

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 2,57

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

Kurs aktuell:	1,69
	Hoch Tief
Kurs 52 W.:	2,12 1,44
Marktkap. (Mio. EUR)	33,67
Anzahl Aktien (in Mio.)	19,93

Aktionärsstruktur (Stand 22.08.2012)

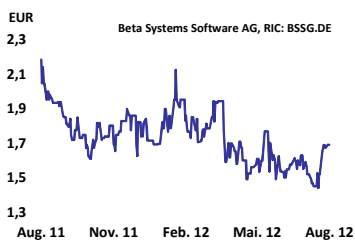
Streubesitz	35,00%
Deutsche Balaton AG	37,00%
Axxion S.A.	9,00%
Schmidt	10,00%
Tauchnitz	9,00%

Performance

4 Wochen	11,1%
13 Wochen	10,1%
26 Wochen	-0,9%
52 Wochen	-12,6%
lfd. Jahr	-6,8%

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%



*) 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

Gute Ergebnisse im 3. Quartal bestätigen erfolgreichen Turnaround

- Das dritte Quartal 2011/2012 hat durch ein Umsatzwachstum y-o-y in allen Geschäftssegmenten den erfolgreichen Turnaround weiter bestätigt. Bis auf den Bereich Wartung konnte in allen Bereichen ebenfalls ein Wachstum des EBITs festgestellt werden. Im Bereich Software hat sich das EBIT im Vorjahresvergleich von € -0,8 Mio. auf € 2,7 Mio. erhöht. Auch auf Neunmonatssicht konnte das operative Ergebnis in allen Bereichen verbessert werden. Es bleibt abzuwarten, ob auch das vierte Quartal die guten Margen bestätigt.
- Durch den positiven operativen Cashflow sowie weitere Mittelzuflüsse aus dem Verkauf des ECM-Geschäfts haben sich die liquiden Mittel um € 4,9 Mio. auf € 9,47 Mio. erhöht. Zwar hat der operative Cashflow auf Neunmonatssicht leicht abgenommen, dennoch besteht eine stabile Grundlage für das Schlussquartal.
- Die Kapitalerhöhung wurde am 23.08.2012 mit dem Eintrag ins Handelsregister komplett durchgeführt. Die Aktien wurden gezeichnet und dem Unternehmen sind bis zum 15. August durch Ausgabe der 6.644.457 neuen Aktien € 8,6 Mio. zugeflossen. Seit dem 28. August sind die Aktien frei handelbar.
- Im Juli 2012 wurde der Verkauf der Anteile an der Tochter DETEC Software GmbH bekannt gegeben, welcher mit wirtschaftlicher Wirkung zum 31. Juli künftig ebenfalls die Lage von Beta Systems verbessert.
- Mit dieser positiven Geschäftsentwicklung als Ausgangspunkt haben wir unsere Umsatz- und Gewinnsschätzungen auf € 41,9 Mio. (Umsatz) und € 1,49 Mio. (EBIT) angehoben. Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cashflow Modells errechnen wir einen fairen Wert von € 2,57 je Aktie. In unserer Peergroup-Analyse leiten wir einen zusammengefassten fairen Wert "by Enterprise Value and Equity Value" von € 2,50 je Aktie ab. Wir belassen die Aktie daher mit der Empfehlung „Kaufen“.

Key Facts

Mio. EUR	2009	2010	2010/11	2011/12E	2012/13E
Umsatzerlöse	81,11	47,64	25,20	41,86	43,78
EBITDA	4,22	-0,69	-4,71	3,47	5,10
EBIT	1,38	-3,55	-6,38	1,46	1,98
Nettoergebnis	1,24	0,81	-7,30	1,99	1,95
EPS	0,09	0,06	-0,54	0,15	0,10
BVPS	2,26	2,29	1,74	2,54	1,83
CFPS	-0,24	0,01	0,70	0,48	0,56
RoE	4,2%	2,7%	-30,9%	6,0%	5,3%
RoS	1,5%	1,7%	-29,0%	4,8%	4,4%
EBIT Marge	1,7%	-7,4%	-25,3%	3,5%	4,5%

Inhalt

1	Unternehmensprofil	3
2	Barkapitalerhöhung	3
3	Geschäftsentwicklung	4
3.1	Allgemeine Geschäftsentwicklung in Q3 2011/12.....	4
3.2	Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Segmente in Q1 2011/12.....	5
3.3	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	Peer Group Analyse.....	12
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 und LDMS. 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 262 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert.

2 Barkapitalerhöhung

Am 16. August teilte das Unternehmen mit, dass die Kapitalerhöhung bis auf den Eintrag ins Handelsregister komplett durchgeführt wurde. Dieser Eintrag erfolgte am 23.08.2012, wodurch Beta Systems die Barkapitalerhöhung abschloss.

Die Aktien wurden innerhalb der Bezugsfrist gezeichnet und dem Unternehmen sind bis zum 15. August durch Ausgabe der 6.644.457 neuen Aktien € 86 Mio. zugeflossen. Das Angebot an die bestehenden Aktionäre startete am 8. Juni 2012 und endete am 21. Juni.

Seit dem 28.08.2012 sind die neu-emittierten Aktien frei handelbar.

Nachfolgende Tabelle zeigt die Auswirkungen der Barkapitalerhöhung auf das Stammkapital und die Aktienanzahl, welche sich auf 19,9 Mio. Stück erhöht.

Barkapitalerhöhung Beta Systems Software AG				
	vor Kapitalerhöhung	Erhöhung bis zu	(in %)	nach Kapitalerhöhung
Grundkapital (€)	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, Dr. Kalliwoda Research GmbH

3 Geschäftsentwicklung

3.1 Allgemeine Geschäftsentwicklung in Q3 2011/12

Im dritten Quartal konnte Beta Systems auf Neunmonatssicht y-o-y eine Umsatzsteigerung auf € 32,6 Mio. erreichen. Alle Geschäftsbereiche verzeichnen innerhalb des dritten Quartals im Vorjahresvergleich ein Umsatzwachstum. Dadurch hat Beta Systems den Erfolg des Strategie Turnarounds weiter gefestigt. Die signifikante Steigerung des operativen Ergebnisses auf € 2,3 Mio. (Okt. 2010 – Jun. 2011: € -7,3 Mio.) untermauert die positive Geschäftsentwicklung.

Siehe hierzu folgende Tabelle.

Ertragskennzahlen			
Angaben in T € wenn nicht anders angegeben	Okt. 2011 - Jun. 2012	Okt. 2010 - Jun. 2011	Abweichung
Umsatzerlöse	32.645	31.848	797
Betriebsergebnis (EBIT)	2.256	-7.330	9.586
EBITDA	3.844	-5.301	9.145
Ergebnis vor Ertragssteuern	2.451	-6.560	9.011
Ergebnis der Geschäftsperiode	1.621	-5.550	7.171
Ergebnis je Stammaktie (in €) ¹⁾	0,12	-0,38	0,50

Bilanzkennzahlen			
	30.06.2012	30.09.2011	Abweichung
Zahlungsmittel	9.475	4.561	4.914
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24.831	22.421	2.410
kurzfristige Finanzierung	754	1.066	-312
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.575	2.603	-1.028
Eigenkapital	24.384	22.869	1.515
Bilanzsumme	47.605	42.672	4.933
Eigenkapitalquote	51,2%	53,6%	-2,4%
Anzahl der Mitarbeiter	262	284	-22

¹⁾ verwässert und unverwässert, inkl. aufgegebenem Geschäftsbereich

Quelle: Beta Systems Software AG, 2012

Die gesamten Betriebsaufwendungen konnten auf Neunmonatssicht (Okt. 11 – Jun. 12) durch konstant niedrigen Materialaufwand, gesunkenen Personalaufwand, relativ konstante Abschreibungen und reduzierte sonstige betriebliche Aufwendungen um € -8,8 Mio. auf € 30,4 Mio. deutlich verringert werden. Davon sind € 3,4 Mio. auf nachhaltige Kosteneinsparungen zurückzuführen.

In Korrelation mit dieser Abnahme der Betriebsaufwendungen konnte ein Betriebsergebnis von € 2,3 Mio. erzielt werden. Die EBIT – Marge liegt bei 6,91 % und die EBITDA – Marge bei 11,8 % mit einem EBITDA – Wachstum von € -5,3 Mio. auf € 3,8 Mio.

Zum 30. Juni stiegen die liquiden Mittel um € 4,9 Mio. von € 4,6 Mio. auf € 9,5 Mio. Dies lag zum einen am positiven operativen Cashflow sowie an weiteren Mittelzuflüssen aus der Veräußerung des ECM Segments.

Diese gute Geschäftsentwicklung wertet das Unternehmen als solide Grundlage für den Geschäftsverlauf im vierten Quartal und einen erfolgreichen ersten Jahresabschluss seit dem Turnaround.

Auf dieser Basis erhöhen wir unsere Schätzungen für 2011/2012 auf € 41,9 Mio. Umsatz und ein EBIT von ca. € 1,49 Mio., da im vierten Quartal von einem Umsatz über € 8,4 Mio. auszugehen ist.

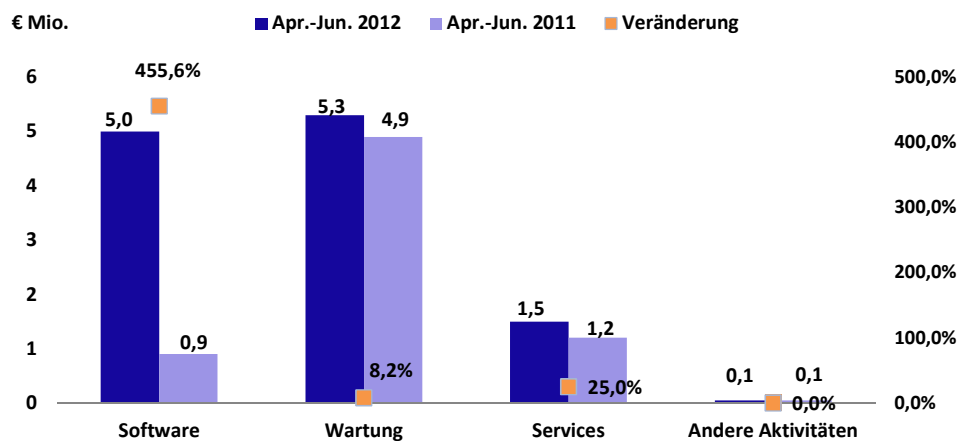
In Folge dieser verbesserten Prognosen steigern sich auch unsere Schätzungen für 2012/2013 (Umsatz € 43,8 Mio. und EBIT von € 2 Mio.).

Die nachhaltige Steigerung der Anzahl und Volumen von Kundenverträgen im Vorjahresvergleich sichert Beta Systems auch zukünftig eine stabile Ertragslage. Ebenso kann eine weitere Erhöhung der Kosteneffizienz in Zukunft zu besseren Gewinnmargen führen.

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

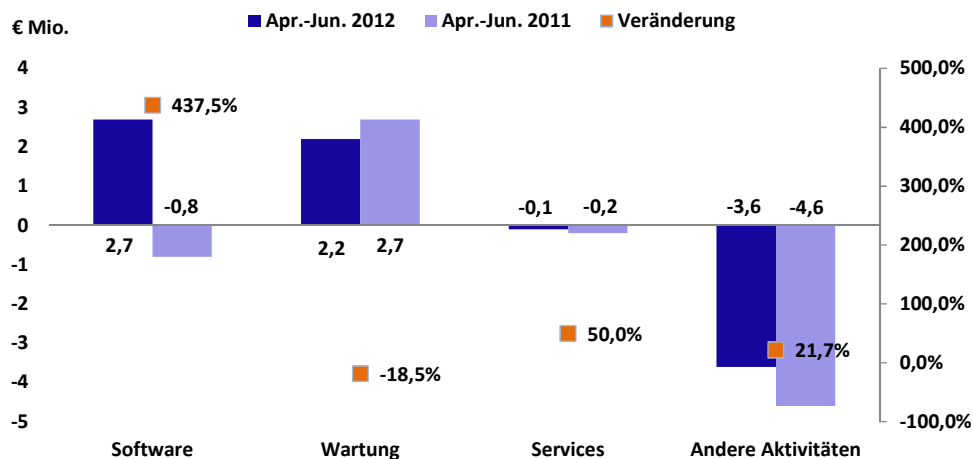
Folgende Graphiken zeigen die sich verbessernden Umsätze Q3 2011/2012 in allen drei Segmenten sowie das stark verbesserte operative Ergebnis im Bereich Software und die leichte Verbesserung im Servicebereich. Trotz Umsatzsteigerung nahm im Bereich Wartung das EBIT leicht ab.

Umsätze Q3 – 2011/2012 vs. Q3 – 2010/2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

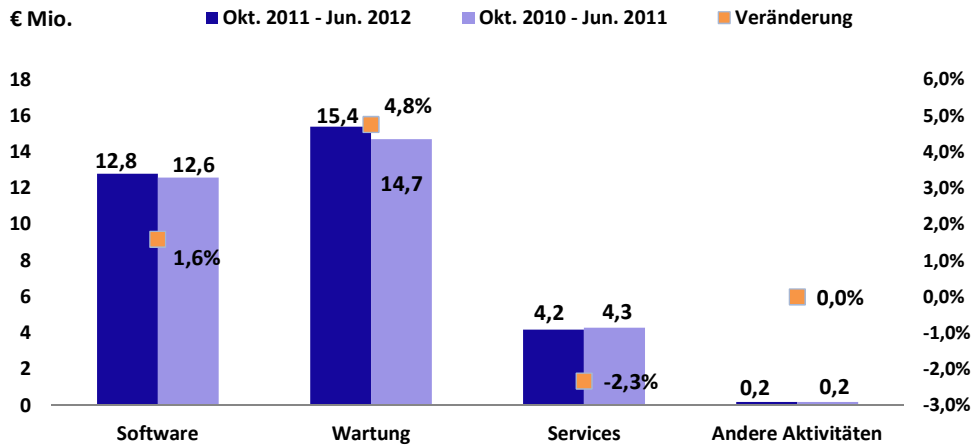
EBIT Q3 – 2011/2012 vs. Q3 – 2010/2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

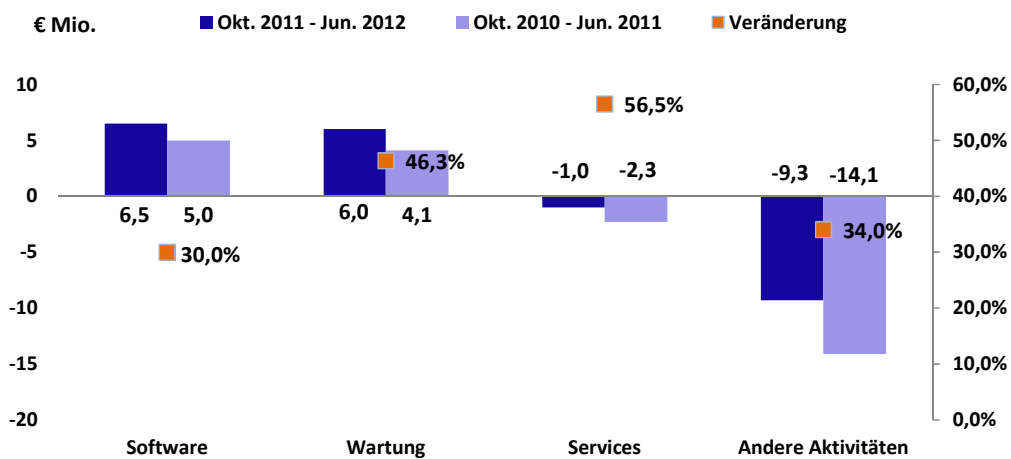
Die Ergebnisse auf Neunmonatssicht 2011/2012 werden in folgenden Tabellen dargestellt.

Umsätze Q1-Q3 – 2011/2012 vs. Q1-Q3 – 2010/2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

EBIT Q1-Q3 – 2011/2012 vs. Q1-Q3 – 2010/2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Die Grafiken zeigen die sich verbessernden Segmente Software und Wartung. Trotz Umsatzrückgang im Bereich Services konnte das Betriebsergebnis sichtlich um € 1,3 Mio. verbessert werden. Den größten Ergebnisbeitrag leistet der Bereich Software mit € 6,5 Mio. und einer Steigerung von 30%.

3.3 Ausblick

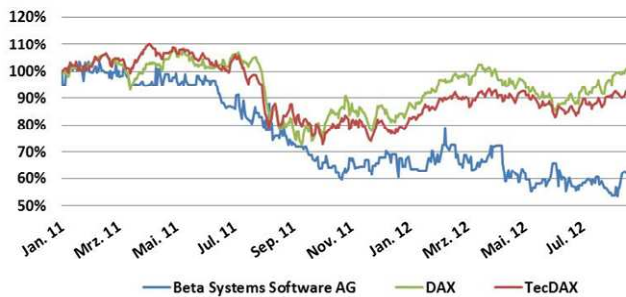
Das Unternehmen hat den Verkauf der Anteile der Tochtergesellschaft DETEC Software GmbH beschlossen und diesen mit Wirkung zum 31. Juli abgeschlossen. Die wirtschaftliche Auswirkung auf Beta Systems wird sich in den kommenden Quartalen zeigen.

Aufgrund der soliden Umsatzsteigerung in allen Bereichen haben wir unsere Prognosen erhöht. Wir rechnen mit einem Umsatz in Höhe von € 41,86 Mio. und einem EBIT von € 1,49 Mio. Die alte Prognose in Höhe von € 41,07 Mio. bzw. € 1,03 Mio. wird mit höchster Wahrscheinlichkeit übertroffen, da ein Umsatz im vierten Quartal in Höhe von € 8,42 Mio. ein pessimistisches Szenario darstellt.

4 Aktie

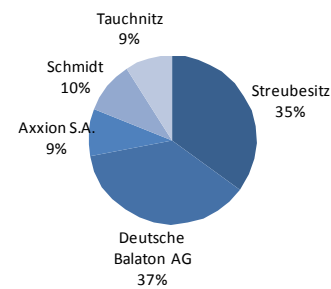
Seit unserem letzten Update am 18.06.2012 entwickelte sich die Aktie der Beta Systems Software AG schlechter als der DAX und der TecDAX. Der Aktienkurs ging weiter leicht zurück, zeitweise gab es eine Seitwärtsentwicklung um EUR 1,65. Der Dax hat im letzten Quartal wieder etwas Boden gut gemacht, so auch der TecDAX.

Aktienkursverlauf 2011/12



Quelle: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda Research

Aktionärsstruktur (Stand 22.08.2012)



Quelle: Unternehmen

5 Finanzteil

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

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	16.567	17.229
• Hardware	6.215	3.094	89	240	343	357
• Wartung	40.533	40.569	20.489	15.260	19.533	20.510
• Service	14.512	12.014	6.842	3.520	5.414	5.684
Umsatzerlöse	90.439	81.106	47.642	25.204	41.857	43.781
Umsatzkosten	-40.769	-37.222	-17.688	-1.741	-17.161	-17.950
Bruttoergebnis vom Umsatz	49.670	43.884	29.776	23.463	24.696	25.831
• Vertriebskosten	-22.501	-21.597	-14.415	-8.320	-10.715	-11.733
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7.903	-7.681	-6.568	-4.650	-5.065	-4.597
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13.796	-14.017	-9.110	-6.150	-7.953	-8.318
• 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	1.463	1.982
• 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	2.213	2.782
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.146	-451	64	-1.182	-221	-835
Jahresüberschuss (-fehlbetrag) vor Sondereffekten	4.805	1.241	-3.361	-7.069	1.991	1.947
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-	-	4.175	-	-	-
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	4.805	1.241	814	-7.069	1.991	1.947
Ergebnis je Aktie	0,36	0,09	0,06	-0,54	0,15	0,10
Veränderung zum Vorjahr						
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	0,63%	-12,85%	-20,48%	-69,42%	167,90%	4,00%
• Hardware	89,48%	-50,22%	-97,12%	169,66%	43,00%	4,00%
• Wartung	-3,05%	0,09%	-49,50%	-25,52%	28,00%	5,00%
• Service	-0,01%	-17,21%	-43,05%	-48,55%	53,80%	5,00%
Umsatzerlöse	2,08%	-10,32%	-41,26%	-47,10%	66,07%	4,60%
Umsatzkosten	-2,00%	8,70%	52,48%	90,16%	-885,71%	-4,60%
Bruttoergebnis vom Umsatz	2,14%	-11,65%	-32,15%	-21,20%	5,25%	4,60%
• Vertriebskosten	4,56%	4,02%	33,25%	42,28%	-28,79%	-9,50%
• Allgemeine Verwaltungskosten	-4,25%	2,81%	14,49%	29,20%	-8,92%	9,23%
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-14,49%	-1,60%	35,01%	32,49%	-29,31%	-4,60%
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%	122,91%	35,51%
• 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%	137,59%	25,73%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	55,82%	60,65%	114,19%	-1946,88%	81,28%	-277,20%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	108,01%	-74,17%	-370,83%	-110,32%	128,17%	-2,21%
Ergebnis je Aktie	50,00%	-73,82%	-34,41%	-968,43%	128,17%	-35,40%
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 %	-41,00 %	-41,00 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54,92 %	54,11 %	62,50 %	93,09 %	59,00 %	59,00 %
• 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 %	1,19 %	1,83 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	7,13 %	1,71 %	-7,45 %	-25,33 %	3,49 %	4,53 %
• Zinserträge	0,52 %	1,13 %	1,67 %	2,83 %	1,79 %	1,83 %
• 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 %	5,29 %	6,35 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1,27 %	-0,56 %	0,13 %	-4,69 %	-0,53 %	-1,91 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	5,31 %	1,53 %	-7,05 %	-28,05 %	4,76 %	4,45 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

5.2 Bilanzen

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	23.808	25.688
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38.317	37.911	39.425	22.421	19.900	19.701
Fertigungsaufträge (POC)	4.676	209	504	82	42	209
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	2.400	1.876
Laufende Ertragsteuern	115	334	477	270	387	378
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände	52.810	42.117	52.014	33.629	46.537	47.853
Sachanlagen	3.197	1.835	2.250	1.804	1.598	2.327
Firmenwert	2.029	3.371	3.372	3.372	507	507
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	2.490	2.582	1.731	1.258	300	300
Erworbene Softwareproduktrechte	2.408	2.574	2.323	1.744	600	600
Aktive latente Steuern	7.295	7.680	911	0	0	-613
Sonstige langfristige Forderungen	751	795	909	865	871	882
Summe langfristige Vermögensgegenstände	18.170	18.837	11.496	9.043	3.876	4.002
Vermögenswerte von Veräußerungsgruppen, die als zur Veräußerung gehalten klassifiziert werden	0	16.036	0	0	0	0
Summe Aktiva	70.980	76.990	63.510	42.672	50.413	51.855
Passiva						
Kurzfristige Finanzierung	7.120	13.187	9.725	1.066	500	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.678	2.046	2.809	2.603	1.609	3.474
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	6.876	6.159	4.978	5.305	5.676	5.491
laufende Ertragssteuerschulden	-	-	969	845	432	-
Rückstellungen	-	-	4.558	1.266	483	-
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.551	7.413	5.256	5.000	4.971	2.218
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	28.225	28.805	28.295	16.085	13.671	11.183
Finanzielle Schulden	1.675	1.735	1.684	884	239	500
Pensionsverpflichtungen	2.922	1.824	1.542	1.207	1.208	1.136
Passive latente Steuern	8.812	9.071	1.581	1.589	1.854	1.241
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	759	502	192	38	15	1.325
Summe langfristige Verbindlichkeiten	14.168	13.132	4.999	3.718	3.316	4.201
Vermögenswerte von Veräußerungsgruppen, die als zur Veräußerung gehalten klassifiziert werden	0	5.311	40.123	0	0	0
Summe Fremdkapital	42.393	47.248	33.294	19.803	16.987	15.384
Eigenkapital:						
Grundkapital	17.276	17.276	17.276	17.276	25.913	25.913
Kapitalrücklage	10.709	10.709	10.709	10.709	10.709	10.709
Gewinn-/Verlustvortrag	-145	1.096	1.910	-5.389	-3.398	-515
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1.166	1.080	740	692	620	783
Eigene Anteile	-419	-419	-419	-419	-419	-419
Summe Eigenkapital	28.587	29.742	30.216	22.869	33.426	36.471
Summe Passiva	70.980	76.990	63.510	42.672	50.413	51.855

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

5.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2010/11	2011/12E	2012/13E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	4.805	2.004	-3.361	-7.069	1.991	1.947
Abschreibungen	3.884	2.835	2.855	1.678	2.004	3.120
Rückstellungen	-	-	-	-4.558	-	-
(Gewinn) Verlust aus dem Abgang von Sachanlagen	51	-1	70	0	28	19
Finanzergebnis, netto	494	-282	-123	-497	750	800
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Steueraufwand	1.424	-406	-1.547	-1.182	-221	-835
<i>Veränderungen der Aktiva und Passiva</i>						
Ab-/Zunahme Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	595	-4.085	-264	17.004	2.521	199
Ab-/Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	763	-2.279	763	-206	-1.995	1.865
Veränderungen sonstiger Aktiva und Passiva	-9.659	1.821	580	4.089	1.296	524
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (fortzuführende Geschäftsbereiche)	2.357	-393	-1.027	9.259	6.374	7.640
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (aufgegebener Geschäftsbereich)	0	-2.727	1.094	0	0	0
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.357	-3.120	67	9.259	6.374	7.640
Cashflow aus der Investitionstätigkeit (fortzuführender Geschäftsbereiche)	-2.920	-1.721	-1.722	-180	-359	-3.849
Cashflow aus der Investitionstätigkeit (aufgegebener Geschäftsbereich)	0	-570	6388	4982	7.178	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.920	-2.291	4.666	4.802	6.819	-3.849
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-860	5.477	-5.398	-10.724	7.048	1.656
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	69	-86	-90	55	-61	-10
Zunahme (Abnahme) der Zahlungsmittel	-1.423	66	-665	3.337	15.681	5.447
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	3.176	1.822	1.888	1.223	4.560	20.241
Zahlungsmittel am Ende der Periode	1.822	1.888	1.223	4.560	20.241	25.688

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

6 Bewertung

6.1 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 01.08.2012 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 3 Prozent p.a. kalkulieren.

Discounted Cash Flow-Modell (Basis 9/2012)					
(Mio. EUR)	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz	41,86	43,78	45,88	48,04	50,30
Veränderungsrate	66%	5%	5%	5%	5%
EBIT	1,46	1,98	2,12	2,27	2,43
Marge	3,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
Beteiligungsergebnis	0,75	0,80	-0,10	-0,10	-0,10
EBT ex. Zinsergebnis	2,21	2,78	2,02	2,17	2,33
operativer Steueraufwand	-0,22	-0,83	-0,64	-0,68	-0,73
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	10,0%	30,0%	31,5%	31,5%	31,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	2,00	3,12	3,44	3,60	3,77
Abschreibungsquote (%Umsatz)	4,8%	7,1%	7,5%	7,5%	7,5%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,00	-0,07	-0,09	-0,10	-0,10
Anteil Umsatz	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	1,82	6,19	-0,30	-0,30	-0,30
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	4,4%	14,1%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Investitionen	1,09	-3,85	-3,81	-3,99	-4,17
Investitionsquote (%Umsatz)	2,6%	-8,8%	-8,3%	-8,3%	-8,3%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	6,91	7,33	0,63	0,71	0,79

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

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)
Anfangswachstum des Umsatzes
Margenentwicklung (p.a.)

3,0%
5 Jahre
1,0%
+1 BP

Eigenkapitalkosten

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

2,6%
5,0%
0,80

Eigenkapitalkostensatz

6,6%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen

7,0%
30,0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

4,9%

Wert des Eigenkapitals

49

Wert des Fremdkapitals

23

Gearing

47,4%

WACC

6,02%

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.

6.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 2,57. Er ist damit um 53,3 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 1,68). 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				
$\beta = 0,8$		5,52%	5,77%	6,02%	6,27%	6,52%
Wachstum	2,0%	3,06	2,23	2,14	2,81	2,74
	2,5%	3,20	2,34	2,24	2,89	2,82
	3,0%	3,39	2,50	2,57	3,00	2,91
	3,5%	3,68	2,73	2,55	3,15	3,03
	4,0%	4,17	3,08	2,82	3,36	3,20

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,8$		5,52%	5,77%	6,02%	6,27%	6,52%
Wachstum	2,0%	61,02	44,37	42,72	56,02	54,72
	2,5%	63,79	46,67	44,66	57,67	56,12
	3,0%	67,66	49,81	51,24	59,81	57,93
	3,5%	73,44	54,33	50,84	62,74	60,33
	4,0%	83,04	61,40	56,23	66,95	63,69

6.4 Peer Group Analyse

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

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

Peer Group Multiples		Enterprise Value Multiples						Equity Value Multiples			
Peers	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		Price / Eps		Price / Bvps		
	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	
Atoss Software AG	1,9	1,8	8,2	7,8	8,2	7,6	13,4	12,6	n.a.	n.a.	
CompuGroup Medical AG	2,4	2,3	11,4	10,4	14,8	13,4	12,9	11,3	2,8	2,3	
IBS Excellence Collaboration Manufactur	2,2	2,0	17,7	17,7	22,9	21,3	24,5	23,1	n.a.	n.a.	
InVision Software AG	2,2	1,9	33,6	11,2	73,1	13,6	110,4	15,1	n.a.	n.a.	
Nemetschek AG	1,6	1,5	7,8	6,9	8,1	7,4	9,4	10,0	2,1	1,9	
Software AG	2,6	2,5	9,7	8,9	10,3	9,5	11,4	10,5	1,9	1,7	
update software AG	0,4	0,4	28,1	6,7	9,4	5,6	14,4	9,3	n.a.	n.a.	
Beta Systems Software AG	0,6	0,6	5,5	4,8	16,7	12,3	11,2	16,8	0,7	0,9	
Median	2,1	1,9	10,5	8,4	12,5	10,9	13,1	12,0	2,0	1,8	
Mean	1,8	1,6	15,3	9,3	20,4	11,4	26,0	13,6	1,9	1,7	
Peer Benchmark	2,1	1,9	10,5	8,4	12,5	10,9	13,1	12,0	2,0	1,8	
Discount (-)/Premium (+)	-72%	-70%	-48%	-42%	33%	13%	-15%	40%	-67%	-49%	

Valuation										
Peer Benchmark	2,1	1,9	10,5	8,4	12,5	10,9	13,1	12,0	2,0	1,8
Beta Systems Software AG financials	42,9	44,8	4,5	5,1	1,5	2,0	0,2	0,1	2,5	1,8
Implied Enterprise Value	88,3	83,3	47,3	43,0	18,6	21,9				
+ Cash and Cash Equivalents	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5				
- Financial Debt	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8				
- 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	97,0	92,0	56,0	51,7	27,3	30,6				
Number of Shares	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9				
Implied fair value per share	4,9	4,6	2,8	2,6	1,4	1,5	2,0	1,2	5,1	3,3
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%
Results	2,96						2,89			
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Fair Value Implied by Both Peer Multiples:						2,94 EUR				
Premium (Discount) to Peer Benchmark: -15 %										
Fair Value per Share 2,5 EUR										

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2012

Der Implied Fair Value von beiden Peer Multiples liegt bei EUR 2,94 je Aktie. Hierbei nehmen wir einen Abschlag von 15% gegenüber der Peer vor, weil das Unternehmen sich immer noch innerhalb des Restrukturierungsjahres befindet und somit eine gewisse Unsicherheit mit sich bringt. Der faire Wert beläuft sich daher auf EUR 2,50 je Aktie. Wir empfehlen die Aktie weiterhin mit „Kaufen“.

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

<u>DR. KALLIWODA</u> 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
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
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

- 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.