

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 2,29

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

Kurs aktuell: 2.04
 Hoch Tief
 Kurs 52 W.: 3.15 1.94
 MarktKap. (Mio. EUR) 27.2
 Anzahl Aktien (in Mio.) 13.3

Aktionärsstruktur

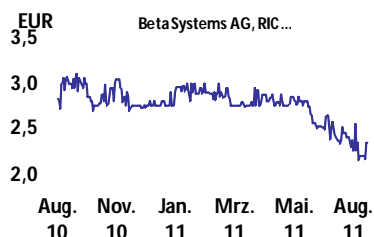
Streubesitz 32.00%
 Deutsche Balaton AG 37.00%
 William P. Schmidt 10.00%
 Axxion S.A. 9.00%
 Fam. Tauchnitz 9.00%
 DWS Investment GmbH 3.00%

Performance

4 Wochen -7.4%
 13 Wochen -21.5%
 26 Wochen -27.9%
 52 Wochen -27.9%
 lfd. Jahr -22.6%

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%



Beta Systems Software AG

Schwachtes erstes Halbjahr

- Die Halbjahresergebnisse der Beta Systems Software wurden negativ beeinflusst durch Projektverschiebungen und die begonnene Restrukturierung, die den Anteil von wiederkehrenden Software- und Wartungseinnahmen erhöhen und das Unternehmen insgesamt effizienter machen soll. Beim Gesamtumsatz verbuchte das Unternehmen einen Rückgang von EUR 20,7 Mio. im Vorjahr auf EUR 16,1 Mio.
- Da sich die Betriebskosten nicht in gleichem Maße wie der Umsatz verringerten, vergrößerte sich der operative Verlust von EUR 1,8 Mio. auf EUR 5,4 Mio. Beim Nettoergebnis, welches im H1/10 durch einen Beitrag des veräußerten Geschäftsbereichs Enterprise-Content-Management (ECM) in Höhe von EUR 3,6 Mio. positiv beeinflusst wurde, lag der Verlust bei EUR 3,5 Mio., nach einem Gewinn von EUR 2,2 Mio. im Vorjahr.
- Im Zuge der Restrukturierung veränderte die Beta Systems ihre Segmentaufteilung. So werden die Ergebnisse nun auf die Segmente Software, Wartung, Services und Andere Aktivitäten aufgeteilt. Im H1/11 trug der Geschäftsbereich Wartung mit 61% den höchsten Anteil zum Gesamtumsatz bei. Mit einem EBIT von EUR 5,1 Mio. war er zudem der weitaus profitabelste.
- Trotz der schwachen Ergebnisse im H1/11 verfügt die Beta Systems über eine exzellente Kapitalausstattung. Aufgrund eines stark gestiegenen operativen Cashflows von EUR 11,6 Mio. (H1/10: EUR 8,8 Mio.) stiegen die liquiden Mittel zum 30. Juni 2011 von EUR 1,8 Mio. auf EUR 8,2 Mio. Der Netto-Cash-Bestand lag bei EUR 4,4 Mio. und das Net gearing bei -16,5%.
- Bedingt durch die eingeleitete Restrukturierung sowie die Änderung des Geschäftsjahres, welches im laufenden Jahr erstmals am 30. September enden wird, veröffentlichte die Beta Systems eine neue Guidance. Das Unternehmen erwartet nun für das Rumpfgeschäftsjahr 2010/11 einen Umsatz von EUR 23-25 Mio. und ein EBIT von maximal EUR -6 Mio. Die Restrukturierung sollte frühestens ab dem Geschäftsjahr 2011/12 wieder ein moderates Umsatzwachstum und deutlich verbesserte Gewinnmargen ermöglichen.
- Aufgrund des schwachen Halbjahresergebnisses und des negativen Ausblicks haben wir unsere Schätzungen reduziert. Obwohl wir die Aktie unverändert zum Kauf empfehlen, sinkt unser Kursziel von EUR 4,43 auf EUR 2,29. Unserer Meinung nach wird die Beta Systems erst im H2/12 nachhaltig in die Gewinnzone zurückkehren.

Mio. EUR	2009	2010	9 Monate 2011E	2011/12E	2012/13E
Umsatzerlöse	81,11	47,64	23,44	39,79	41,68
EBITDA	4,22	-0,69	-3,02	4,02	4,63
EBIT	1,38	-3,55	-5,97	1,02	1,51
Nettoergebnis	1,24	0,81	-4,08	1,59	1,62
EPS	0,09	0,06	-0,31	0,12	0,12
BVPS	2,26	2,29	2,12	2,26	2,45
CFPS	-0,24	0,01	1,05	0,42	0,38
RoE	4,2%	2,7%	-14,6%	5,4%	5,0%
RoS	1,5%	1,7%	-17,4%	4,0%	3,9%
EBIT Marge	1,7%	-7,4%	-25,5%	2,6%	3,6%

Inhalt

1. Unternehmensprofil.....	3
2. Geschäftsentwicklung.....	3
2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung.....	3
2.2. Ausblick.....	6
3. Aktie.....	7
1 Finanzteil	8
1.1 Gewinn- und Verlustrechnung	8
1.2 Bilanzen	9
1.3 Kapitalflussrechnung	10
2 Bewertung.....	11
2.1 DCF-Modell.....	11
2.2 WACC	12
2.3 Fair Value – Sensitivitäten.....	12
2.4 Peer Group Analyse.....	13
3 Kontakt.....	14
4 DISCLAIMER.....	15

1. Unternehmensprofil

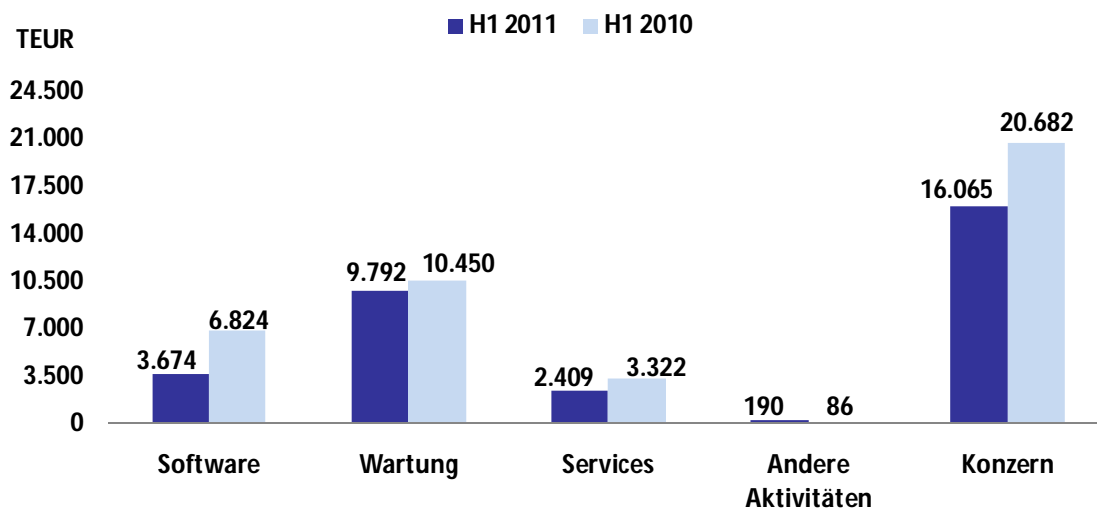
Nach dem Verkauf des Geschäftsbereichs Enterprise Content Management (ECM) richtet sich die Beta Systems Software AG als reiner Infrastruktursoftware-Anbieter neu aus. Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung wichtiger IT-Prozesse. Beta Systems verfügt mit 1300 Kunden 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. 300 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert.

2. Geschäftsentwicklung

2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung

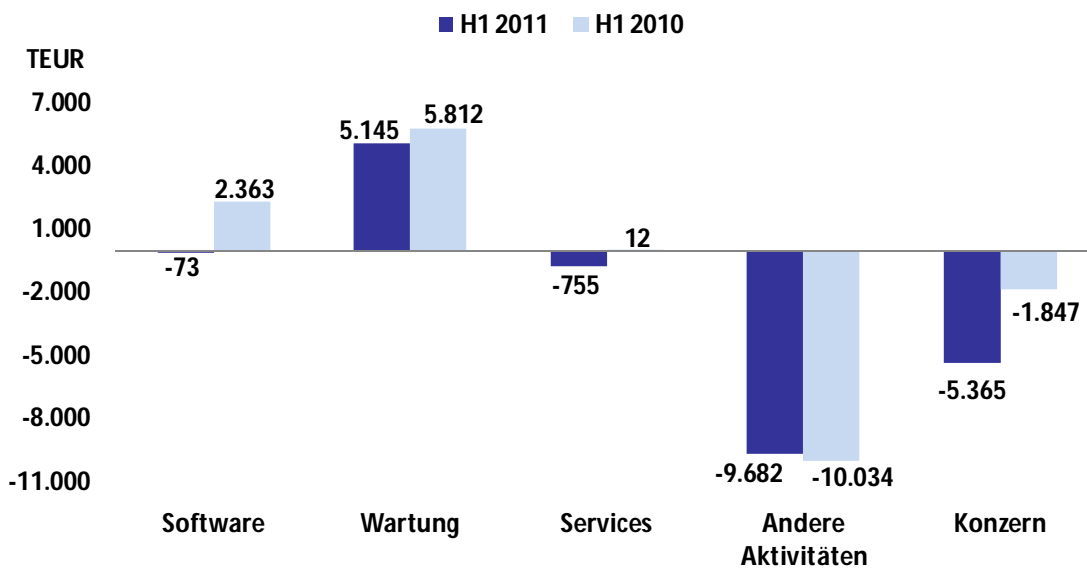
Im ersten Halbjahr 2011 erwirtschaftete die Beta Systems einen Umsatz von EUR 16,1 Mio. Euro und damit 22,3% weniger als im Vorjahr. Die negative Entwicklung beim Umsatz ging vor allem zurück auf die Verschiebung von Kundenaufträgen in die zweite Jahreshälfte sowie die Restrukturierung und Neuausrichtung, welche das Unternehmen derzeit durchläuft. Das Segment Wartung, welches wiederkehrenden Umsätze aus langfristigen Wartungsvereinbarungen generiert, hatte mit 61% (EUR 9,8 Mio.) den höchsten Anteil am Gesamtumsatz. Gleichzeitig war es mit einem EBIT von EUR 5,1 Mio. das mit Abstand profitabelste. Im Segment Andere Aktivitäten, welches die Umsätze aus Hardwareverkäufen sowie vor allem segmentübergreifende Marketing- und Verwaltungskosten enthält, wurde der geringste Umsatz (EUR 190 Tsd.) und zudem das schlechteste Ergebnis (EUR -9,7 Mio.) von allen Segmenten verbucht.

Umsatz nach Segmenten



Quelle: Beta Systems Software, Dr. Kalliwoda Research GmbH

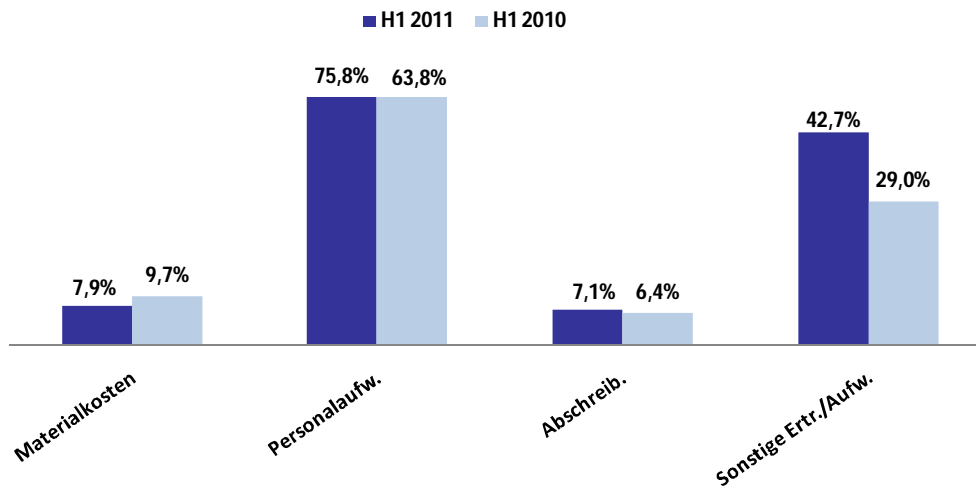
EBIT nach Segmenten



Quelle: Beta Systems Software, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Trotz einer Verbesserung der Bruttomarge von 90,3% auf 92,1% infolge des Rückgangs des Royalty-Aufwands für Fremdprodukte und entsprechender Wartungsleistungen sowie eines geringeren Anteils von durch Dritten durchgeführten Projekten verschlechterte sich das EBIT von EUR -1,8 Mio. auf EUR -5,4 Mio. Die Gründe dafür waren vor allem ein höherer Anteil von Personalkosten (75,8% vs. 63,8% im H1/10) und sonstigen betrieblichen Erträgen/Aufwendungen vom Umsatz (42,7% vs. 29,0%) im Vergleich zum Vorjahr. Zudem reduzierten sich infolge des Wegfalls der positiven Erträge aus der Erbringung von Shared Services und positiven Währungsumrechnungseffekten die sonstigen betrieblichen Erträge von EUR 1,3 Mio. auf EUR 87 Tsd. Obwohl im Unterschied zum H1/10 ein positives Zinsergebnis von EUR 355 Tsd. verzeichnet wurde und das Unternehmen eine Steuerrückzahlung in Höhe von EUR 1,5 Mio. (H1/10: EUR 614 Tsd.) erhielt, verringerte sich das Nettoergebnis deutlich von EUR 2,2 Mio. auf EUR -3,5 Mio. Der Grund dafür war ein positiver Beitrag des verkauften Geschäftsbereichs ECM im H1/10 in Höhe von EUR 3,6 Mio.

Entwicklung der Kosten (in % des Umsatzes)



Quelle: Beta Systems Software, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Der operative Cashflow der Beta Systems entwickelte sich im H1/11 deutlich besser als im Vorjahr. Aufgrund eines deutlich verbesserten Vertrags- und Forderungsmanagements verbesserte er sich von EUR 8,8 Mio. auf EUR 11,6 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit, der im Vorjahr infolge des Verkaufs des Geschäftsbereichs ECM EUR 2,9 Mio. betrug, lag im H1/11 bei EUR 4,7 Mio. Der Grund dafür waren noch ausstehende Mittelzuflüsse aus dem ECM-Verkauf.

Aufgrund der Tilgung von kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten und Darlehen wurde ein Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von EUR 9,1 Mio., nach EUR 9,9 Mio. im H1/10 verbucht. Insgesamt nahmen die liquiden Mittel damit im H1/11 um EUR 7 Mio. auf EUR 8,2 Mio. zu und lagen inklusive der zugesagten Kreditlinien bei knapp EUR 20 Mio. Mit einem Netto-Cash-Bestand in Höhe von EUR 4,4 Mio. und einem Net gearing von -16,5% wies die Beta Systems zum 30. Juni 2011 eine sehr gute Bilanzstruktur auf.

Im ersten Halbjahr 2011 konnte die Beta Systems mehrere neue Aufträge vermelden. Unter anderem bekam das Unternehmen für ihre APX/PCC-Scheduling-Lösung, die die effektive und plattformunabhängige Durchführung von Unternehmensprozessen ermöglicht, den ersten Auftrag aus der Schweiz. Weitere Bestellungen gingen beispielsweise von einer osteuropäischen Nationalbank (für Beta 96 Compliance Auditor) und von der OTIS Deutschland ein (Output-Management-System Do X ite).

2.2. Ausblick

Im ersten Halbjahr 2011 litt die Geschäftsentwicklung der Beta Systems stark unter Projektverschiebungen und den Maßnahmen zur Effizienz- und Rentabilitätsverbesserung, die sich negativ auf den Umsatz auswirkten. Die Restrukturierung und Neupositionierung des Unternehmens, welche im H1/11 eingeleitet wurde, beinhaltet Verbesserungen im Vertriebsbereich, Kosteneinsparungen sowie eine stärkere Konzentration auf höhermarginige, wiederkehrende Einnahmen.

Im Zuge der stärkeren Konzentration auf höhermarginige Umsätze aus Software und Wartung werden weniger profitable Verträge bspw. mit Vertriebspartnern nicht verlängert, was sich bereits im H1/11 negativ auf die Umsatzentwicklung der Beta Systems auswirkte. Zudem verzichtet das Unternehmen zukünftig auf hohe Lizenzrabatte, Wartungsreduzierungen sowie Zugeständnisse bei den Konditionen von Serviceprojekten.

Um den Vertrieb effizienter zu machen, plant die Beta Systems die Beendigung von weniger profitablen Vertriebspartnerschaften sowie die Einführung von neuen Vertriebswerkzeugen, Methoden und Anreizsystemen. Die Maßnahmen in diesem Bereich sollen auch den Ausbau des Direkt- und Partnervertriebes sowie eine verstärkte Schulung von Mitarbeitern beinhalten.

Die Beta Systems will in Zukunft ihre Produkte und Dienstleistungen mit einer einheitlichen Technologie-, Vertriebs- und Vermarktungsstrategie führen. Zusammen mit den Kostensenkungsmaßnahmen insbesondere im Bereich der Personalkosten soll dies zu langfristig hohen Cashflows aus dem operativen Geschäft führen.

Weitere Änderungen, die im H1/11 vorgenommen wurden, waren die Einführung einer neuen Segmentaufteilung sowie der während der Hauptversammlung am 7. Juni 2011 beschlossene Wechsel des Geschäftsjahres, welches zukünftig am 1. Oktober (bisher: am 1. Januar) beginnen wird. Die Segmente der Beta Systems werden sich zukünftig an Funktionen orientieren und aus den folgenden Bereichen bestehen: Software (Verkauf & Vermietung von Softwarelizenzen und Upgrades), Wartung (wiederkehrende Umsätze aus Wartungsvereinbarungen), Services (Projektleitung und -unterstützung, Schulung, kundenindividuelle Anpassungen, komplette Vorort- und Remote-Unterstützung) sowie Andere Aktivitäten (z.B. Umsätze aus Hardwareverkäufen).

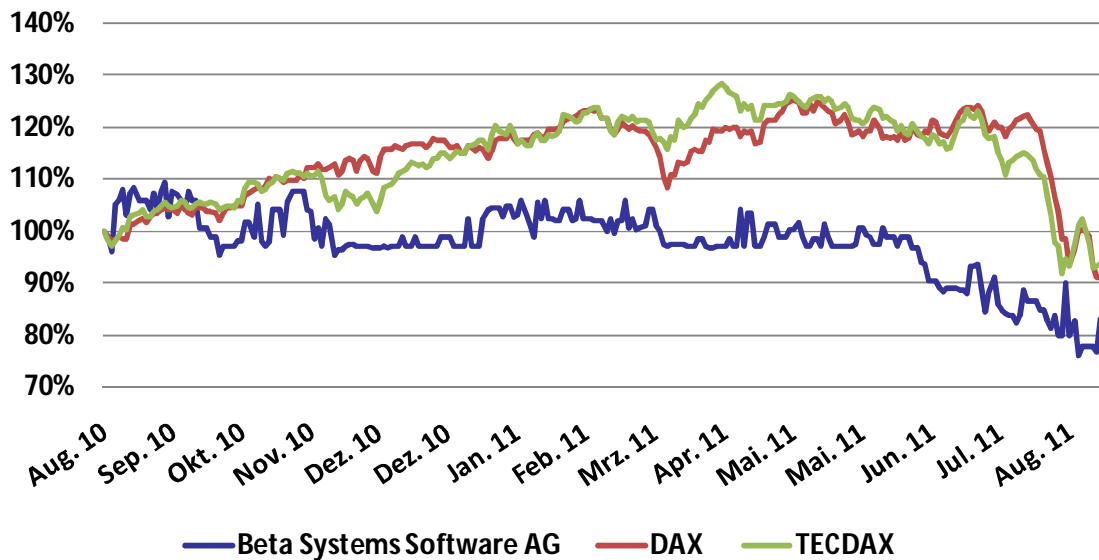
Da aufgrund der Änderung des Geschäftsjahres das GJ 2011 ein Rumpfgeschäftsjahr sein wird, sah sich die Beta Systems gezwungen, eine neue Guidance abzugeben. Bis zum 30. September 2011 erwartet das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von EUR 23-25 Mio. sowie einen operativen Verlust von max. EUR 6 Mio. Nach Ansicht des Managements sollte das eingeleitete Restrukturierungsprogramm im GJ 2011/12 zu moderatem Umsatzwachstum und einer Verbesserung des EBIT führen.

Wir haben unserer Schätzungen entsprechend angepasst und erwarten nun für das Rumpfgeschäftsjahr 2011 einen Umsatz von EUR 23,4 Mio. (zuvor: EUR 45,7 Mio. für das gesamte Geschäftsjahr und nicht nur für 9 Monate) sowie ein Nettoergebnis von EUR -4,1 Mio. (zuvor: EUR 0,6 Mio.). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2011/2012 (01.10.2011 bis 30.09.2012) sollte die Beta Systems unserer Meinung nach fähig sein, einen Umsatz von EUR 39,8 Mio. (zuvor: EUR 47 Mio.) und ein Nettoergebnis in Höhe von EUR 1,6 Mio. (zuvor: EUR 4,5 Mio.) zu generieren.

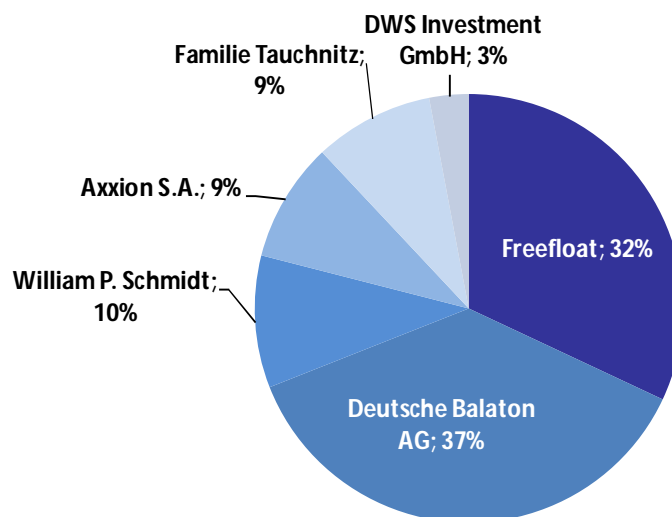
3. Aktie

Seit unserem letzten Update am 25. Mai 2011 entwickelte sich die Aktie der Beta Systems Software AG schlechter als der DAX und der TecDAX. Der Aktienkurs fiel von EUR 2,75 Euro auf aktuell EUR 2,04. Die Gründe dafür waren aus unserer Sicht die allgemeine Börsenschwäche sowie die Erwartung schwacher H1-Zahlen.

Aktienkursverlauf 2011/10



Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

1 Finanzteil

1.1 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	8,938	9,295
• Hardware	6,215	3,094	89	240	343	357
• Wartung	40,533	40,569	20,489	14,360	24,699	25,934
• Service	14,512	12,014	6,842	3,520	5,808	6,098
Umsatzerlöse	90,439	81,106	47,642	23,440	39,788	41,685
Umsatzkosten	-40,769	-37,222	-17,688	-1,741	-16,711	-17,508
Bruttoergebnis vom Umsatz	49,670	43,884	29,776	21,699	23,077	24,177
• Vertriebskosten	-22,501	-21,597	-14,415	-8,320	-10,186	-11,171
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7,903	-7,681	-6,568	-4,650	-4,814	-4,377
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13,796	-14,017	-9,110	-6,150	-7,560	-7,920
• 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	1,017	1,509
• 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	1,767	2,309
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1,146	-451	64	1,627	-177	-693
Jahresüberschuss (-fehlbetrag) vor Sondereffekten	4,805	1,241	-3,361	-4,082	1,591	1,616
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-	-	4,175	-	-	-
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	4,805	1,241	814	-4,082	1,591	1,616
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%	68.00%	4.00%
• Hardware	89.48%	-50.22%	-97.12%	169.66%	43.00%	4.00%
• Wartung	-3.05%	0.09%	-49.50%	-29.91%	72.00%	5.00%
• Service	-0.01%	-17.21%	-43.05%	-48.55%	65.00%	5.00%
Umsatzerlöse	2.08%	-10.32%	-41.26%	-50.80%	69.74%	4.77%
Umsatzkosten	2.00%	-8.70%	-52.48%	-90.16%	859.85%	4.77%
Bruttoergebnis vom Umsatz	2.14%	-11.65%	-32.15%	-27.13%	6.35%	4.77%
• Vertriebskosten	-4.56%	-4.02%	-33.25%	-42.28%	22.42%	9.68%
• Allgemeine Verwaltungskosten	4.25%	-2.81%	-14.49%	-29.20%	3.53%	-9.09%
• Forschungs- und Entwicklungskosten	14.49%	1.60%	-35.01%	-32.49%	22.92%	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%	-117.04%	48.31%
• 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%	-130.96%	30.63%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-55.82%	-60.65%	-114.19%	2442.29%	-110.86%	291.90%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	108.01%	-74.17%	-370.83%	21.45%	-138.96%	1.60%
Ergebnis je Aktie	50.00%	-73.82%	-34.41%	-601.47%	-138.96%	1.60%
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 %	1.26 %	1.92 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	7.13 %	1.71 %	-7.45 %	-25.47 %	2.56 %	3.62 %
• Zinserträge	0.52 %	1.13 %	1.67 %	1.71 %	1.88 %	1.92 %
• 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 %	4.44 %	5.54 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.27 %	-0.56 %	0.13 %	6.94 %	-0.44 %	-1.66 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	5.31 %	1.53 %	-7.05 %	-17.41 %	4.00 %	3.88 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

1.2 Bilanzen

Bilanzen - Beta Systems						
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	1,752	3,526
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	34,867	36,743
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	8,525	8,016
Sonstige langfristige Forderungen	751	795	909	924	876	903
Summe langfristige Vermögensgegenstände	18,170	18,837	18,325	19,688	19,173	18,752
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	54,039	55,494
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	9,195	8,686
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	759	502	192	627	1,059	1,325
Summe langfristige Verbindlichkeiten	14,168	13,132	11,828	13,257	12,964	12,165
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	24,333	23,278
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	1,139	3,690
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	29,706	32,216
Summe Passiva	70,980	76,990	70,339	54,155	54,039	55,494

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

1.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11E	2011/12E	2012/13E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	4,805	2,004	-3,361	-4,082	1,591	1,616
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	-177	-693
<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	5,566	5,040
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	5,566	5,040
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	-2,020	-84
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	69	-86	-90	55	-61	-10
Zunahme (Abnahme) der Zahlungsmittel	-1,423	66	-665	20	509	1,774
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	3,176	1,822	1,888	1,223	1,243	1,752
Zahlungsmittel am Ende der Periode	1,822	1,888	1,223	1,243	1,752	3,526

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

2 Bewertung

2.1 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 01.09.2011 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 2 Prozent p.a. kalkulieren.

Discounted Cash Flow-Modell (Basis 9/2011)

Phase 1

(Mio. EUR)	2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz-Wachstum						
Umsatz	23.44	39.79	41.68	43.69	45.74	47.89
Veränderungsrate	-5%	70%	5%	5%	5%	5%
EBIT	-5.97	1.02	1.51	1.61	1.73	1.85
Marge	-25.5%	2.6%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%
Beteiligungsergebnis	0.26	0.75	0.80	-0.10	-0.10	-0.10
EBT ex. Zinsergebnis	-5.71	1.77	2.31	1.51	1.63	1.75
operativer Steueraufwand	1.63	-0.18	-0.69	-0.48	-0.51	-0.55
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	3.28	3.43	3.59
Abschreibungsquote (%Umsatz)	12.6%	7.6%	7.5%	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%	-0.3%	-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%	-0.7%	-0.6%
Investitionen	-3.01	-3.04	-3.18	-3.63	-3.80	-3.97
Investitionsquote (%Umsatz)	-12.9%	-7.6%	-7.6%	-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	2.04	1.63	0.30	0.36	0.42

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

2.2 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	3.0%
Angleichungsphase (ab 2017)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1.0%
Margenerwicklung (p.a.)	+1 BP
Eigenkapitalkosten	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	3.8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	6.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0.68
Eigenkapitalkostensatz	7.9%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7.0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30.0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4.9%
Wert des Eigenkapitals	29
Wert des Fremdkapitals	4
Gearing	13.4%
WACC	7.53%

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 (0,68) orientiert sich am Referenzindex DAX.

2.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 2,29. Er ist damit um 11,9 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,04). 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)	β = 0.68	Diskontierungszinssatz				
		7.03%	7.28%	7.53%	7.78%	8.03%
Wachstum	2.0%	2.29	2.25	2.21	2.18	2.14
	2.5%	2.33	2.29	2.25	2.21	2.17
	3.0%	2.39	2.34	2.29	2.24	2.20
	3.5%	2.47	2.40	2.34	2.29	2.24
	4.0%	2.56	2.48	2.41	2.35	2.29

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)	β = 0.68	Diskontierungszinssatz				
		7.03%	7.28%	7.53%	7.78%	8.03%
Wachstum	2.0%	30.13	29.59	29.10	28.65	28.24
	2.5%	30.74	30.12	29.57	29.06	28.60
	3.0%	31.50	30.77	30.13	29.55	29.03
	3.5%	32.47	31.60	30.84	30.16	29.56
	4.0%	33.76	32.67	31.74	30.93	30.22

2.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der euromicron AG haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die in der Netzwerktechnologie-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		EBIT-Marge	KBV
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2011E	2010
ATOSS Software AG	5.79	5.36	6.12	5.71	14.04	12.96	0.23	0.00
CompuGroup Medical AG	7.99	6.18	14.40	9.09	20.48	11.70	0.11	2.30
IBS AG	6.93	6.04	8.42	7.37	14.00	10.50	0.12	0.00
InVision Software AG	13.76	13.76	16.19	-	23.33	23.33	0.10	1.10
Nemetschek AG	5.90	5.37	7.65	5.86	9.67	8.70	0.19	2.70
Software AG	7.67	6.91	8.85	7.80	11.67	10.37	0.25	3.10
Update Software AG	17.46	5.09	122.20	7.19	-	11.55	0.00	0.00
Median	7.67	6.04	8.85	7.28	14.02	11.55	0.12	1.10
Mittelwert	9.36	6.96	26.26	7.17	15.53	12.73	0.14	1.31
Discount (-)/Premium (+) - MW	-185.49	-13.62	-115.41	231.31	-142.37	32.66		-32.36
Discount (-)/Premium (+)	-204.31	-0.55	-145.74	226.50	-146.94	46.23		-19.18
Bewertungsbandbreite:	1,70 EUR bis 6,54 EUR							

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

3 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

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
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: rab@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; German School London,	<u>Legal Advisor</u>

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



4 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.