nur 9 Monate, d.h. von 01.01.2011 bis 30.09.2011); Dies gilt für alle Tabellen in dieser Studie.

Dr. Norbert Kalliwoda
Phone: +49 69 97 20 58 53
Email: nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

Beta Systems Software AG

Effizienzsteigerung aber schwächere Umsatzentwicklung

- In Q1 2011/12 (von 01.10.2011 bis 31.12.2011) erzielte Beta Systems einen Umsatz von EUR 12 Mio. gegenüber EUR 15,8 Mio. im Vorjahresquartal. Hierbei konnte der Umsatz bei wiederkehrenden Software- und Wartungseinnahmen zwar gesteigert werden, jedoch war der Umsatzrückgang beim Bestandsgeschäft gerade durch die Umstellung des Geschäftsmodells stark.
- Positiv hervorzuheben sind Kosteneinsparungen durch den Stellenabbau (-10,8%). Insgesamt gingen die gesamten Betriebsaufwendungen im Zeitraum Okt.- Dez. 2011 um EUR 7,7 Mio. zurück und lagen bei EUR 10 Mio. Daher kam es zur Verbesserung des EBIT (Betriebsergebnis) von EUR 2 Mio. von Okt.-Dez. 2011 gegenüber EUR - 2 Mio. im Vorjahreszeitraum.
- Die Softwareerlöse sind gesunken, hatten aber aufgrund von Effizienzverbesserungen den höchsten Ergebnisanteil mit EUR 2,8 Mio. Der Umsatz im Wartungsgeschäft stieg leicht auf EUR 5 Mio. und brachte ein Segmentergebnis von EUR 2,1 Mio. ein. Das Segment Wartung ist der wichtigste Teil der Beta Systems Software AG.
- Aufgrund der Effizienz- und Kostenoptimierungsfortschritte erhöhen wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für 2011/2012 auf EUR 41 Mio (Jahresüberschuß EUR 1,6 Mio) und für 2012/2013 auf EUR 43 Mio. (Jahresüberschuß EUR 1,63 Mio). Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cashflow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von EUR 2,37 je Aktie. In unserer Peergroup-Analyse leiten wir einen zusammengefassten fairen Wert "by Enterprise Value and Equity Value" von EUR 2,62 je Aktie ab.

Mio. EUR	2009	2010	2010/11 *)	2011/12E	2012/13E
Umsatzerlöse	81,11	47,64	25,20 *)	41,07	43,03
EBITDA	4,22	-0,69	-3,43	4,04	4,65
EBIT	1,38	-3,55	-6,38	1,03	1,53
Nettoergebnis	1,24	0,81	-7,30	1,61	1,63
EPS	0,09	0,06	-0,32	0,12	0,12
BVPS	2,26	2,29	2,11	2,25	2,44
CFPS	-0,24	0,01	1,06	0,42	0,38
RoE	4,2%	2,7%	-15,1%	5,4%	5,1%
RoS	1,5%	1,7%	-29,0%	3,9%	3,8%
EBIT Marge	1,7%	-7,4%	-25,3%	2,5%	3,6%

Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Geschäftsentwicklung.....	3
2.1	Allgemeine Geschäftsentwicklung in Q1 2011/12.....	3
2.2	Umsatz- und Ergebnisentwicklung in Q1 2011/12.....	3
2.3	Finanz- und Vermögenslage in Q1 2011/12	4
2.4	Beispiele neuer bedeutender Kundenprojekte in Q1 2011/12.....	5
2.5	Ausblick.....	5
3	Aktie.....	6
4	Finanzteil	8
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung	8
4.2	Bilanzen	9
4.3	Kapitalflussrechnung	10
5	Bewertung.....	11
5.1	DCF-Modell.....	11
5.2	WACC	12
5.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	12
5.4	Peer Group Analyse.....	13
6	Kontakt.....	14
7	DISCLAIMER.....	15

1 Unternehmensprofil

Nach dem Verkauf des Geschäftsbereichs Enterprise Content Management (ECM) richtet sich die Beta Systems Software AG als reiner Infrastruktursoftware-Anbieter neu aus. Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung wichtiger IT-Prozesse. Beta Systems verfügt mit 1300 Kunden über eine solide Kundenbasis. Bisher wurden über 3200 Systeme installiert. Den größten Umsatz erzielt Beta Systems mit Kunden aus dem Finanz- und Versicherungssektor. Zum Kundenkreis gehören Institutionen wie die Fortis Bank, SEB IT Service, DnB NORD (Den norske Bank), Credit Suisse, Allianz Shared Infrastructure Services und DZ Service. Beta Systems beschäftigt ca. 270 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert.

2 Geschäftsentwicklung

2.1 Allgemeine Geschäftsentwicklung in Q1 2011/12

Im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2011/2012 (Okt.-Dez. 2011) konnte der Wartungsumsatz erstmals gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden. Allerdings sind die Software- und Serviceerlöse im Rahmen der Geschäftsmodellanpassung und aufgrund des geringen Neugeschäfts mit GRC-Lösungen und klassischen Infrastruktursoftware-Lösungen zurück gegangen. Positiv sind die Kostenreduktionen bei den Betriebsaufwendungen zu sehen. Das Ebit war in Q1/2011/12 (Okt.-Dez. 2011) positiv.

2.2 Umsatz- und Ergebnisentwicklung in Q1 2011/12

In Q1 2011/12 erzielte Beta Systems einen Umsatz von EUR 12 Mio. gegenüber EUR 15,8 Mio. im Vorjahresquartal. Der Umsatz bei wiederkehrenden und nachhaltiger Software- und Wartungseinnahmen ist gestiegen. Allerdings konnte hiermit der Rückgang beim Bestandsgeschäft gerade durch die Umstellung des Geschäftsmodells nicht ausgeglichen werden.

Hervorzuheben sind die Kosteneinsparungen von EUR 6,7 Mio. durch den Stellenabbau im Zeitraum Okt.-Dez. 2010 auf EUR 5,9 Mio. (-10,8%) im Zeitraum Okt.- Dez. 2011. Insgesamt gingen die gesamten Betriebsaufwendungen im Zeitraum Okt.- Dez. 2011 um EUR 7,7 Mio. zurück und lagen bei EUR 10 Mio. (Okt.-Dez. 2010 bei EUR 17,7 Mio.).¹

Erfreulich ist die Veränderung des EBIT (Betriebsergebnis) von EUR 2 Mio. von Okt.-Dez. 2011 gegenüber EUR - 2 Mio. im Vorjahreszeitraum.

Die Ergebnisse in den einzelnen Geschäftssegmenten verliefen unterschiedlich: Die Softwareerlöse sind auf EUR 5,2 Mio. gegenüber EUR 9 Mio (Okt.-Dez. 2010) gesunken. Allerdings hatte dieser Geschäftsbereich mit EUR 2,8 Mio. den höchsten Ergebnisanteil.

Der Umsatz im Wartungsgeschäft konnte leicht auf EUR 5 Mio. gesteigert werden und steuerte ein Segmentergebnis von EUR 2,1 Mio. bei. Das Segment Wartung ist der wichtigste Teil des Geschäftsmodells der Beta Systems Software AG.

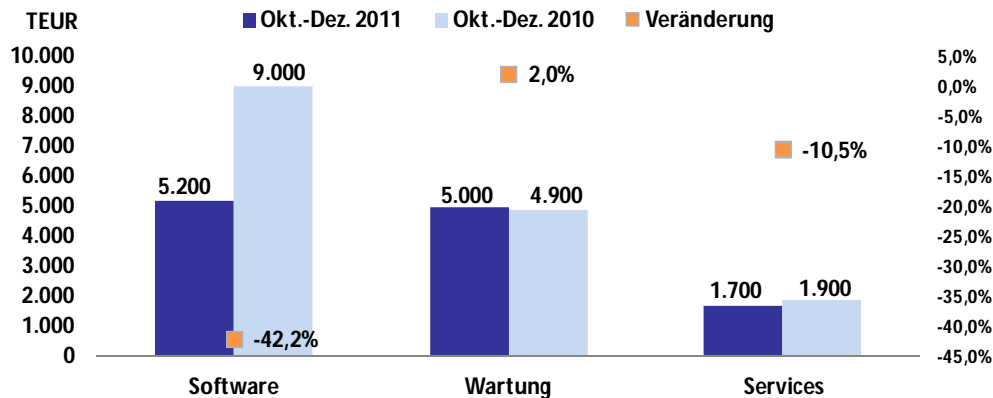
Das Ergebnis des Segmentes Services war mit EUR 1,7 Mio. leicht rückläufig im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, hier konnte jedoch ein leichter Überschuß erzielt werden (im Vorjahreszeitraum war noch ein Verlust von EUR 0,1 Mio. zu verzeichnen).

¹ Die Einsparungen resultieren aus dem Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen (EUR 4,6 Mio.); EUR 1,1 Mio. aus dem Rückgang umsatzabhängiger Kosten und EUR 2 Mio. durch nachhaltige Kostensenkungen.

Das Segment „andere Aktivitäten“ hat einen negativen Ergebnisbeitrag von EUR – 3 Mio. Es sind hier primär die segmentübergreifenden Marketingaufwendungen und allgemeine Verwaltung zu nennen. Allerdings lagen im Vorjahreszeitraum die Aufwendungen noch bei EUR -8,2 Mio.

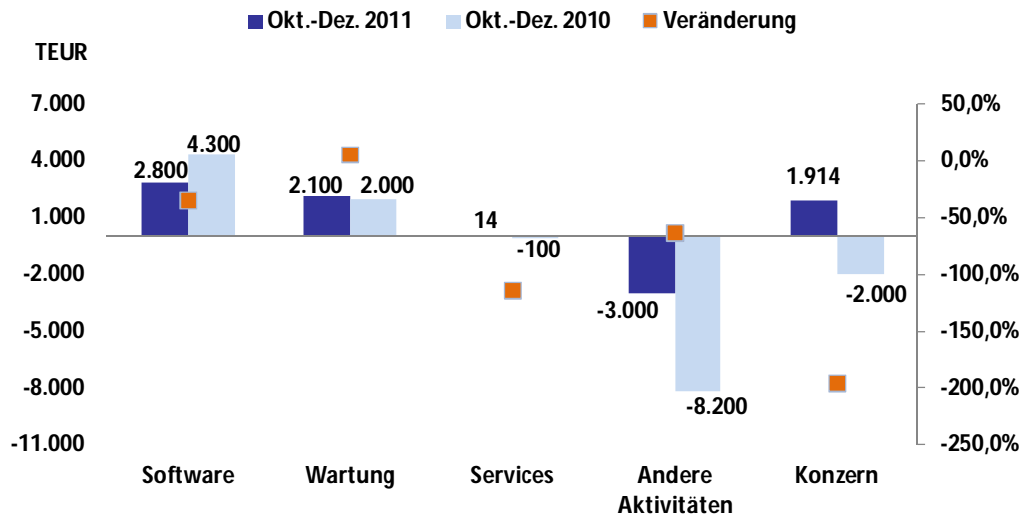
Die folgenden Abbildungen zeigen den Umsatz und das EBIT nach Segmenten.

Umsatz nach Segmenten



Quelle: Beta Systems Software, Dr. Kalliwoda Research GmbH 2012

EBIT nach Segmenten



Quelle: Beta Systems Software, Dr. Kalliwoda Research GmbH 2012

2.3 Finanz- und Vermögenslage in Q1 2011/12

Saisontypisch haben sich in Q1 die Zahlungsmittel von EUR 4,6 Mio. am 30.9.2011 auf EUR 1,8 Mio. verringert und dementsprechend erhöhten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf EUR 30,2 Mio.

Zum 31.12.2011 stieg durch die Inanspruchnahme der Kontokorrentkreditlinien die kurzfristige Finanzierung von EUR 1,1 Mio. auf EUR 1,7 Mio. und aufgrund des allgemein geringeren externen Leistungsbezuges gingen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auf EUR 1,9 Mio.

zurück (30.9.2011: EUR 2,6 Mio.). Die sonstigen kurzfristigen Schulden sind wegen höherer Umsatzsteuerverbindlichkeiten zum 31.12.2012 von EUR 5 Mio. auf EUR 6 Mio. gestiegen. Insgesamt ist die Bilanzsumme von EUR 42,7 Mio. auf EUR 44,9 Mio. angestiegen. Die Eigenkapitalquote hat sich von 53,6% auf 54,7% verbessert.

Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit lag in Q1 2011/12 bei EUR -5,5 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit war durch den ECM-Verkauf mit EUR 2,5 Mio. deutlich positiv.

Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von EUR 0,3 Mio. resultiert aus der Aufnahme von kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 0,6 Mio. sowie die Tilgung von Darlehen in Höhe von EUR 0,3 Mio.

2.4 Beispiele neuer bedeutender Kundenprojekte in Q1 2011/12

Das Unternehmen Lufthansa Systems bezieht Beta Systems neueste Version des SAM Enterprise Identity Manager 1.1. Dieses Modul ist der Kern der Enterprise-Security-Management-Lösung GOVENOR der Lufthansa Systems und ermöglicht eine ganzheitliche Benutzerverwaltung, Zugriffsrechtevergabe und Zugriffsrechtekontrolle für IT-Anwender.

Auch die Banca Intesa aus Belgrad konnte als weiterer Neukunde gewonnen werden. Die Bank hat einen Drei-Jahres-Vertrag für das Identity-Management-Einstiegspaket unterschrieben. Dieses Modul umfasst Lizenzen, Wartung und die Anbindung von Standardzielsystemen, d.h. alle Zugangsberechtigungen und deren Bereitstellung für alle Mitarbeiter der Bank werden ermöglicht.

2.5 Ausblick

Für das Geschäftsjahr 2011/12 rechnet das Beta Systems-Management beim Bestandsgeschäft mit einem Umsatzwachstum von 2 bis 3 Prozent. Das Neugeschäft rund um die GRC-Lösungen (Governance, Risk & Compliance) soll sich nach Unternehmensangaben aus eigener Kraft, - derzeit von einer geringen Jahresbasis mit rund EUR 0,4 Mio. ausgehend-, jährlich verdoppeln. Wir rechnen damit, dass sich dieses Wachstum noch beschleunigen kann, vorausgesetzt, es gelingt dem Unternehmen, die richtige Feinabstimmung bei den Produktlösungen zu finden. Es kann weiter Entwicklungszeit gespart werden, falls die richtigen Kooperationspartner gefunden werden, bzw. passende Firmen zum Kauf sondiert werden können. Der Markt für GRC sollte jedenfalls unserer Meinung nach weiter aufgrund des anhaltenden Kosten- und Compliancedrucks bei den Kunden steigen. Für das Geschäftsjahr 2011/2012 rechnen wir mit einem Umsatz von EUR 41 Mio. und einem EBIT von 1 Mio. und für 2012/2013 mit einem Umsatz von EUR 43 Mio. und einem EBIT von EUR 1,5 Mio. Dies sind noch relativ geringe Ebit-Margen, allerdings rechnen wir mit weiter steigenden Margen, insbesondere getrieben durch das im Schnitt mittlere einstellige Wachstum bei den Geschäftssegmenten Lizenzen und Services. Unsere Annahmen stützen wir auch auf BITKOM- bzw. EITO-Prognosen². BITKOM geht für 2012 von einem Wachstum des Gesamtmarktes in der ITK-Branche von EUR 148,4 Mrd. aus (ein Wachstum von 2% gegenüber 2011). Auch IDC³ rechnet

² Au der Basis von EITO-Prognosen (European Information Technology Observatory) geht BITKOM davon aus, dass im abgelaufenen Jahr 2011 der weltweite IT-Markt um 4,3% auf EUR 963 Mrd. beträgt und dass der IT-Markt in 2012 um weitere 5,4% wächst.

³ International Data Corporation (IDC) geht auch bei den weltweiten Ausgaben für IT-Services von einem Wachstum von USD 605,8 Mrd. in 2011 auf USD 634 Mrd. in 2012. aus.

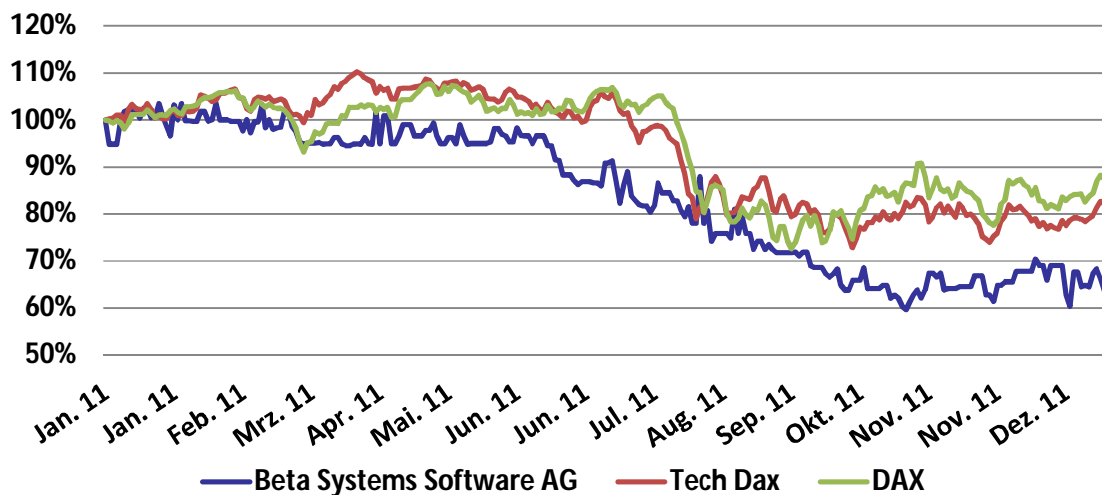
weltweit von Investitionen in Standardsoftware für 2011 mit USD 324,7 Mrd. und für 2012 mit USD 344,8 Mrd. Für Westeuropa geht IDC in 2011 von Ausgaben in Höhe von USD 208,1 Mrd. aus, wobei die Ausgaben in Deutschland am stärksten wachsen sollten. Folgende Graphik zeigt, daß die IDC-Prognosen für Packaged-Software.



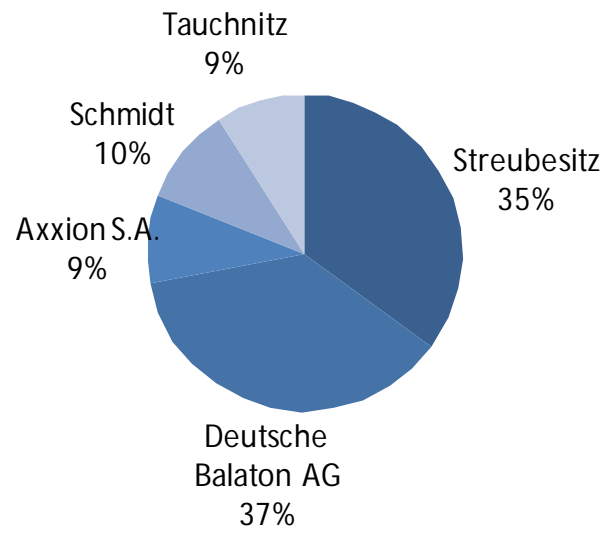
3 Aktie

Seit unserem letzten Update am 12. September 2011 entwickelte sich die Aktie der Beta Systems Software AG schlechter als der DAX und der TecDAX. Der Aktienkurs entwickelte sich seitwärts; um EUR 2,04, während der DAX und TecDAX zwischen 15 bis 20% zulegen. Die Gründe hierfür waren aus unserer Sicht die Bevorzugung größerer Aktiengesellschaftern als auch die hinter den Erwartungen liegenden Umsätze der Beta Systems Software AG.

Aktienkursverlauf 2011/12



Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

4 Finanzteil

4.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11E	2011/12E	2012/13E
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	29.179	25.429	20.222	5.320	9.257	9.627
• Hardware	6.215	3.094	89	240	343	357
• Wartung	40.533	40.569	20.489	14.360	25.561	26.839
• Service	14.512	12.014	6.842	3.520	5.914	6.209
Umsatzerlöse	90.439	81.106	47.642	23.440	41.074	43.032
Umsatzkosten	-40.769	-37.222	-17.688	-1.741	-17.251	-18.073
Bruttoergebnis vom Umsatz	49.670	43.884	29.776	21.699	23.823	24.959
• Vertriebskosten	-22.501	-21.597	-14.415	-8.320	-10.515	-11.533
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7.903	-7.681	-6.568	-4.650	-4.970	-4.518
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13.796	-14.017	-9.110	-6.150	-7.804	-8.176
• Andere Aufwendungen	-	-	-4.755	-	-	-
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	975	795	1.524	-8.550	500	800
Operatives Ergebnis (EBIT)	6.445	1.384	-3.548	-5.971	1.034	1.532
• Zinserträge	472	920	797	400	750	800
• Zinsaufwendungen	-966	-612	-674	-138	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	5.951	1.692	-3.425	-5.709	1.784	2.332
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.146	-451	64	1.627	-178	-699
Jahresüberschuss (-fehlbetrag) vor Sondereffekten	4.805	1.241	-3.361	-4.082	1.606	1.632
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-	-	4.175	-	-	-
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	4.805	1.241	814	-4.082	1.606	1.632
Ergebnis je Aktie	0,36	0,09	0,06	-0,31	0,12	0,12
Veränderung zum Vorjahr						
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	0,63%	-12,85%	-20,48%	-73,69%	74,00%	4,00%
• Hardware	89,48%	-50,22%	-97,12%	169,66%	43,00%	4,00%
• Wartung	-3,05%	0,09%	-49,50%	-29,91%	78,00%	5,00%
• Service	-0,01%	-17,21%	-43,05%	-48,55%	68,00%	5,00%
Umsatzerlöse	2,08%	-10,32%	-41,26%	-50,80%	75,23%	4,77%
Umsatzkosten	2,00%	-8,70%	-52,48%	-90,16%	890,88%	4,77%
Bruttoergebnis vom Umsatz	2,14%	-11,65%	-32,15%	-27,13%	9,79%	4,77%
• Vertriebskosten	-4,56%	-4,02%	-33,25%	-42,28%	26,38%	9,68%
• Allgemeine Verwaltungskosten	4,25%	-2,81%	-14,49%	-29,20%	6,88%	-9,09%
• Forschungs- und Entwicklungskosten	14,49%	1,60%	-35,01%	-32,49%	26,90%	4,77%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-344,97%	-18,46%	91,70%	-661,02%	-105,85%	60,00%
Operatives Ergebnis (EBIT)	10,76%	-78,53%	-356,36%	68,29%	-117,32%	48,12%
• Zinserträge	521,05%	94,92%	-13,37%	-49,81%	87,50%	6,67%
• Zinsaufwendungen	-2,52%	-36,65%	10,13%	-79,53%	-100,00%	-
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	21,35%	-71,57%	-302,42%	66,69%	-131,25%	30,69%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-55,82%	-60,65%	-114,19%	2442,29%	-110,96%	292,08%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	108,01%	-74,17%	-370,83%	21,45%	-139,33%	1,65%
Ergebnis je Aktie	50,00%	-73,82%	-34,41%	-601,47%	-139,33%	1,65%
Anteil am Umsatz						
Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Umsatzkosten	-45,08 %	-45,89 %	-37,13 %	-7,43 %	-42,00 %	-42,00 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54,92 %	54,11 %	62,50 %	92,57 %	58,00 %	58,00 %
• Vertriebskosten	-24,88 %	-26,63 %	-30,26 %	-35,49 %	-25,60 %	-26,80 %
• Allgemeine Verwaltungskosten	-8,74 %	-9,47 %	-13,79 %	-19,84 %	-12,10 %	-10,50 %
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-15,25 %	-17,28 %	-19,12 %	-26,24 %	-19,00 %	-19,00 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,08 %	0,98 %	3,20 %	-36,48 %	1,22 %	1,86 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	7,13 %	1,71 %	-7,45 %	-25,47 %	2,52 %	3,56 %
• Zinserträge	0,52 %	1,13 %	1,67 %	1,71 %	1,83 %	1,86 %
• Zinsaufwendungen	-1,07 %	-0,75 %	-1,41 %	-0,59 %	0,00 %	0,00 %
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	6,58 %	2,09 %	-7,19 %	-24,36 %	4,34 %	5,42 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1,27 %	-0,56 %	0,13 %	6,94 %	-0,43 %	-1,63 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	5,31 %	1,53 %	-7,05 %	-17,41 %	3,91 %	3,79 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

4.2 Bilanzen

Bilanzen - Beta Systems Software AG						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11E	2011/12E	2012/13E
Aktiva						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Kassenbestand und Zahlungsmittel	1.822	1.888	1.223	1.243	1.767	3.557
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38.317	37.911	39.425	31.123	30.812	30.504
Fertigungsaufträge (POC)	4.676	209	504	356	376	412
Vorräte	3.323	72	0	0	0	0
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	4.557	1.703	10.385	1.350	1.525	1.876
Laufende Ertragsteuern	115	334	477	395	402	425
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände	52.810	42.117	52.014	34.467	34.882	36.774
Sachanlagen	3.197	1.835	2.250	2.286	2.307	2.327
Firmenwert	2.029	3.371	3.372	3.372	3.372	3.372
Anderer immaterielle Vermögensgegenstände	2.490	2.582	1.731	1.736	1.741	1.747
Erworbene Softwareproduktrechte	2.408	2.574	2.323	2.345	2.352	2.387
Aktive latente Steuern	7.295	7.680	7.740	9.026	8.520	8.006
Sonstige langfristige Forderungen	751	795	909	924	876	903
Summe langfristige Vermögensgegenstände	18.170	18.837	18.325	19.688	19.168	18.742
Vermögenswerte von Veräußerungsgruppen, die als zur Veräußerung gehalten klassifiziert werden	0	16.036	0	0	0	0
Summe Aktiva	70.980	76.990	70.339	54.155	54.050	55.516
Passiva						
Kurzfristige Finanzierung	7.120	13.187	9.725	1.225	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.678	2.046	2.809	3.020	3.254	3.474
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	6.876	6.159	4.978	5.569	5.273	5.421
laufende Ertragssteuerschulden	-	-	969	-	-	-
Rückstellungen	-	-	4.558	-	-	-
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.551	7.413	5.256	3.150	2.842	2.218
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	28.225	28.805	28.295	12.964	11.369	11.113
Finanzielle Schulden	1.675	1.735	1.684	1.284	950	500
Pensionsverpflichtungen	2.922	1.824	1.542	1.650	1.760	1.654
Passive latente Steuern	8.812	9.071	8.410	9.696	9.190	8.676
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	759	502	192	627	1.059	1.325
Summe langfristige Verbindlichkeiten	14.168	13.132	11.828	13.257	12.959	12.155
Vermögenswerte von Veräußerungsgruppen, die als zur Veräußerung gehalten klassifiziert werden	0	5.311	40.123	0	0	0
Summe Fremdkapital	42.393	47.248	40.123	26.220	24.328	23.268
Eigenkapital:						
Grundkapital	17.276	17.276	17.276	17.276	17.276	17.276
Kapitalrücklage	10.709	10.709	10.709	10.709	10.709	10.709
Gewinn-/Verlustvortrag	-145	1.096	1.910	-652	1.154	3.721
Anderer nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1.166	1.080	740	1.021	1.002	961
Eigene Anteile	-419	-419	-419	-419	-419	-419
Summe Eigenkapital	28.587	29.742	30.216	27.935	29.721	32.247
Summe Passiva	70.980	76.990	70.339	54.155	54.050	55.516

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Beta Systems Software AG						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11E	2011/12E	2012/13E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	4.805	2.004	-3.361	-4.082	1.606	1.632
Abschreibungen	3.884	2.835	2.855	2.950	3.004	3.120
Rückstellungen	-	-	-	-4.558	-	-
(Gewinn) Verlust aus dem Abgang von Sachanlagen	51	-1	70	33	28	19
Finanzergebnis, netto	494	-282	-123	262	750	800
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Steueraufwand	1.424	-406	-1.547	1.627	-178	-699
<i>Veränderungen der Aktiva und Passiva</i>						
Ab-/Zunahme Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	595	-4.085	-264	8.302	311	308
Ab-/Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	763	-2.279	763	211	234	220
Veränderungen sonstiger Aktiva und Passiva	-9.659	1.821	580	9.035	-175	-351
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (fortzuführende Geschäftsbereiche)	2.357	-393	-1.027	13.780	5.579	5.049
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (aufgegebener Geschäftsbereich)	0	-2.727	1.094	0	0	0
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.357	-3.120	67	13.780	5.579	5.049
Cashflow aus der Investitionstätigkeit (fortzuführender Geschäftsbereiche)	-2.920	-1.721	-1.722	-3.013	-3.037	-3.181
Cashflow aus der Investitionstätigkeit (aufgegebener Geschäftsbereich)	0	-570	6388	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.920	-2.291	4.666	-3.013	-3.037	-3.181
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-860	5.477	-5.398	-10.747	-2.018	-77
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	69	-86	-90	55	-61	-10
Zunahme (Abnahme) der Zahlungsmittel	-1.423	66	-665	20	524	1.791
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	3.176	1.822	1.888	1.223	1.243	1.767
Zahlungsmittel am Ende der Periode	1.822	1.888	1.223	1.243	1.767	3.557

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5 Bewertung

5.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell 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 01.02.2012 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 2 Prozent p.a. kalkulieren.

Discounted Cash Flow-Modell (Basis 2/2012)

Phase 1

(Mio. EUR)	2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz-Wachstum						
Umsatz	23,44	41,07	43,03	45,10	47,22	49,44
Veränderungsrate	-51%	75%	5%	5%	5%	5%
EBIT	-5,97	1,03	1,53	1,64	1,75	1,88
Marge	-25,5%	2,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%
Beteiligungsergebnis	0,26	0,75	0,80	-0,10	-0,10	-0,10
EBT ex. Zinsergebnis	-5,71	1,78	2,33	1,54	1,65	1,78
operativer Steueraufwand	1,63	-0,18	-0,70	-0,48	-0,52	-0,56
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	28,5%	10,0%	30,0%	31,5%	31,5%	31,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	2,95	3,00	3,12	3,38	3,54	3,71
Abschreibungsquote (%Umsatz)	12,6%	7,3%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,11	0,11	-0,11	-0,09	-0,09	-0,10
Anteil Umsatz	0,5%	0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	17,55	0,37	0,18	-0,30	-0,30	-0,30
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	74,9%	0,9%	0,4%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Investitionen	-3,01	-3,04	-3,18	-3,74	-3,92	-4,10
Investitionsquote (%Umsatz)	-12,9%	-7,4%	-7,4%	-8,3%	-8,3%	-8,3%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	13,51	2,05	1,64	0,30	0,36	0,42

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

5.2 WACC

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.

WACC Annahmen	
Wachstumsprämien	
Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2018)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
Eigenkapitalkosten	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	2,6%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,80
Eigenkapitalkostensatz	6,6%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%
Wert des Eigenkapitals	27
Wert des Fremdkapitals	20
Gearing	76,5%
WACC	5,83%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30-jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Unser Beta (0,8) orientiert sich am Referenzindex DAX.

5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 2,37. Er ist damit um 25 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 1,90). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,8$		5,33%	5,58%	5,83%	6,08%	6,33%
Wachstum	2,0%	2,35	2,25	2,18	2,11	2,04
	2,5%	2,48	2,37	2,27	2,19	2,11
	3,0%	2,68	2,53	2,40	2,29	2,20
	3,5%	2,99	2,76	2,58	2,44	2,32
	4,0%	3,52	3,14	2,87	2,66	2,49

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,8$		5,33%	5,58%	5,83%	6,08%	6,33%
Wachstum	2,0%	30,89	29,69	28,65	27,73	26,91
	2,5%	32,71	31,20	29,90	28,79	27,81
	3,0%	35,32	33,28	31,60	30,19	28,98
	3,5%	39,34	36,37	34,02	32,13	30,56
	4,0%	46,37	41,40	37,77	35,00	32,82

5.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung des Unternehmens haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Die Anwendung eines relativen Bewertungsmodells beruht auf dem Gedanken, dass vergleichbare Unternehmen korrespondierende Marktwerte besitzen. Dementsprechend werden vorrangig börsennotierte Unternehmen ausgewählt welche ähnliche Produkte liefern oder ein gleichartiges Geschäftsmodell besitzen. Eine Analyse der Finanzkennzahlen aller Unternehmen liefert eine Einschätzung inwiefern das Bewertungsergebnis des Unternehmens auf eine geringe Vergleichbarkeit mit seiner Peergruppe oder eben auf eine Unter- bzw. Überbewertung zurückzuführen ist.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Die zukunftsorientierten Finanzdaten der Vergleichsunternehmen repräsentieren den Mittelwert aller Analystenschätzungen die über das Produkt ThomsonReutersKnowledge zur Verfügung stehen. Der Marktwert der finanziellen Verbindlichkeiten wird bei allen Unternehmen mit dem Buchwert approximiert.

Peer Group Multiples	Enterprise Value Multiples						Equity Value Multiples			
	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		Price / Eps		Price / Bvps	
	FY2012	FY2013	FY2012	FY2013	FY2012	FY2013	FY2012	FY2013	FY2012	FY2013
Peers										
Atoss Software AG	2,0	1,9	9,1	8,1	8,6	8,0	12,6	11,8	n.a.	n.a.
Compugroup Medical AG	2,3	2,2	14,4	10,9	16,5	14,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ibs AG Excellence Collaboration Manufac	1,9	1,7	13,8	12,4	15,1	13,8	15,3	15,3	n.a.	n.a.
Invision Software AG	2,6	2,2	n.a.	33,7	n.a.	73,2	n.a.	103,8	n.a.	n.a.
Nemetschek AG	2,1	1,9	9,1	8,6	9,4	8,4	10,6	9,8	2,5	2,2
Software AG	3,1	3,0	10,8	10,9	12,3	11,4	12,5	11,7	2,3	2,0
update software AG	0,8	0,7	42,1	42,1	n.a.	16,4	137,6	15,3	n.a.	n.a.
Beta Systems Software AG	0,8	0,8	8,2	7,1	32,0	21,6	16,7	16,7	0,9	0,8
Median	2,0	1,9	10,8	10,9	13,7	14,0	13,9	15,3	2,3	2,0
Mean	2,0	1,8	15,4	16,7	15,6	20,9	34,2	26,3	1,9	1,7
Peer Benchmark	2,0	1,9	10,8	10,9	13,7	14,0	13,9	15,3	2,3	2,0
Discount (-)/Premium (+)	-60%	-60%	-24%	-35%	134%	54%	20%	9%	-61%	-59%

Valuation										
Peer Benchmark	2,0	1,9	10,8	10,9	13,7	14,0	13,9	15,3	2,3	2,0
Beta Systems Software AG financials	41,0	43,0	4,0	4,7	1,0	1,5	0,1	0,1	2,3	2,4
Implied Enterprise Value	83,3	81,7	43,7	50,6	14,1	21,4				
+ Cash and Cash Equivalents	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8				
- Financial Debt	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3				
- Pension Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
- Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
- Preferred Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
+ Change in Equity Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Implied Equity Value	76,8	75,2	37,2	44,1	7,6	14,9				
Number of Shares	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3				
Implied fair value per share	5,8	5,7	2,8	3,3	0,6	1,1	1,7	1,8	5,2	4,8
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%
Results				3,21					3,37	
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Fair Value Implied by Both Peer Multiples:						3,27 EUR				
Premium (Discount) to Peer Benchmark: -20 %										
Fair Value per Share 2,62 EUR										

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2012

Der Implied Fair Value von beiden Peer Multiples liegt bei EUR 3,27 je Aktie. Hierbei nehmen wir einen Abschlag von 20% gegenüber der Peer vor, weil das Unternehmen sich in der Restrukturierungsphase befindet und eine solche Phase immer eine geringe Transparenz und Unsicherheit mit sich bringt. Der faire Wert beläuft sich daher auf EUR 2,62 je Aktie.

6 Kontakt

Beta Systems Software AG

Alt-Moabit 90d
D-10559 Berlin

Telefon: + 49 (0) 30 – 726118 - 170

Telefax: + 49 (0) 30 – 726118 - 800

Head of IR: Stefanie Frey

E-Mail: stefanie.frey@betasystems.com

<h3><u>DR. KALLIWODA</u></h3> <p>RESEARCH GmbH</p> <p>Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows</p>		<p>Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com</p>
<p>Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com</p>	<p>CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.</p>	<p><u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials</p>
<p>Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com</p>	<p>Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main</p>	<p><u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration</p>
<p>Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com</p>	<p>Dipl.-Ing. (Aachen)</p>	<p><u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics</p>
<p>Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com</p>	<p>Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;</p>	<p><u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.</p>
<p>Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com</p>	<p>Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))</p>	<p><u>Sectors:</u> Financials, Real Estate</p>
<p>Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com</p>	<p>Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.</p>	<p><u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical</p>
<p>Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com</p>	<p>Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.</p>	<p><u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical</p>
<p>David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com</p>	<p>MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).</p>	<p><u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling</p>
<p>Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com</p>	<p>Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.</p>	<p><u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities</p>
<p>Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com</p>	<p>Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)</p>	<p><u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach</p>
<p>Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com</p>	<p>Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)</p>	<p><u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach</p>
<p>Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com</p>	<p>Lawyer; German School London,</p>	<p><u>Legal Advisor</u></p>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset

Analyst of this research:

Dr., Norbert Kalliwoda,
CEFA



7 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Beta Systems Software AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses 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.