

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 2,33

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

Kurs aktuell: 1,49
Hoch: 2,74
Tief: 1,49
Kurs 52 W.: 2,74
Marktkap. (Mio. EUR): 19,8
Anzahl Aktien (in Mio.): 13,3

Aktionärsstruktur

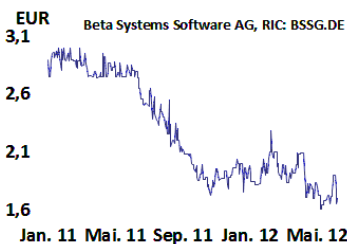
Streubesitz: 35,00%
Deutsche Balaton AG: 37,00%
Axxion S.A.: 9,00%
Schmidt: 10,00%
Tauchnitz: 9,00%

Performance

4 Wochen: -11,3%
13 Wochen: -20,3%
26 Wochen: -25,5%
52 Wochen: -43,8%
lfd. Jahr: -23,6%

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

Stabile Halbj.-ergebnisse untermauern Turn-around; Barkapitalerhöhung im Verhältnis 2:1

- Im ersten Geschäftshalbjahr 2011/12 hat Beta Systems den Turnaround gefestigt. Der Wartungsumsatz konnte erneut gesteigert werden und der Umsatzrückgang bei den Softwareerlösen wurde im zweiten Quartal 2011/12 weitgehend gestoppt. Allerdings ist Beta Systems von befriedigenden Ergebnismargen noch weit entfernt.
- Durch den Verkauf des ECM-Geschäfts und auch durch den positiven Cashflow haben sich die liquiden Mittel um € 6,8 Mio auf € 1,37 Mio erhöht. Wir sehen daher eine weiterhin stabile Grundlage für den weiteren Geschäftsverlauf des Jahres.
- Kapitalerhöhung: Bezugsfrist des nicht öffentlichen Angebots an die bestehenden Aktionäre startete am 8. Juni 2012. Durch Ausgabe von bis zu 6.644.457 neuen Aktien würden dem Unternehmen € 8,6 Mio zufließen. Das Bezugsangebot steht unter dem Vorbehalt der Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister bis zum 31. August 2012.
- Die Erlöse aus der Kapitalerhöhung werden vermutlich für die Durchführung der dualen GRC-Strategie (Governance, Risk & Compliance-Strategie) eingesetzt. Hier beabsichtigt Beta Systems die eigene Weiterentwicklung und Vermarktung von IT-Lösungen auf Basis der vorhandenen Produkte für Benutzer-, Daten- und Dokumentenmanagement. Diese Entwicklung inklusive eventuell bevorstehender Unternehmensaufkäufe beobachten wir und eruieren dann sich verändernde Ertragspotentiale.
- Wir haben unsere Umsatz- und Gewinnschätzungen beibehalten. Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cashflow Modells errechnen wir einen fairen Wert von € 2,33 je Aktie. In unserer Peergroup-Analyse leiten wir einen zusammengefassten fairen Wert "by Enterprise Value and Equity Value" von EUR 2,57 je Aktie ab. Wir empfehlen den bestehenden Investoren, an der Barkapitalerhöhung teilzunehmen. Für besonders risikofreudige Investoren empfehlen wir den Mehrbezug (Erwerb weiterer neuer Aktien). Durch den niedrigen Aktienkurs empfehlen wir nach einer vollendeten Kapitalerhöhung auch für Nichtaktionäre den Kauf der Aktie.

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	-4,71	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	-0,54	0,12	0,12
BVPS	2,26	2,29	1,74	1,85	2,06
CFPS	-0,24	0,01	0,70	0,69	0,66
RoE	4,2%	2,7%	-30,9%	6,6%	6,0%
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	Barkapitalerhöhung	3
3	Geschäftsentwicklung	4
3.1	Allgemeine Geschäftsentwicklung in Q2 2011/12	4
3.2	Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Segmente in Q1 2011/12	5
3.3	Duale GRC-Strategie und IT-GRC-Lösungen für Identity Governance	6
3.4	Vorstand und Aufsichtsrat prüfen Einstieg in den Markt für Enterprise-GRC	7
3.5	Ausblick	7
4	Aktie	7
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	Empfehlung	12
6.5	Peer Group Analyse	13
7	Kontakt	14

1 Unternehmensprofil

Nach dem Verkauf des Geschäftsbereichs Enterprise Content Management (ECM) richtete sich die Beta Systems Software AG (General Standard: BSS, ISIN DE0005224406) als reiner Infrastruktursoftware-Anbieter neu aus. Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung und Absicherung wichtiger IT-Prozesse.

Kern des Software-Portfolios sind Lösungen für Data Center Automation & Audit, Identity & Access Governance und Document Processing & Audit. Die Produkte und Lösungen von Beta Systems sorgen dabei für ein sicheres, effizientes und nachvollziehbares Informationsmanagement in Rechenzentren sowie für höchste Effizienz bei der Verarbeitung von Dokumenten. Die Hauptmarken der Beta Systems Software AG sind Beta 91 Agility, Beta 92 Agility, Beta 93 Agility, Beta UX, LDMS und DoXite. Zum Geschäftsfeld Berechtigungs- oder Identity Management (Identity & Access Governance (IAG)) gehören die Lösungen der SAM-Produktfamilie.

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 NOR (Den norske Bank), Credit Suisse, Allianz Shared Infrastructure Services und DZ Service. Beta Systems beschäftigt 267 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert.

2 Barkapitalerhöhung

Die Hauptversammlung der Beta Systems Software AG hatte am 6. März 2012 eine ordentliche Kapitalerhöhung beschlossen. Folgende Tabelle zeigt das Volumen der geplanten Kapitalerhöhung an:

Barkapitalerhöhung Beta Systems Software AG					
		vor Kapitalerh.	Erhöhung bis zu	(in %)	nach Kapitalerh.
Grundkapital	Euro	17.275.588	8.637.794	50,00%	25.913.382
Stückaktien	Stück	13.288.914	6.644.457	50,00%	19.933.371
Aktienwert je Grundkapital (€)		1,3	1,3		1,3

Quelle: Beta Systems Software AG, 2012

Durch die Ausgabe von bis zu 6.644.457 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien jeweils mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von € 1,30 je Stückaktie, gegen Bareinlage würden € 8,637 Mio. der Beta Systems Software zufließen.

Während der Bezugsfrist vom 8. Juni 2012 bis zum 21. Juni 2012 werden die neuen Aktien den Aktionären im Zuge eines nicht öffentl. Angebotes im Verhältnis 2 : 1 zum Preis von € 1,30 je neuer Aktie zum Bezug angeboten. Wenn die Bezugsrechte nicht komplett ausgeübt werden, besteht die Möglichkeit auf einen Mehrbezug. Ein Handel der Bezugsrechte ist nicht vorgesehen.¹

¹ Die neuen Aktien werden zum Zeitpunkt der Verbuchung nicht börsennotiert sein. Bei einer prospektfreien Zulassung wird mit einer Zulassung der neuen Aktien alsbald nach der Einbuchung der neuen Aktien gerechnet. Falls für die Zulassung die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts erforderlich sein sollte, können die Aktionäre mit der Zulassung der neuen Aktien erst im Jahr 2013 rechnen.

Allerdings haben vier Aktionäre gegen den Beschluss der Hauptversammlung geklagt, woraufhin Beta Systems bei Gericht ein Freigabeverfahren angestrengt hat. Beta Systems teilte mit, daß mit einer rechtskräftigen Entscheidung im Freigabeverfahren Ende Juli 2012 gerechnet werden kann.

3 Geschäftsentwicklung

Im ersten Geschäftshalbjahr 2011/12 hat Beta Systems den Turnaround gefestigt. Der Wartungsumsatz konnte erneut gesteigert werden und der Umsatzrückgang bei den Softwareerlösen wurde im zweiten Quartal 2011/12 weitgehend gestoppt. Allerdings ist auf Sicht des letzten halben Jahres noch ein Rückgang im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zu verzeichnen. Siehe hierzu folgende Tabelle.

Ertragskennzahlen Beta Systems Software AG			
Angaben in T €, wenn nicht anders angegeben	Okt. 2011 - Mrz. 2012	Okt. 2011 - Mrz. 2012	Abweichung
Umsatzerlöse	20.924	24.703	-3.779
Betriebsergebnis (EBIT)	1.013	-4.309	5.322
EBITDA	2.075	-2.836	4.911
Ergebnis vor Ertragssteuern	1.168	-3.737	4.905
Ergebnis der Geschäftsperiode	975	-3.045	4.020
Ergebnis je Stammaktie (in €) *)	0,07	-0,23	0,3
Bilanzkennzahlen	31.03.2012	30.09.2011	Abweichung
Zahlungsmittel	11.373	4.561	6.812
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20.172	22.421	-2.249
Kurzfristige Finanzierung	944	1.066	-122
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.509	2.603	-1.094
Eigenkapital	23.772	22.869	903
Bilanzsumme	43.682	42.672	1.010
Eigenkapitalquote	54,4%	53,6%	0,8%
Anzahl der Mitarbeiter	267	284	-17
*) verwässert und unverwässert, inkl. aufgegebenem Geschäftsbereich			
Quelle: Beta Systems Software AG, 2012			

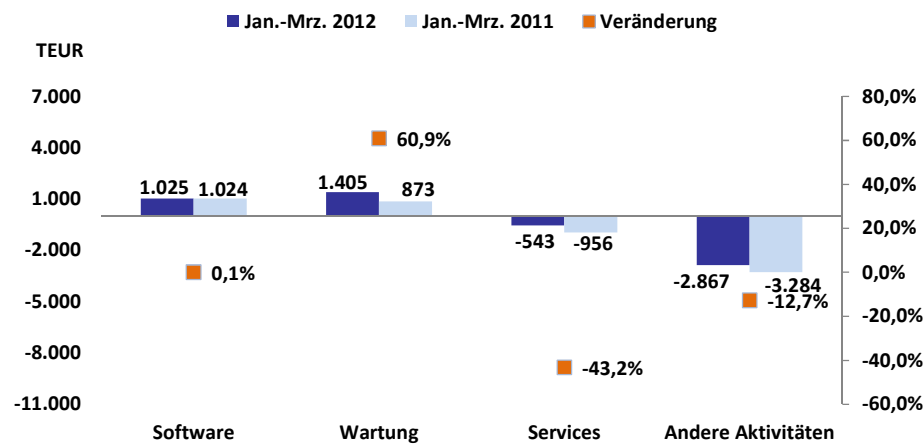
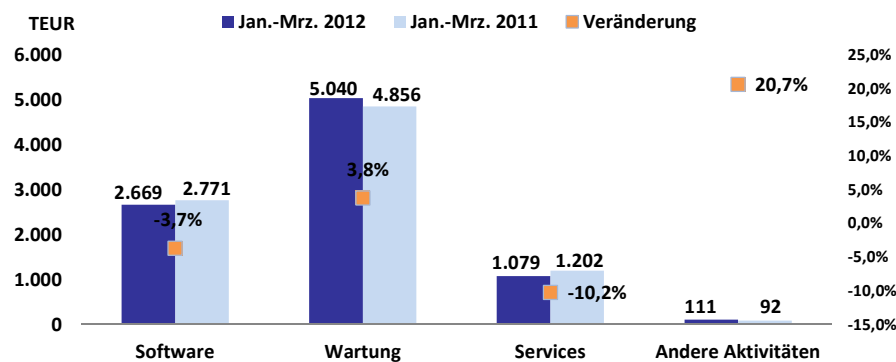
Positiv ist, daß die Einsparmaßnahmen (gesunkene Betriebsaufwendungen) gut sichtbar sind. Das Betriebsergebnis konnte sich im ersten Halbjahr 2011/12 deutlich auf € 1,013 Mio. gegenüber dem Vorjahreszeitraum verbessern (€ - 4,3 Mio). Durch den Verkauf des ECM-Geschäfts und auch durch den positiven Cashflow haben sich die liquiden Mittel um € 6,8 Mio. auf € 11,37 Mio. erhöht. Das Unternehmen sieht eine weiterhin stabile Grundlage für den weiteren Geschäftsverlauf des Jahres. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen unsere Schätzungen von € 41 Mio. Umsatz und ein EBIT von € 1 Mio. in 2011/2012 erreichen wird. Wir belassen auch unsere Schätzungen für 2012/13 (Umsatz € 43 Mio. und EBIT von 1,5 Mio.).

Das Neugeschäft wurde u.a. durch eine Ausbildungsinitiative verbessert. Zudem konnte die Vertriebs-Effizienz durch den Umbau des weltweiten Direkt- und Partnervertriebes verbessert werden. Wir sind der Meinung, dass die Verbesserung des Vertriebes in Verbindung mit Produktinnovationen die

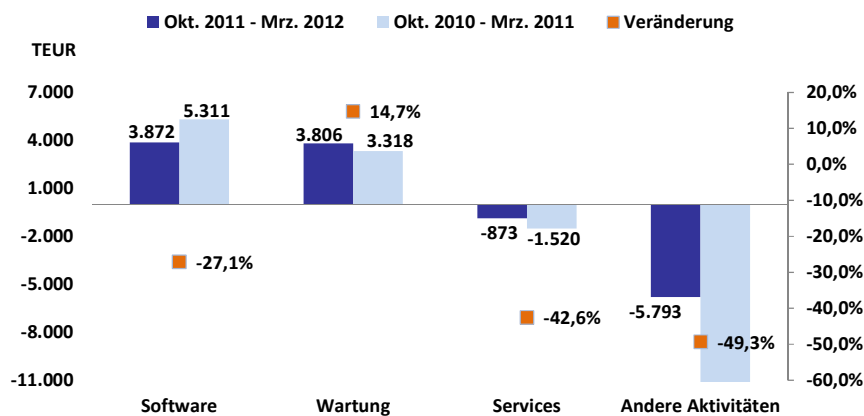
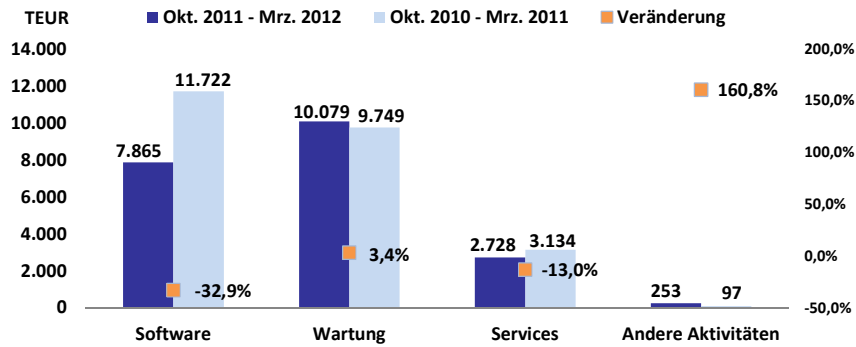
wirtschaftliche Situation von Beta Systems weiter verbessern wird. Gerade die Einführung neuer Vertriebswerkzeuge und Anreizsysteme sowie die Neubesetzung von Managementpositionen sollte Beta Systems helfen, die Gewinnmargen in der Zukunft steigern zu können. Allerdings rechnen wir auch mit einer sich abkühlenden Wirtschaft in Europa, die auch zu einem Preiswettbewerb führen kann.

3.2 Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Segmente in Q1 2011/12

Folgende Graphiken zeigt die sich verbessernden Ergebnisse Q1 2011/2012 im Bereich Wartung (Umsatz +3,8% und EBIT +60,9%). Die Ergebnisse des Segments Software sind in etwa gleich geblieben.



Die Ergebnisse auf Halbjahressicht 2011/2012 werden in folgenden Tabellen dargestellt.



Die Grafiken zeigen die sich verbessernden Segmente Wartung und Services. Obwohl der Bereich Software zurückging, hat er mit € 3,9 Mio. den höchsten Ergebnisbeitrag (Wartung: € 3,8 Mio.).

3.3 Duale GRC-Strategie und IT-GRC-Lösungen für Identity Governance

Beta Systems' heutige IT-Governance-, Risk- & Compliance-Lösungen helfen den Unternehmen, Geschäftsprozesse in ihren IT-Prozessen effizient und sicher abzubilden. Darüber hinaus unterstützen sie die IT-Bereiche der betreuten Unternehmen dabei, den wachsenden internen Regularien und externen gesetzlichen Anforderungen zu entsprechen und hierüber Nachweise erbringen zu können. Die eigene Weiterentwicklung und Vermarktung von IT-Lösungen auf Basis der vorhandenen Produkte für Benutzer-, Daten- und Dokumentenmanagement bildet das Fundament der strategischen Neupositionierung von Beta Systems.

Kundenunternehmen sehen sich insbesondere mit Herausforderungen bei der Vermeidung von Identitätsmissbrauch sowie Insiderbedrohungen konfrontiert. Zudem fallen täglich riesige Datenmengen in Zusammenhang mit hochdynamischen Benutzerprofilen, -rechten, und -aktionen an. Identity Access Governance (IAG) bedeutet die stärkere Einbeziehung der Fachabteilungen in den Prozess des IT-Benutzer- und Benutzerrechte-Managements. Zuvor war dieses zentral von den IT- und Personalabteilungen der Kundenunternehmen verwaltet worden. Diese Verlagerung erfordert mehr Transparenz in Form einer risiko- und entscheidungsorientierten Darstellung der Information, wer auf die unternehmenskritischen Systeme zugreift.

3.4 Vorstand und Aufsichtsrat prüfen Einstieg in den Markt für Enterprise-GRC

Beta Systems versucht zudem in den Markt für Enterprise-GRC einzusteigen. Im Mittelpunkt steht hierbei der Enterprise-GRC-Markt in Bezug auf Geschäftsführebenen, Geschäftsprozessen und Geschäftsvorfällen. Der Enterprise-GRC-Markt ist mit dem IT-GRC-Markt verknüpft. Beta Systems schätzt das Wachstumspotential dieses Segmentes hoch ein und eruiert Handlungspläne und mögliche Zukäufe von Unternehmen. Auch Partnerschaften mit Wirtschaftsprüfern/Wirtschaftskanzleien oder Joint Ventures mit Beratungsunternehmen sind möglich. Beta Systems gründete hierfür zwei Tochtergesellschaften für Beratung bzw. Technologie. Wir gehen davon aus, dass auch ein Großteil der geplanten Kapitalerhöhung für den Ausbau dieses Geschäfts vorgesehen ist.

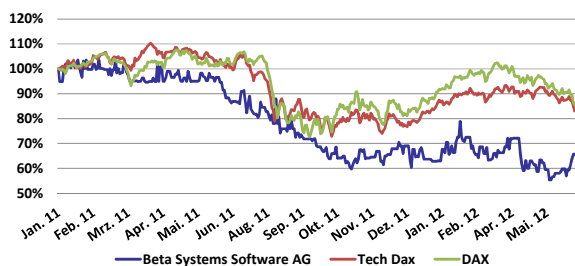
3.5 Ausblick

Das Unternehmen strebt die Durchführung seiner dualen GRC-Strategie an, in der auch eine Geschäftsausweitung im Markt für Enterprise-GRC möglich ist. Diese Entwicklung inklusive eventuell bevorstehender Unternehmensaufkäufe beobachten wir und eruiieren dann sich verändernde Ertragspotentiale. Die Prognose für das Geschäftsjahr 2011/2012 (Umsatz zwischen € 41 Mio. und € 43 Mio. und EBIT zwischen € 1 Mio. bis € 2 Mio.) wird vom Unternehmen bestätigt. Unsere Umsatz- und EBIT-Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2011/2012 belassen wir auf € 41,07 Mio. bzw. € 1,03 Mio. Siehe hierzu auch unsere letzte Quartals-Analyse vom 5.3.2012.

4 Aktie

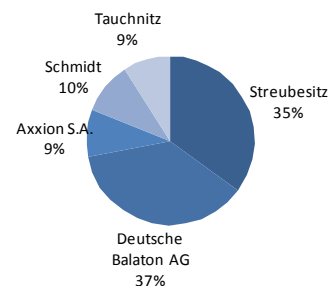
Seit unserem letzten Update am 5.3.2012 entwickelte sich die Aktie der Beta Systems Software AG schlechter als der DAX und der TecDAX. Der Aktienkurs ging zurück, zeitweise gab es eine Seitwärtsentwicklung um EUR 1,70. Auch der Dax ist im letzten Quartal gesunken, so auch der TecDAX.

Aktienkursverlauf 2011/12



Quelle: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda Research

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

5 Finanzteil

Gewinn- und Verlustrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11	2011/12E	2012/13E
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	29.179	25.429	20.222	6.184	9.257	9.627
• Hardware	6.215	3.094	89	240	343	357
• Wartung	40.533	40.569	20.489	15.260	25.561	26.839
• Service	14.512	12.014	6.842	3.520	5.914	6.209
Umsatzerlöse	90.439	81.106	47.642	25.204	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	23.463	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	-10.727	500	800
Operatives Ergebnis (EBIT)	6.445	1.384	-3.548	-6.384	1.034	1.532
• Zinserträge	472	920	797	713	750	800
• Zinsaufwendungen	-966	-612	-674	-216	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	5.951	1.692	-3.425	-5.887	1.784	2.332
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.146	-451	64	-1.182	-178	-699
Jahresüberschuss (-fehlbetrag) vor Sondereffekten	4.805	1.241	-3.361	-7.069	1.606	1.632
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-	-	4.175	-	-	-
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	4.805	1.241	814	-7.069	1.606	1.632
Ergebnis je Aktie	0,36	0,09	0,06	-0,54	0,12	0,12
Veränderung zum Vorjahr						
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	0,63%	-12,85%	-20,48%	-69,42%	49,69%	4,00%
• Hardware	89,48%	-50,22%	-97,12%	169,66%	43,00%	4,00%
• Wartung	-3,05%	0,09%	-49,50%	-25,52%	67,50%	5,00%
• Service	-0,01%	-17,21%	-43,05%	-48,55%	68,00%	5,00%
Umsatzerlöse	2,08%	-10,32%	-41,26%	-47,10%	62,97%	4,77%
Umsatzkosten	2,00%	-8,70%	-52,48%	-90,16%	890,88%	4,77%
Bruttoergebnis vom Umsatz	2,14%	-11,65%	-32,15%	-21,20%	1,53%	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%	-803,87%	-104,66%	60,00%
Operatives Ergebnis (EBIT)	10,76%	-78,53%	-356,36%	79,93%	-116,20%	48,12%
• Zinserträge	521,05%	94,92%	-13,37%	-10,54%	5,19%	6,67%
• Zinsaufwendungen	-2,52%	-36,65%	10,13%	-67,95%	-100,00%	-
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	21,35%	-71,57%	-302,42%	71,88%	-130,30%	30,69%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-55,82%	-60,65%	-114,19%	-1946,88%	-84,91%	292,08%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	108,01%	-74,17%	-370,83%	110,32%	-122,71%	1,65%
Ergebnis je Aktie	50,00%	-73,82%	-34,41%	-968,43%	-122,71%	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 %	-6,91 %	-42,00 %	-42,00 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54,92 %	54,11 %	62,50 %	93,09 %	58,00 %	58,00 %
• Vertriebskosten	-24,88 %	-26,63 %	-30,26 %	-33,01 %	-25,60 %	-26,80 %
• Allgemeine Verwaltungskosten	-8,74 %	-9,47 %	-13,79 %	-18,45 %	-12,10 %	-10,50 %
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-15,25 %	-17,28 %	-19,12 %	-24,40 %	-19,00 %	-19,00 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,08 %	0,98 %	3,20 %	-42,56 %	1,22 %	1,86 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	7,13 %	1,71 %	-7,45 %	-25,33 %	2,52 %	3,56 %
• Zinserträge	0,52 %	1,13 %	1,67 %	2,83 %	1,83 %	1,86 %
• Zinsaufwendungen	-1,07 %	-0,75 %	-1,41 %	-0,86 %	0,00 %	0,00 %
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	6,58 %	2,09 %	-7,19 %	-23,36 %	4,34 %	5,42 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1,27 %	-0,56 %	0,13 %	-4,69 %	-0,43 %	-1,63 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	5,31 %	1,53 %	-7,05 %	-28,05 %	3,91 %	3,79 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Bilanzen - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11	2011/12E	2012/13E
Aktiva						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Kassenbestand und Zahlungsmittel	1.822	1.888	1.223	4.560	6.411	8.141
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38.317	37.911	39.425	22.421	22.197	21.975
Fertigungsaufträge (POC)	4.676	209	504	82	376	321
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	6.296	1.525	1.876
Laufende Ertragsteuern	115	334	477	270	360	369
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände	52.810	42.117	52.014	33.629	30.869	32.681
Sachanlagen	3.197	1.835	2.250	1.804	2.307	2.327
Firmenwert	2.029	3.371	3.372	3.372	3.372	3.372
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	2.490	2.582	1.731	1.258	1.741	1.747
Erworbene Softwareproduktrechte	2.408	2.574	2.323	1.744	2.352	2.387
Aktive latente Steuern	7.295	7.680	7.740	0	-506	-1.020
Sonstige langfristige Forderungen	751	795	909	865	856	877
Summe langfristige Vermögensgegenstände	18.170	18.837	18.325	9.043	10.123	9.690
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	42.672	40.992	42.371
Passiva						
Kurzfristige Finanzierung	7.120	13.187	9.725	1.066	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.678	2.046	2.809	2.603	3.254	3.474
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	6.876	6.159	4.978	5.305	5.142	5.223
laufende Ertragssteuerschulden	-	-	969	845	-	-
Rückstellungen	-	-	4.558	1.266	-	-
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.551	7.413	5.256	5.000	2.842	2.218
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	28.225	28.805	28.295	16.085	11.238	10.915
Finanzielle Schulden	1.675	1.735	1.684	884	950	500
Pensionsverpflichtungen	2.922	1.824	1.542	1.207	1.760	1.654
Passive latente Steuern	8.812	9.071	8.410	1.589	1.083	569
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	759	502	192	38	1.059	1.325
Summe langfristige Verbindlichkeiten	14.168	13.132	11.828	3.718	4.852	4.049
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	19.803	16.090	14.964
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	-5.389	-3.583	-1.016
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1.166	1.080	740	692	920	858
Eigene Anteile	-419	-419	-419	-419	-419	-419
Summe Eigenkapital	28.587	29.742	30.216	22.869	24.902	27.408
Summe Passiva	70.980	76.990	70.339	42.672	40.992	42.371

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

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

6 Bewertung

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 01.06.2012 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 6/2012)					
(Mio. EUR)	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz	41,07	43,03	45,10	47,22	49,44
Veränderungsrate	63%	5%	5%	5%	5%
EBIT	1,03	1,53	1,64	1,75	1,88
Marge	2,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%
Beteiligungsergebnis	0,75	0,80	-0,10	-0,10	-0,10
EBT ex. Zinsergebnis	1,78	2,33	1,54	1,65	1,78
operativer Steueraufwand	-0,18	-0,70	-0,48	-0,52	-0,56
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	10,0%	30,0%	31,5%	31,5%	31,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3,00	3,12	3,38	3,54	3,71
Abschreibungsquote (%Umsatz)	7,3%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,00	-0,07	-0,09	-0,09	-0,10
Anteil Umsatz	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	3,90	3,84	-0,30	-0,30	-0,30
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	9,5%	8,9%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Investitionen	-2,12	-5,66	-3,74	-3,92	-4,10
Investitionsquote (%Umsatz)	-5,1%	-13,2%	-8,3%	-8,3%	-8,3%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	6,40	2,85	0,30	0,36	0,42

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

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)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	2,6%
Risikoprämie Markt / Aktienmarkttrendite	5,5%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,80

Eigenkapitalkostensatz

7,0%

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	75,0%
WACC	6,07%

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.

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 2,33. Er ist damit um 53 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 1,52). 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				
$\beta = 0,8$		5,34%	5,59%	5,84%	6,09%	6,34%
Wachstum	2,0%	3,08	1,89	1,81	2,83	2,77
	2,5%	3,21	2,00	1,91	2,91	2,84
	3,0%	3,41	2,16	2,33	3,02	2,93
	3,5%	3,71	2,39	2,22	3,17	3,05
	4,0%	4,24	2,77	2,50	3,38	3,22

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,8$		5,34%	5,59%	5,84%	6,09%	6,34%
Wachstum	2,0%	40,91	25,12	24,08	37,70	36,87
	2,5%	42,74	26,63	25,34	38,77	37,78
	3,0%	45,36	28,73	31,04	40,18	38,95
	3,5%	49,39	31,82	29,48	42,13	40,54
	4,0%	56,42	36,86	33,23	45,01	42,81

Wir empfehlen den bestehenden Investoren, an der Barkapitalerhöhung teilzunehmen. Für besonders risikofreudige Investoren empfehlen wir den Mehrbezug (Erwerb weiterer neuer Aktien). Wegen eines zu erwartenden niedrigen Aktienkurses nach einer vollendeten Kapitalerhöhung empfehlen wir auch für Nichtaktionäre den Kauf der Aktie.

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										
Aloss Software AG	2,1	1,9	9,5	8,5	9,0	8,4	14,2	13,4	n.a.	n.a.
CompuGroup Medical AG	2,4	2,2	14,6	10,8	16,3	14,1	17,1	13,9	2,8	2,4
IBS Excellence Collaboration Manufactur	2,0	1,9	14,8	15,2	19,0	17,7	19,4	n.a.	n.a.	n.a.
Invision Software AG	2,5	2,1	n.a.	32,1	n.a.	69,8	n.a.	102,7	n.a.	n.a.
Nemetschek AG	1,8	1,7	8,1	7,7	8,8	7,7	10,9	9,9	2,5	2,3
Software AG	2,5	2,4	8,4	8,9	10,1	9,3	11,5	10,5	2,0	1,7
update software AG	0,7	0,6	35,3	41,2	n.a.	13,7	130,0	14,4	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	9,5	9,8	13,2	13,9	16,7	13,9	2,2	2,0
Mean	1,8	1,7	14,1	16,4	15,9	20,3	31,4	25,9	2,0	1,8
Peer Benchmark	2,0	1,9	9,5	9,8	13,2	13,9	16,7	13,9	2,2	2,0
Discount (-)/Premium (+)	-61%	-60%	-14%	-28%	142%	55%	0%	20%	-61%	-59%
Valuation										
Peer Benchmark	2,0	1,9	9,5	9,8	13,2	13,9	16,7	13,9	2,2	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	83,8	82,1	38,5	45,6	13,6	21,3				
+ 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	77,3	75,6	32,0	39,1	7,1	14,8				
Number of Shares	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3				
Implied fair value per share	5,8	5,7	2,4	2,9	0,5	1,1	2,0	1,7	5,1	4,9
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%
Results	3,09						3,41			
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Fair Value Implied by Both Peer Multiples:						3,22 EUR				
Premium (Discount) to Peer Benchmark: -20 %										
Fair Value per Share 2,57 EUR										

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2012

Der Implied Fair Value von beiden Peer Multiples liegt bei EUR 3,22 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 2,57 je Aktie.

7 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 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: 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



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

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) 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.