

Update

BUY

Target Price: 4,40 EUR

Beta Systems Software AG

Konzernumstrukturierungen führen Beta Systems in eine aussichtsreiche Zukunft

Branche: Software
Land: Deutschland
WKN: 601100
Reuters: BSSG.DE
Webseite: www.betasystems.com

Kurs aktuell: 2.80
Hoch 2.80 Tief 2.56
Kurs 52 W.: 3.50
Marktkap. (Mio. EUR) 36.9
Anzahl Aktien (in Mio.) 13.17

Hauptaktionäre

Streubesitz 34.00%
Heidelberger Beteiligungsholdin 20.00%
Deutsche Balaton AG 17.00%

Performance

4 Wochen 0.3%
13 Wochen -2.1%
26 Wochen -5.1%
52 Wochen 1.8%
lfd. Jahr 1.8%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0.00	0.00%
2010	0.00	0.00%
2011E	0.00	0.00%
2012E	0.00	0.00%
2013E	0.00	0.00%



- Betasystems hat im Jahr 2010 zahlreiche Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt: Der Geschäftsbereich ECM wurde Anfang des Jahres aufgegeben und an BancTec verkauft. Im Zusammenhang mit dem Verkauf werden dem Unternehmen bis Ende 2011 über 16 Mio. Euro zufließen, womit Restrukturierungsmaßnahmen finanziert und Schulden abgebaut werden können. Wir halten diese Entscheidung für richtig. Denn der veräußerte Geschäftsbereich trug zwar einen hohen Anteil zum Umsatz bei (45 Prozent in Q1/2010), konnte jedoch keinen entsprechenden Ergebnisbeitrag liefern. Eine Restrukturierung aus eigener Kraft hätte den Konzern hohe Investitionen gefordert.
- Restrukturierungsmaßnahmen innerhalb der fortführenden Geschäftsbereiche versprechen ab 2012 €5 Mio. Kosteneinsparungen. Dafür wurden weniger profitable Vertriebspartnerschaften aufgegeben, Strukturen und Prozesse vereinfacht sowie Personalkosten reduziert. Nach einem Übergangsjahr in 2011 werden die Margen ab 2012 deutlich ansteigen.
- Neben hohen Margen sinkt das Risiko. Die Neuausrichtung des Unternehmens mit verstärktem Fokus auf Security & Compliance- bzw. GRC-Lösungen bietet solide Wachstumsmöglichkeiten bei besserer Prognosesicherheit. Durch die reduzierten Kosten sinkt die Gewinnschwelle.
- Im Jahr 2010 fiel der Umsatz auf Grund des Verkaufs des ECM Geschäftsbereich sowie der Beendigung zahlreicher Vertriebspartnerschaften niedriger aus als im Vorjahreszeitraum. Bei den fortführenden Geschäftsbereichen wurden 47,6 Mio. Euro umgesetzt, knapp 9% weniger als im Vorjahr (2009: 52,3 Mio.). Sowohl der Bereich DCI (- 5%) als auch der Bereich IdM (- 20%) mussten Umsatzeinbrüche hinnehmen.
- Der Rückgang der Kosten reichte jedoch größtenteils aus, um den geringeren Umsatz wettzumachen. Bereinigt man das Betriebsergebnis (-3.5 Mio. Euro) um die Aufwendungen für Reorganisation/Restrukturierung erhält man ein positives EBIT von 1,0 Mio. Euro. Das entsprechende, bereinigte EBITDA liegt bei 3,9 Mio. Euro.
- Durch den aus dem Verkauf des ECM Geschäftsbereich resultierenden positiven Einmaleffekt konnten die Restrukturierungsmaßnahmen finanziert werden und am Ende stand ein Jahresüberschuss von 0,8 Mio. Euro. Dies entspricht einem Ergebnis pro Aktie von etwa 6 Cent.
- Auch wenn Beta Systems unsere Erwartungen für 2010 nicht erfüllen konnten, sehen wir positiv in die Zukunft des Konzerns. Die Restrukturierungsmaßnahmen, die daraus resultierenden hohen Margen sowie das angepasste Geschäftsmodell werden den langfristigen Erfolg des Unternehmens sichern. Unsere Bewertung ergab einen Fairen Wert von 4,40 Euro, was einem Upside Potential von 55 Prozent entspricht. Unsere Empfehlung ist weiterhin „BUY“.

EUR m	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	81.1	47.6	45.7	47.0	48.4
EBITDA	4.22	-0.69	3.03	8.35	9.15
EBIT	1.38	-3.55	0.23	5.64	6.54
Nettoergebnis	1.24	0.81	0.58	4.48	5.14
EPS	0.09	0.06	0.04	0.34	0.39
BVPS	2.26	2.29	2.48	2.83	3.29
CFPS	-0.24	0.01	0.83	0.40	0.52
RoE	4.2%	2.7%	1.8%	12.0%	11.9%
RoS	1.5%	1.7%	1.3%	9.5%	10.6%
EBIT margin	3.7%	3.3%	3.1%	2.0%	2.5%

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Phone: +49 (69) 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

Inhalt

1 Unternehmensprofil.....	3
2 Geschäftsentwicklung.....	3
3 Ausblick	5
4 Aktie.....	6
5 Finanzteil	8
5.1 Gewinn- und Verlustrechnung.....	8
5.2 Bilanzen.....	9
5.3 Kapitalflussrechnung.....	10
6 Bewertung.....	11
6.1 DCF-Modell.....	11
6.2 WACC.....	12
6.3 Fair Value – Sensitivitäten	12
6.4 Peer Group Analyse	13
7 Kontakt.....	14
8 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. Die verbliebenen Segmente sind Data Center Infrastructure (DCI) und Identity Management (IdM). Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung wichtiger IT-Prozesse.

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. 350 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert.

2 Geschäftsentwicklung

Das Jahr 2010 stand vor allem im Zeichen der Restrukturierung. Das wohl wichtigste Ereignis war der Verkauf des Geschäftsbereichs ECM. Damit hat Beta Systems ein neues Kapitel seiner Unternehmensgeschichte aufgeschlagen. Der unprofitable und risikobehaftete Geschäftsbereich wurde verkauft, um sich auf das profitable Kerngeschäft zu konzentrieren. Es folgten Restrukturierungsmaßnahmen innerhalb der fortführenden Geschäftsbereiche. Strukturen und Prozesse wurden auf den Prüfstand gestellt und teilweise radikal vereinfacht um sie schlanker und effizient zu gestalten. Dies führte u. A. zu einer Personalreduzierung von 364 auf 347 Mitarbeiter (fast 20% im administrativen Bereich). Diese Restrukturierungsmaßnahmen erfordern Vorsorgepositionen, die in 2010 mit 4,6 Mio. Euro berücksichtigt wurden. Ergebnis sollen Einsparungen ab 2012 von bis zu 5 Mio. Euro sein. Nach außen hin wurden weniger profitable Vertriebspartnerschaften und Randaktivitäten beendet. Dies führt natürlich erst mal zu einem Einbruch im Umsatz, der jedoch durch höhere Margen kompensiert wird.

Mit der Entwicklung zum reinen Infrastruktursoftware-Anbieter ist nicht nur die Komplexität des Geschäftsmodells gesunken, auch das Risikoprofil der Gesellschaft stellt sich verbessert dar. Die Neuausrichtung des Unternehmens mit verstärktem Fokus auf Security & Compliance- bzw. GRC-Lösungen bietet solide Wachstumsmöglichkeiten bei besserer Prognosesicherheit. Durch die reduzierten Kosten kann die Gewinnschwelle deutlich gesenkt werden. Beta Systems hat langfristige Beziehungen mit großen und namhaften Kunden in 38 Ländern. Die Gesellschaft ist somit trotz großen Wettbewerbs gut am Markt etabliert, hohes Wachstum ohne Akquisitionen ist jedoch unwahrscheinlich.

Die Entscheidung des Beta System Konzern, den ECM Geschäftsbereich zu verkaufen, begrüßen wir. Es wären Investitionen im oberen einstelligen Millionenbereich angefallen, die nun nicht mehr getätigt werden müssen. Im Gegenteil, aus dem Verkauf ist Beta Systems Liquidität zugeflossen, die bereits zum Abtragen von Schulden verwendet werden konnte.

Im Zusammenhang mit dem Verkauf des ECM Geschäftsbereichs plant Beta Systems sein Geschäftsjahr auf September eines Jahres zu verlegen. Grund dafür ist die Saisonalität der Umsatzerlöse der fortführenden Geschäftsbereiche, die Kunden bestellen hier eher am Ende ihres Geschäftsjahres. Um seine Verhandlungsposition und folglich das Margenniveau zu verbessern, ist es durchaus sinnvoll das Geschäftsjahr von Betasystem nicht zur gleichen Zeit wie seine Kunden zu beenden. Des Weiteren beschloss der Konzern ab dem 13. Juni in das Börsensegment General Standard zu wechseln.

Beta Systems Konzern in 2010

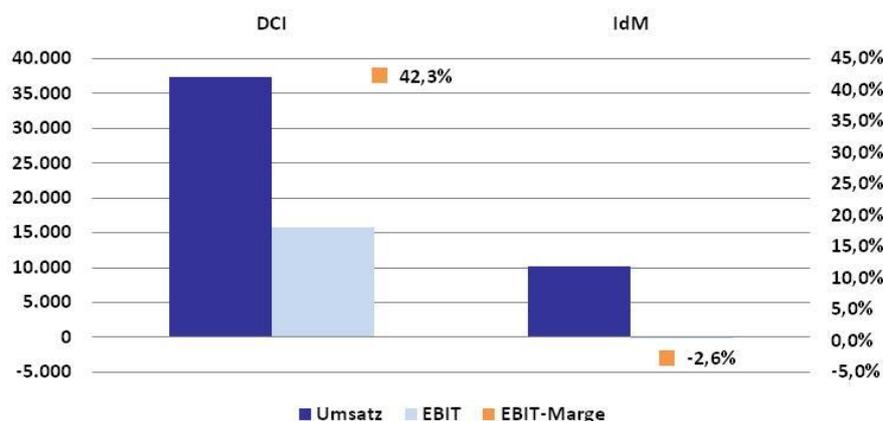
Der Umsatz fiel im Jahr 2010 deutlich niedriger aus als im Vorjahreszeitraum. Dies ist in erster Linie auf den Verkauf des ECM Geschäftsbereichs zurückzuführen. Bei den fortführenden Geschäftsbereichen wurden 47,6 Mio. Euro umgesetzt, knapp 9% weniger als im Vorjahr (2009: 52,3 Mio.). Sowohl der Bereich DCI (- 5%) als auch der Bereich IdM (- 20%) mussten Umsatzeinbrüche hinnehmen. Der Rückgang hier resultierte aus der Beendigung zahlreicher weniger profitabler Vertriebspartnerschaften, unter anderem mit der UC4 Software GmbH aus Österreich. Außerdem konnte die Zurückhaltung der ersten Jahreshälfte im Bezug auf Großprojekte nicht mehr aufgeholt werden.

Der Rückgang der Umsatzkosten reichte jedoch größtenteils aus, um den geringeren Umsatz wettzumachen. Bereinigt man das Betriebsergebnis (-3.5 Mio. Euro) um die Aufwendungen für Reorganisation/Restrukturierung erhält man ein positives EBIT von 1,0 Mio. Euro. Das entsprechende, bereinigte EBITDA liegt bei 3,9 Mio. Euro. Durch den Veräußerungsgewinn von 5,6 Mio. Euro konnten die Aufwendungen für die Restrukturierung (4,6 Mio.) finanziert werden und am Ende ein positives Ergebnis von 0,8 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Dies entspricht einem EPS von 6 Cent pro Aktie. Eine Dividende ist für 2010 nicht vorgesehen.

Segmente

Den Großteil des Umsatzes erwirtschaftet weiterhin das Segment Data Center Infrastructure (DCI) mit knapp 80 Prozent. Die EBIT-Marge lag im Jahr 2010 auf einem hohen Niveau von 36,7 Prozent. Der Umsatz des Geschäftsbereichs Identity Management (IdM) belief sich auf 10,1 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von -2,6% Prozent (in den ersten 9 Monaten noch -9%).

Umsatz und EBIT nach Segmenten

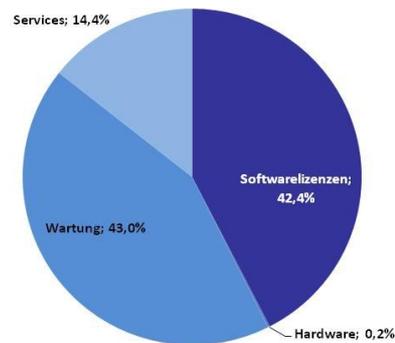


Quelle: Unternehmen

Bereiche

Mit jeweils etwa 40% kommt der größte Teil des Umsatzes aus Wartungserlösen und Softwarelizenzen. Der Servicebereich macht 14,4% aus. So gut wie keine Rolle mehr spielt der Bereich Hardware, der durch den Verkauf von ECM nahezu auf null fiel (0,3%).

Umsatzanteile nach Bereichen



Quelle: Unternehmen

Kosten

Beta Systems konnte wie angekündigt seine Kostenbasis weiter verbessern, um in Zukunft die Margen zu verbessern. Die Umsatzkosten fielen mit €7,9 Mio. aufgrund gesunkener Personal- und Royaltyaufwendungen um stolze 12 Prozent niedriger aus als im Vorjahr. Die Betriebsaufwendungen stiegen von 29,3 Mio. auf 33 Mio. Euro, hauptsächlich wegen einmaligen Aufwendungen in Restrukturierung/Reorganisation in Höhe von 4,6 Mio. Euro. Bereinigt man die Betriebsaufwendungen um diesen Wert, sinken diese um €0,5 Mio.

Die Personalkosten konnten deutlich verringert werden, der aus den fortführenden Geschäftsbereichen resultierende Personalaufwand fiel mit €26,4 Mio. 6,1% niedriger aus als im Vorjahr. Voll wirksam werden diese Einsparungen jedoch erst ab 2012. Ebenfalls sanken die Vertriebskosten um 5,4% bzw. 0,8 Mio. Euro auf 14,4 Mio. (2009:15,2 Mio). Die F&E Kosten blieben konstant bei 9,1 Mio. Euro.

Nur die Verwaltungskosten stiegen leicht an (von 5,9 auf 6,6 Mio. Euro), jedoch hauptsächlich auf Grund von steigender Beratungs- und Anwaltskosten im Zusammenhang mit der Veräußerung des ECM Geschäftsbereichs. Folglich kann man hier mit einem deutlichen Rückgang für 2011 rechnen.

Entscheidend zur Senkung trugen jedoch die Sonstigen Erträge bei, mit 1,5 Mio. Euro deutlich positiv ausfielen. Darin enthalten waren 0,7 Mio. Euro aus der Erbringung von Dienstleistungen für den veräußerten Geschäftsbereich ECM sowie 0,6 Mio. aus Währungsumrechnungen.

Die Kosten werden in den kommenden Jahren durch die Restrukturierungsmaßnahmen weiter sinken, 2011 rechnet der Konzern mit €2,5 Mio. Einsparungen, ab 2012 mit bis zu 5 Mio. Euro.

3 Ausblick

Auch wenn Beta Systems unsere Erwartungen für 2010 nicht erfüllen konnten, sehen wir positiv in die Zukunft des Konzerns. Die Restrukturierungsmaßnahmen und das erneuerte Geschäftsmodell werden den langfristigen Erfolg des Unternehmens sichern, auch wenn erstmal Umsatzeinbußen durch den Verkauf

des ECM Geschäftsbereich und die Aufgabe unprofitabler Vertriebskanäle hingenommen werden müssen. Der veräußerte Geschäftsbereich trug zwar einen hohen Anteil zum Umsatz bei (45 Prozent in Q1) konnte jedoch keinen entsprechenden Ergebnisbeitrag liefern.

Für 2011 erwarten wir leichte Einbußen im Umsatz, vor allem wegen sinkenden Einnahmen aus einmaligen Software-Lizenzen. Da die Kosteneinsparungen der Restrukturierungsmaßnahmen erst in 2012 voll greifen werden, sehen wir das Unternehmen für 2011 nur leicht im Plus. Durch die in diesem Zusammenhang entstehenden Einsparungen von bis zu 5 Mio. Euro wird sich die Marge jedoch schon ab 2012 deutlich verbessern können.

Größere Umsatzsteigerungen werden kurzfristig in diesem sehr wettbewerbsintensiven Bereich nur durch Akquisitionen zu erreichen sein. Auf der organischen Seite sehen wir jedoch ein sehr gutes Potential. Vor allem durch einen stärkeren Fokus auf Security und Compliance Lösungen entstehen nachhaltige, moderate Wachstumsmöglichkeiten. Betasystems bietet hier die Implementierung umfassender Lösungen zu Steuerung von Risiken und Gesetzesvorschriften. Rückenwind bekommt der Konzern von der wieder wachsenden ITK Branche. Laut dem Branchenverband BITKOM konnte der Umsatz in diesem Markt im Jahr 2010 um 1,4% zulegen, für Jahr 2011 wird sogar ein Wachstum von 2% prognostiziert.

Risikoprofil verbessert

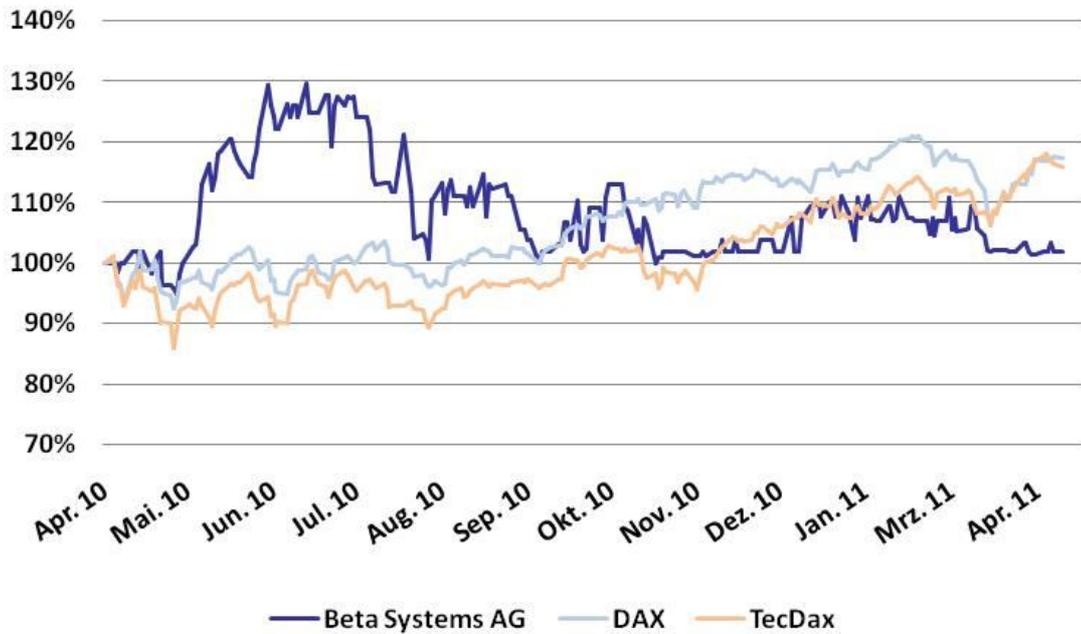
Die Desinvestition von ECM sorgt nicht nur für steigende Margen, sondern verbessert auch das Risikoprofil von Beta Systems. Zum einen hilft, dass der ECM Geschäftsbereich nicht mehr im Konzern integriert ist, da in nächster Zeit Investitionen im oberen einstelligen Millionenbereich angefallen wären. Zum anderen spült der Verkauf Liquidität in die Kasse von Beta Systems, die bereits zum Abbau von Schulden verwendet wurde. Im Zusammenhang mit dem Verkauf werden 2011 noch Zahlungen in Höhe von 9 Mio. Euro fällig, die für die Finanzierung der Restrukturierungsmaßnahmen und die vollständige Rückführung kurzfristiger Kredite genutzt werden. Des Weiteren tragen die sinkenden Kosten und eine daraus resultierende niedrige Gewinnschwelle zu dem verbesserten Risikoprofil des Konzerns bei.

Wir sind der Meinung, dass das neue Profil (Geschäftsmodell/Risiko) von Beta Systems noch nicht im Aktienkurs reflektiert wird. Der von uns ermittelte faire Wert liegt bei 4,40 Euro. Dies entspricht einem Upside-Potenzial von 55 Prozent gegenüber dem aktuellen Kurs.

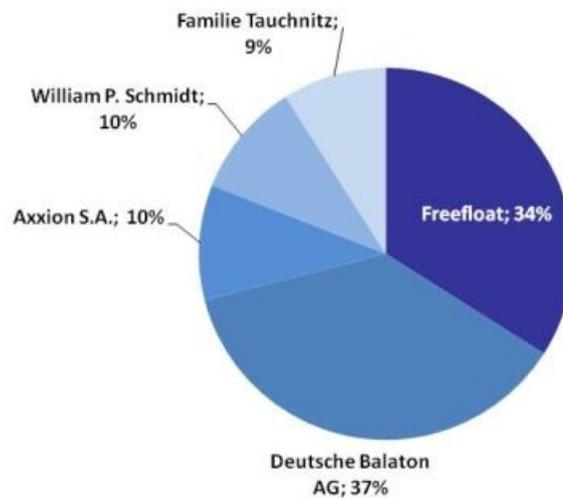
4 Aktie

In den ersten fünf Monaten des Jahres 2010 entwickelte sich die Aktie der Beta Systems AG ähnlich wie der Markt. Nach leichten Gewinnen zu Beginn des Jahres folgte eine schwächere Phase im März. Im Juni machte die Beta Systems Aktie einen Sprung bis zu einem Plus von etwa 25%. Seit Mitte Juli gab sie wieder leicht nach und pendelte um ein Niveau von +5%. Auch in 2011 konnte die Aktie kaum zulegen, trotz einer etwas stärkeren Phase am Anfang des Jahres steht die Aktie auf 24 Monatssicht bei nur +2%. Sowohl der Dax als auch der TecDax konnten in dieser Zeit um 15% zulegen.

Kursentwicklung Beta Systems Aktie 2010



Aktionärsstruktur



5 Finanzteil

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	29,179	25,429	20,222	19,352	19,933	20,531
• Hardware	6,215	3,094	89	0	0	0
• Wartung	40,533	40,569	20,489	19,465	20,048	20,650
• Service	14,512	12,014	6,842	6,849	7,054	7,266
Umsatzerlöse	90,439	81,106	47,642	45,666	47,036	48,447
Umsatzkosten	-40,769	-37,222	-17,688	-17,125	-17,874	-18,410
Bruttoergebnis vom Umsatz	49,670	43,884	29,776	28,541	29,162	30,037
• Vertriebskosten	-22,501	-21,597	-14,415	-13,700	-11,289	-11,385
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7,903	-7,681	-6,568	-5,937	-4,233	-3,876
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13,796	-14,017	-9,110	-9,133	-8,466	-8,720
• Andere Aufwendungen	-	-	-4,755	-	-	-
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	975	795	1,524	457	470	484
Operatives Ergebnis (EBIT)	6,445	1,384	-3,548	228	5,644	6,540
• Zinserträge	472	920	797	700	750	800
• Zinsaufwendungen	-966	-612	-674	-138	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	5,951	1,692	-3,425	790	6,394	7,340
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1,146	-451	64	-213	-1,918	-2,202
Jahresüberschuss (-fehlbetrag) vor Sondereffekten	4,805	1,241	-3,361	577	4,476	5,138
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-	-	4,175	-	-	-
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	4,805	1,241	814	577	4,476	5,138
Ergebnis je Aktie	0.36	0.09	0.06	0.04	0.34	0.39
Veränderung zum Vorjahr						
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	0.63%	-12.85%	-20.48%	-4.30%	3.00%	3.00%
• Hardware	89.48%	-50.22%	-97.12%	-100.00%	-	-
• Wartung	-3.05%	0.09%	-49.50%	-5.00%	3.00%	3.00%
• Service	-0.01%	-17.21%	-43.05%	0.10%	3.00%	3.00%
Umsatzerlöse	2.08%	-10.32%	-41.26%	-4.15%	3.00%	3.00%
Umsatzkosten	2.00%	-8.70%	-52.48%	-3.18%	4.37%	3.00%
Bruttoergebnis vom Umsatz	2.14%	-11.65%	-32.15%	-4.15%	2.18%	3.00%
• Vertriebskosten	-4.56%	-4.02%	-33.25%	-4.96%	-17.60%	0.85%
• Allgemeine Verwaltungskosten	4.25%	-2.81%	-14.49%	-9.61%	-28.69%	-8.44%
• Forschungs- und Entwicklungskosten	14.49%	1.60%	-35.01%	0.25%	-7.30%	3.00%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-344.97%	-18.46%	91.70%	-70.04%	3.00%	3.00%
Operatives Ergebnis (EBIT)	10.76%	-78.53%	-356.36%	-106.44%	2372.00%	15.88%
• Zinserträge	521.05%	94.92%	-13.37%	-12.17%	7.14%	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%	-123.08%	709.07%	14.79%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-55.82%	-60.65%	-114.19%	-433.42%	798.96%	14.79%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	108.01%	-74.17%	-370.83%	-117.17%	675.82%	14.79%
Ergebnis je Aktie	50.00%	-73.82%	-34.41%	-29.12%	675.82%	14.79%
Anteil am Umsatz						
Umsatzerlöse	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
Umsatzkosten	-45.08 %	-45.89 %	-37.13 %	-37.50 %	-38.00 %	-38.00 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54.92 %	54.11 %	62.50 %	62.50 %	62.00 %	62.00 %
• Vertriebskosten	-24.88 %	-26.63 %	-30.26 %	-30.00 %	-24.00 %	-23.50 %
• Allgemeine Verwaltungskosten	-8.74 %	-9.47 %	-13.79 %	-13.00 %	-9.00 %	-8.00 %
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-15.25 %	-17.28 %	-19.12 %	-20.00 %	-18.00 %	-18.00 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1.08 %	0.98 %	3.20 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	7.13 %	1.71 %	-7.45 %	0.50 %	12.00 %	13.50 %
• Zinserträge	0.52 %	1.13 %	1.67 %	1.53 %	1.59 %	1.65 %
• Zinsaufwendungen	-1.07 %	-0.75 %	-1.41 %	-0.30 %	0.00 %	0.00 %
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	6.58 %	2.09 %	-7.19 %	1.73 %	13.59 %	15.15 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.27 %	-0.56 %	0.13 %	-0.47 %	-4.08 %	-4.55 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	5.31 %	1.53 %	-7.05 %	1.26 %	9.52 %	10.61 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.2 Bilanzen

Bilanzen - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Aktiva						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Kassenbestand und Zahlungsmittel	1,822	1,888	1,223	5,714	8,091	12,960
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,317	37,911	39,425	31,123	30,812	30,504
Fertigungsaufträge (POC)	4,676	209	504	356	356	405
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	2,655	2,876
Laufende Ertragsteuern	115	334	477	395	402	425
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände	52,810	42,117	52,014	38,938	42,316	47,170
Sachanlagen	3,197	1,835	2,250	2,566	2,447	2,407
Firmenwert	2,029	3,371	3,372	3,365	3,169	3,002
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	2,490	2,582	1,731	1,706	1,741	1,747
Erworbene Softwareproduktrechte	2,408	2,574	2,323	2,105	2,492	2,867
Aktive latente Steuern	7,295	7,680	7,740	7,306	7,301	7,601
Sonstige langfristige Forderungen	751	795	909	924	876	903
Summe langfristige Vermögensgegenstände	18,170	18,837	18,325	17,972	18,026	18,527
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	56,910	60,342	65,697
Kurzfristige Finanzierung	7,120	13,187	9,725	725	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6,678	2,046	2,809	2,428	2,618	1,978
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	11,871	10,734	9,617
Finanzielle Schulden	1,675	1,735	1,684	934	500	500
Pensionsverpflichtungen	2,922	1,824	1,542	1,465	1,465	1,377
Passive latente Steuern	8,812	9,071	8,410	9,419	9,334	9,861
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	759	502	192	627	1,059	1,059
Summe langfristige Verbindlichkeiten	14,168	13,132	11,828	12,445	12,358	12,797
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	24,316	23,091	22,414
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	4,007	8,683	14,756
Andere 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	32,594	37,251	43,283
Bilanzsumme	70,980	76,990	70,339	56,910	60,342	65,697

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	4,805	2,004	-3,361	577	4,476	5,138
Abschreibungen	3,884	2,835	2,855	2,806	2,704	2,612
Rückstellungen	-	-	-	-4,558	-	-
(Gewinn) Verlust aus dem Abgang von Sachanlagen	51	-1	70	33	28	19
Finanzergebnis, netto	494	-282	-123	289	-552	-465
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Steueraufwand	1,424	-406	-1,547	-1,126	-1,011	-635
<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	-382	191	-640
Veränderungen sonstiger Aktiva und Passiva	-9,659	1,821	580	9,035	-1,305	-221
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (fortzuführende Geschäftsbereiche)	2,357	-393	-1,027	14,976	4,842	6,116
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (aufgegebener Geschäftsbereich)	0	-2,727	1,094	0	0	0
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2,357	-3,120	67	14,976	4,842	6,116
Erwerb von Sachanlagen und immat. Vermögenswerten	-658	-469	-745	-579	-905	-845
Erlös aus dem Abgang von Sachanlagen	397	0	0	0	0	0
Erhaltene Zinsen	32	55	23	37	26	19
Einzahlungen aus der Veräußerung Vermögenswerte	2,400	0	0	0	0	0
Erwerb von Finanzanlagen	-5,091	0	0	0	0	0
Erwerb von Tochtergesellschaften, abzgl. erw. Zahlungsmittel	0	-1,307	-1,000	0	0	0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit (fortzuführender Geschäftsbereiche)	-2,920	-1,721	-1,722	-542	-879	-826
Cashflow aus der Investitionstätigkeit (aufgegebener Geschäftsbereich)	0	-570	6388	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2,920	-2,291	4,666	-542	-879	-826
Veränderung kurzfristige Verbindlichkeiten	-1,112	6,067	-3,554	-9,000	-725	0
Einzahlungen aus der Aufnahme finanzieller Schulden	2,425	1,000	0	1,250	700	300
Tilgung finanzieller Schulden	-2,000	-940	-1,049	-750	-434	0
Veränderung finanzieller Schulden	425	60	-1,049	-750	-434	0
Gezahlte Zinsen	-173	-466	-528	-523	-366	-411
Erhaltene Zinsen	0	0	0	0	0	0
Dividendenausschüttung	0	0	0	0	0	0
Sonstige Auszahlungen/Einzahlungen - Kapitalerhöhung 07	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-860	5,661	-5,131	-10,273	-1,525	-411
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	69	-86	-90	55	-61	-10
Zunahme (Abnahme) der Zahlungsmittel	-1,423	250	-398	4,161	2,438	4,879
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	3,176	1,822	1,986	1,498	5,714	8,091
Zahlungsmittel am Ende der Periode	1,822	1,986	1,498	5,714	8,091	12,960

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6 Bewertung

6.1 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 01.04.2011 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 Cash Flow-Modell (Basis 4/2011)

(Mio. EUR)	2011e	2012e	Phase 1			
			2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	45.67	47.04	48.45	53.29	58.62	64.48
Veränderungsrate	-4%	3%	3%	10%	10%	10%
EBIT	0.23	5.64	6.54	7.13	7.77	8.04
Veränderungsrate	-106%	2372%	16%	9%	9%	3%
Marge	0.5%	12.0%	13.5%	13.4%	13.3%	12.5%
Beteiligungsergebnis	0.56	0.75	0.80	-0.21	-0.21	-0.13
EBT ex. Zinsergebnis	0.79	6.39	7.34	6.92	7.56	7.91
operativer Steueraufwand	-0.21	-1.92	-2.20	-2.18	-2.38	-2.49
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	27.0%	30.0%	30.0%	31.5%	31.5%	31.5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	2.81	2.70	2.61	3.20	3.52	3.87
Abschreibungsquote (% Umsatz)	6.1%	5.7%	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
Veränderung langf. Rückstellungen	-0.08	0.00	-0.09	-0.11	-0.12	-0.13
Anteil Umsatz	-0.2%	-	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	16.96	-0.80	-0.55	-2.25	-2.25	-4.45
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	37.1%	-1.7%	-1.1%	-4.2%	-3.8%	-6.9%
Investitionen	-0.54	-0.88	-0.83	-1.44	-1.58	-1.81
Investitionsquote (% Umsatz)	-1.2%	-1.9%	-1.7%	-2.7%	-2.7%	-2.8%
Sonstige Anpassungen		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Free Cash-Flow	19.72	5.50	6.28	4.14	4.75	2.90

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

Veränderungsrate	-1199%	-72%	14%	-34%	15%	-39%
Free-Cash-Flow-Marge	43.2%	11.7%	13.0%	7.8%	8.1%	4.5%

6.2 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

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate
 Angleichungsphase (ab 2017)
 Anfangswachstum des Umsatzes
 Margenerwicklung (p.a.)

3.0%
 5 Jahre
 1.0%
 +1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz
 Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite
 Beta des Unternehmens (Näherung)

3.8%
 5.0%
 0.68

Eigenkapitalkostensatz

7.2%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)
 Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen

7.0%
 30.0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

4.9%

Wert des Eigenkapitals

37

Wert des Fremdkapitals

11

Gearing

31.0%

WACC

6.66%

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.

6.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 3,31. Er ist damit um 18 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,80). 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				
$\beta = 0.68$		6.16%	6.41%	6.66%	6.91%	7.16%
Wachstum	2.0%	4.37	4.19	4.03	3.89	3.76
	2.5%	4.59	4.38	4.20	4.03	3.88
	3.0%	4.89	4.63	4.40	4.21	4.03
	3.5%	5.29	4.96	4.68	4.44	4.23
	4.0%	5.89	5.43	5.06	4.74	4.48

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0.68$		6.16%	6.41%	6.66%	6.91%	7.16%
Wachstum	2.0%	57.54	55.20	53.10	51.20	49.47
	2.5%	60.49	57.71	55.25	53.06	51.09
	3.0%	64.36	60.95	57.99	55.39	53.09
	3.5%	69.69	65.31	61.60	58.42	55.65
	4.0%	77.50	71.48	66.57	62.48	59.02

6.4 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 stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters.

Multiples - Peer Group						
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
ATOSS Software AG	6.1	5.8	6.6	6.1	14.3	13.4
CompuGroup Medical AG	7.5	7.0	10.6	8.7	19.2	14.0
Invision Software AG	13.9	10.8	14.8	8.3	35.0	19.6
Nemetschek AG	6.0	5.4	7.0	6.2	11.9	10.5
Software Aktiengesellschaft	10.1	9.5	11.0	10.2	16.7	15.1
update software AG	7.1	3.6	10.1	4.3	80.0	13.3
Peer Benchmark	8.5	7.0	10.0	7.3	18.0	13.7
Beta Systems Software AG	5.7	5.2	8.4	7.2	8.2	7.2
Discount (-)/Premium (+)	-33.0	-26.2	-16.1	-0.5	-54.1	-47.6
Bewertungsbandbreite:	1.4 EUR bis 4.34 EUR					

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

7 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

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

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



8 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.