

## Update

## BUY

Target Price: 3.90 EUR

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

**Kurs aktuell:** 2,65  
**Hoch** **Tief**  
**Kurs 52 W.:** 4,00 1,96  
**Marktkap. (Mio. EUR)** 35,25  
**Anzahl Aktien (in Mio.)** 13,3

## Aktionäre

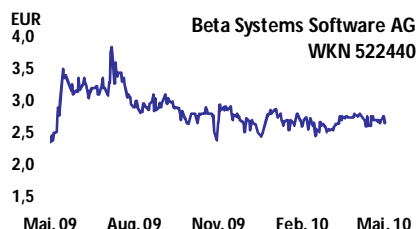
**Freefloat** 34%  
**Heidelberger Beteiligthold.** 20%  
**Deutsche Balaton AG** 17%  
**Axxion S.A.** 10%  
**William P. Schmidt** 10%  
**Familie Tauchnitz** 9%

## Performance

**4 Wochen** -1,12%  
**13 Wochen** 1,92%  
**26 Wochen** -7,02%  
**52 Wochen** 12,29%  
**lfd. Jahr** -4,68%

## Dividende

	in EUR	in %
2007	0,00	0,00 %
2008	0,00	0,00 %
2009	0,00	0,00 %
2010e	0,00	0,00 %



Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

## Beta Systems Software AG

## Positiver Cashflow im ersten Quartal

- Die Umsätze in Q1 gingen saisonal bedingt zurück. Gegenüber dem starken Vorjahresquartal (bis dahin keine Auswirkungen der Krise zu spüren) erzielte die Gesellschaft erwartungsgemäß weniger Umsatz. Die drei Segmente verloren ggü. Q1 2009 jeweils weniger als 10 Prozent. In diesem Jahr konnte Beta Systems dank des guten Kostenmanagements zum ersten Mal seit dem Börsengang ein profitables Q1 melden.
- Die Wartungsumsätze blieben stabil, der Umsatz mit Softwarelizenzen konnte um 7,9 Prozent zulegen. Die Kosten konnten trotz Einmalaufwendungen (Ausgliederung der Beta Systems ECM Solution GmbH) gesenkt werden. Die Maßnahmen zur Kostensenkung machen sich bezahlt und sorgten in Q1 für eine Steigerung beim operativen Cashflow und trotz der Rückführung von kurzfristiger Finanzierung für einen insgesamt positiven Cashflow.
- Wir gehen davon aus, dass die Investitionen im IT-Bereich wieder zunehmen werden. Die Konjunkturindikatoren hellen sich zunehmend auf. Unternehmen werden, wenn auch langsam, dazu übergehen, notwendige Investitionen, die während der Krise nicht getätigt wurden, nachzuholen. Beta Systems konnte in Q1 den ersten Großauftrag im ECM-Lösungsgeschäft seit einem Jahr verzeichnen.
- Der Aktienkurs notiert nur unwesentlich über dem Buchwert von 2,24 Euro je Aktie. Die Eigenkapitalquote beträgt 38,6 Prozent. Dies sorgt für eine Begrenzung des Risikos.
- Die berichteten Zahlen lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Wir behalten unsere Schätzungen und den ermittelten fairen Wert bei und empfehlen die Aktie weiterhin mit Kaufen.

EUR m	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatzerlöse	88.60	90.44	81.11	82.45	84.94
EBITDA	9.38	10.33	4.87	5.73	8.25
EBIT	5.82	6.45	1.38	2.21	4.79
Nettoergebnis	2.31	4.81	1.24	1.31	3.38
EPS	0.24	0.36	0.09	0.10	0.25
BVPS	1.78	2.15	2.24	2.33	2.57
CFPS	0.44	0.65	0.36	0.36	0.51
RoE	9.74 %	16.81 %	4.17 %	4.23 %	9.90 %
RoS	2.61 %	5.31 %	1.53 %	1.59 %	3.98 %
EBIT margin	6.57 %	7.13 %	1.71 %	2.68 %	5.64 %

## Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Geschäftsentwicklung .....	4
3	Aktie.....	6
4	Zeitreihen: Entwicklung der Geschäftsbereiche .....	7
5	Finanzteil.....	8
6	Gewinn- und Verlustrechnung .....	8
7	Bilanzen.....	9
8	Kapitalflussrechnung.....	10
9	Bewertung .....	11
10	DCF-Modell .....	11
11	WACC.....	12
12	Fair Value – Sensitivitäten.....	12
13	Peer Group Analyse .....	13
14	Kontakt .....	14
15	DISCLAIMER .....	15

## 1 Unternehmensprofil

Die Beta Systems Software AG konzentriert sich auf geschäftskritische Anwendungen in den Segmenten Data Center Infrastructure (DCI), Identity Management (IdM) und Enterprise Content Management (ECM). Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung wichtiger IT-Prozesse. Die Softwareprodukte basieren u.a. auf z/OS, Unix, Linux und Windowsumgebungen. Beta Systems verfügt mit 1400 Kunden – davon 200 Kunden in Kanada und USA – über eine solide Kundenbasis. Bisher wurden über 3.300 Systeme installiert. Den größten Umsatz erzielt Beta Systems mit Kunden aus dem Finanz- und Versicherungssektor. Zum Kundenkreis gehören Kunden wie Fortis Banque, SEB IT Service, DnB NOR (Den norske Bank), Credit Suisse, Allianz Shared Infrastructure Services und DZ Service. Beta Systems beschäftigt ca. 650 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert. Zur Beta Systems gehören inzwischen 20 Konzernunternehmen.

Das Unternehmen arbeitet konsequent daran, sich als strategischer Lösungsanbieter für die Automatisierung, Absicherung und Nachvollziehbarkeit von Geschäftsprozessen zu positionieren. Die starke Marktposition und das Know-how im Bereich Rechenzentren sowie eigene Produktinnovationen und externe Portfolioerweiterungen (z.B. im Rahmen von Akquisitionen) versprechen weitere Wachstumschancen.

Aufgrund der langjährigen Kundenbeziehungen in den Bereichen Document Processing, Data Processing, Compliance und Security verfügt Beta Systems bei unternehmenskritischen Anwendungen über ein qualitativ hochwertiges Kundenportfolio. Hinzu kommt, dass durch die Integration der DETEC-Gesellschaften weitere Marktanteile gewonnen werden konnten und sich der Kundenstamm um 400 mittelständische Kunden erweiterte.

Darüber hinaus will Beta Systems von den Verdrängungsprozessen und der Zusammenlegung etwaiger IT Infrastrukturen bzw. der Auslagerung der IT Infrastrukturen profitieren. Beta Systems setzt daneben verstärkt auf Kooperationen um die Integration der Beta Software Lösungen auf die IT-Plattformen der Markt- und Technologieführer wie Microsoft, IBM, SAP und Oracle voranzutreiben.

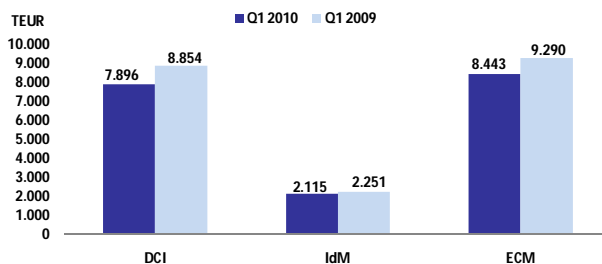
Der für Beta Systems relevante Markt ist nach wie vor hoch fragmentiert. Für die Kunden stellen Netzwerkeffekte, Support, Usability, Know-how, Software-Architektur-Kompetenz, Integrationsfähigkeit wichtige Auswahlkriterien dar.

Beta Systems hat sich für das Geschäftsjahr 2010 zum Ziel gesetzt, das Umsatzniveau zu stabilisieren. Für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 geht das Management wieder von deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen aus. Bei konsequenter Verfolgung dieser Wachstumsziele gehen wir von einer deutlichen Kurserholung aus.

## 2 Geschäftsentwicklung

Der Umsatz im ersten Quartal ging gegenüber dem starken Vorjahresquartal erwartungsgemäß leicht zurück. In Q1 2009 waren spürte Beta Systems noch keine Auswirkungen der allgemeinen Wirtschaftskrise und konnte zahlreiche Auftragseingänge verzeichnen. Im ersten Quartal 2010 hingegen agierten die Kunden abwartender. Der Umsatz lag daher 9,5 Prozent niedriger als vor einem Jahr. Der Umsatzrückgang bewegte sich in allen drei Segmenten auf ähnlichem Niveau (DCI -10,8 Prozent, IdM -6 Prozent und ECM -9,1 Prozent).

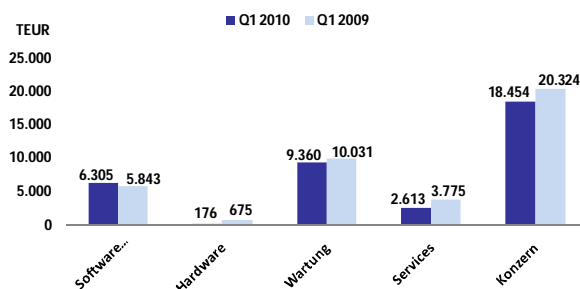
### Umsatz nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Im Bereich Softwarelizenzen konnte der Umsatz gegenüber Q1 2009 um 7,9 Prozent gesteigert werden, während die anderen Bereiche zum Teil starke Umsatzverluste verzeichneten (Hardware -73,9 Prozent, Wartung -6,7 Prozent und Services -30,8 Prozent). Der Bereich Hardware musste den großen Rückgang allerdings auf sehr kleinem Niveau hinnehmen.

### Umsatz nach Bereichen

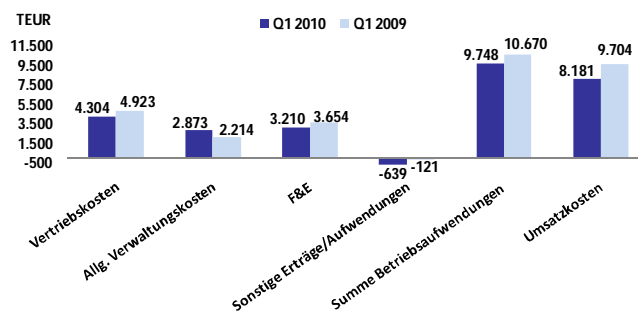


Quelle: Unternehmen

Die Wartungsumsätze zeigten sich wie in 2009 weiterhin relativ stabil und trugen damit deutlich zum erzielten Umsatz bei.

Erfreulich gestaltete sich die Entwicklung der Kosten. Die Betriebsaufwendungen (Vertriebskosten, allgemeine Verwaltungskosten, Forschungs- und Entwicklungskosten sowie sonstige Erträge/Aufwendungen) gingen um -8,6 Prozent zurück. Dies wurde durch Senkung der Vertriebsprovisionen sowie Kurzarbeit im Bereich Forschung & Entwicklung erreicht. Im Zuge der Ausgliederung der Beta Systems ECM Solution GmbH fielen Kosten für Beratungsleistungen an, was zur Steigerung der Verwaltungskosten führte. Die Umsatzkosten sanken um -15,7 Prozent.

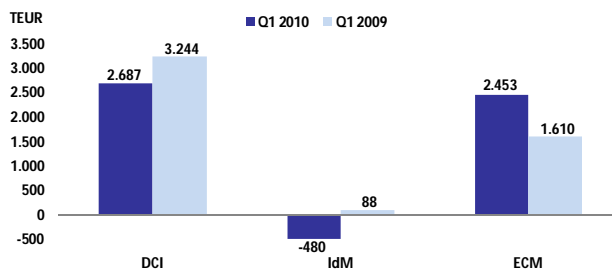
## Kostenentwicklung



Quelle: Unternehmen

Im Ergebnis spiegeln sich die erfolgreichen Maßnahmen zur Kostensenkung wider. Beta Systems konnte ein deutlich positives Ergebnis erzielen, nachdem im ersten Quartal des Vorjahres unter dem Strich negative Vorzeichen standen. Das EBIT lag bei TEUR 526 nach TEUR -50 in Q1 2009. Das Periodenergebnis betrug TEUR 288, gegenüber TEUR -98 vor einem Jahr.

## Ergebnisbeitrag der Segmente



Quelle: Unternehmen

Das Segment DCI leistete immer noch den größten Ergebnisbeitrag der drei Segmente, verlor jedoch -17,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal. Nach einem leichten Plus im ersten Quartal 2009 steuerte IdM einen negativen Beitrag von TEUR -480 zum Ergebnis bei. Deutlich steigern konnte dagegen ECM sein Ergebnis. Es lag um 52,4 Prozent höher als im ersten Quartal ein Jahr zuvor.

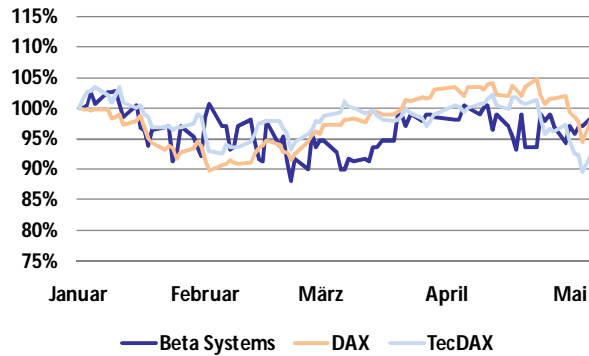
Die Gesellschaft konnte im ersten Quartal 2010 einen positiven Cashflow erzielen. Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit lag um 1 Mio. Euro oder 9,3 Prozent höher als im Q1 2009.

Insgesamt lagen die Ergebnisse im Rahmen unserer Erwartungen. Wir behalten deshalb unsere Schätzungen bei. Dementsprechend verändert sich der faire Wert der Aktie nicht und wir belassen unser Urteil bei Kaufen.

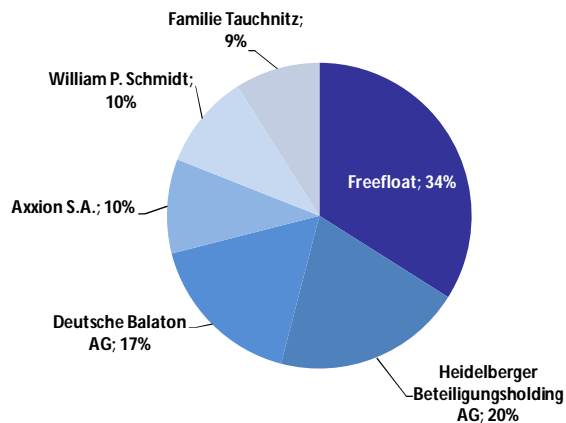
Wir gehen davon aus, dass die Investitionen im IT-Bereich wieder zunehmen werden. Die Konjunkturindikatoren hellen sich zunehmend auf. Unternehmen werden, wenn auch langsam, dazu übergehen, notwendige Investitionen, die während der Krise nicht getätigt wurden, nachzuholen. Beta Systems konnte in Q1 den ersten Großauftrag im ECM-Lösungsgeschäft seit einem Jahr verzeichnen. Sollte sich die Erholung verzögern, sorgt das Wartungsgeschäft für eine stabile Umsatzbasis.

### 3 Aktie

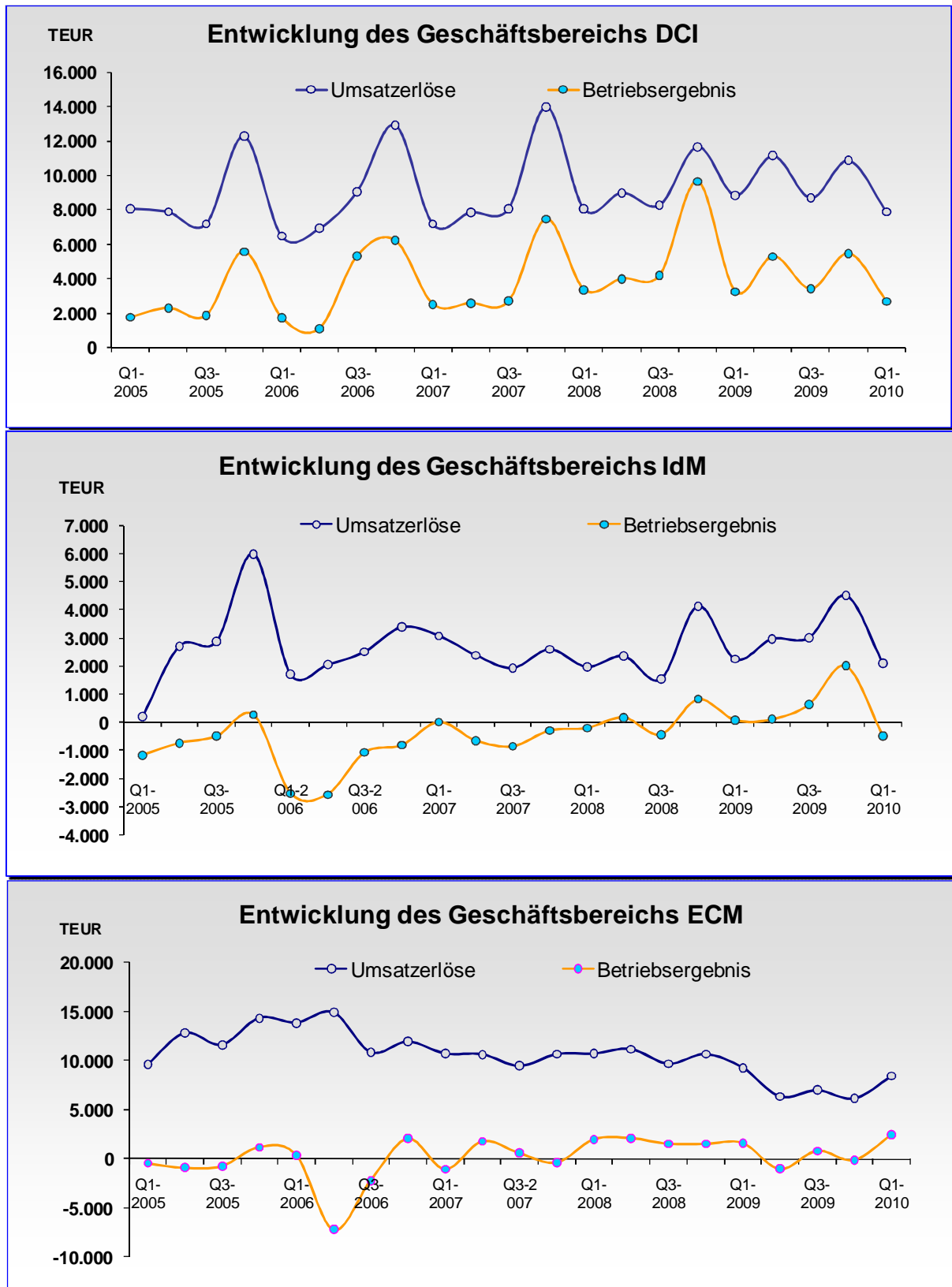
In den ersten fünf Monaten des Jahres entwickelte sich die Aktie der Beta Systems AG ähnlich wie der Markt. Nach leichten Gewinnen zu Beginn des Jahres folgte eine schwächere Phase im März. Aktuell liegt sie wie der DAX wieder auf dem Niveau von Jahresanfang und damit besser als der TecDAX, der etwa 7 Prozent unter seinem Wert von Anfang Januar notiert.



### Aktionärsstruktur



## 4 Zeitreihen: Entwicklung der Geschäftsbereiche



## 5 Finanzteil

## 6 Gewinn- und Verlustrechnung

Profit & Loss Statement					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>Umsatzerlöse aus:</b>					
• <b>Lizenzen</b>	<b>28,995</b>	<b>29,179</b>	<b>25,429</b>	<b>25,700</b>	<b>26,985</b>
• Hardware	3,280	6,215	3,094	3,000	3,000
• Wartung	41,807	40,533	40,569	41,380	42,208
• Service	14,514	14,512	12,014	12,374	12,746
Umsatzerlöse	88,596	90,439	81,106	82,455	84,939
Umsatzkosten	-39,968	-40,769	-37,222	-37,105	-37,373
Bruttoergebnis vom Umsatz	48,628	49,670	43,884	45,350	47,566
• Vertriebskosten	-23,576	-22,501	-21,597	-22,029	-21,588
• <b>Allgemeine Verwaltungskosten</b>	<b>-7,581</b>	<b>-7,903</b>	<b>-7,681</b>	<b>-7,758</b>	<b>-7,835</b>
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-12,050	-13,796	-14,017	-14,100	-14,100
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	398	975	795	750	750
Operatives Ergebnis (EBIT)	5,819	6,445	1,384	2,213	4,792
• Zinserträge	76	472	920	323	412
• Zinsaufwendungen	-991	-966	-612	-789	-701
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	4,904	5,951	1,692	1,747	4,503
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-2,594	-1,146	-451	-437	-1,126
<b>Jahresüberschuss (-fehlbetrag)</b>	<b>2,310</b>	<b>4,805</b>	<b>1,241</b>	<b>1,311</b>	<b>3,378</b>
Ergebnis je Aktie	0.17	0.36	0.09	0.10	0.25
<b>Profit &amp; Loss (Year on Year)</b>					
Umsatzerlöse aus:					
• Lizenzen		0.63	-12.85	1.07	5.00
• Hardware		89.48	-50.22	-3.04	0.00
• Wartung		-3.05	0.09	2.00	2.00
• Service		-0.01	-17.21	3.00	3.00
Umsatzerlöse		2.08	-10.32	1.66	3.01
Umsatzkosten		2.00	-8.70	-0.32	0.72
Bruttoergebnis vom Umsatz		2.14	-11.65	3.34	4.89
• Vertriebskosten		-4.56	-4.02	2.00	-2.00
• Allgemeine Verwaltungskosten		4.25	-2.81	1.00	1.00
• Forschungs- und Entwicklungskosten		14.49	1.60	n.a.	n.a.
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen		144.97	-18.46	-5.66	0.00
Operatives Ergebnis (EBIT)		10.76	n.a.	59.93	116.50
• Zinserträge		521.05	94.92	-64.89	27.55
• Zinsaufwendungen		-2.52	-36.65	28.92	-11.22
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)		21.35	-71.57	3.27	157.72
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)		-55.82	-60.65	-3.14	157.72
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)		108.01	-74.17	5.60	157.72
Ergebnis je Aktie		111.76	-75.00	11.11	150.00
<b>Profit &amp; Loss (% of Revenues)</b>					
Umsatzerlöse	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
Umsatzkosten	-45.11 %	-46.02 %	-42.01 %	-41.88 %	-42.18 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54.89 %	56.06 %	49.53 %	51.19 %	53.69 %
• Vertriebskosten	-26.61 %	-25.40 %	-24.38 %	-24.86 %	-24.37 %
• Allgemeine Verwaltungskosten	-8.56 %	-8.92 %	-8.67 %	-8.76 %	-8.84 %
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13.60 %	-15.57 %	-15.82 %	-15.91 %	-15.91 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0.45 %	1.10 %	0.90 %	0.85 %	0.85 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	6.57 %	7.27 %	1.56 %	2.50 %	5.41 %
• Zinserträge	0.09 %	0.53 %	1.04 %	0.36 %	0.47 %
• Zinsaufwendungen	-1.12 %	-1.09 %	-0.69 %	-0.89 %	-0.79 %
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	5.54 %	6.72 %	1.91 %	1.97 %	5.08 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-2.93 %	-1.29 %	-0.51 %	-0.49 %	-1.27 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	2.61 %	5.42 %	1.40 %	1.48 %	3.81 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2010



## 7 Bilanzen

Bilanzen					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>Aktiva</b>					
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>					
Kassenbestand und Zahlungsmittel	3,176	1,822	1,986	2,297	2,533
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,912	38,317	41,661	40,082	41,289
Fertigungsaufträge (POC)	4,878	4,676	5,514	5,790	6,079
Vorräte	3,342	3,323	2,752	2,890	3,179
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Forderungen	2,186	4,557	3,168	3,326	3,659
Laufende Ertragsteuern	0	115	342	359	395
<b>Summe kurzfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>52,494</b>	<b>52,810</b>	<b>55,423</b>	<b>54,744</b>	<b>57,134</b>
Sachanlagen	4,202	3,197	2,315	2,361	2,409
Firmenwert	1,522	2,029	5,403	5,403	5,403
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	768	2,490	2,582	2,737	2,819
Erworbene Softwareentwicklungskosten	1,599	2,408	2,573	2,727	2,809
Aktive latente Steuern	7,644	7,295	7,848	7,550	6,810
Sonstige langfristige Vermögensgegenstände	1,179	751	846	897	924
<b>Summe langfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>16,914</b>	<b>18,170</b>	<b>21,567</b>	<b>21,675</b>	<b>21,173</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>69,408</b>	<b>70,980</b>	<b>76,990</b>	<b>76,419</b>	<b>78,307</b>
Kurzfr. Schulden und kurzfr. Anteil langfr. Schulden und Finanzierungs-Leasingverb.	8,228	7,545	13,188	11,834	9,792
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,915	5,702	3,206	3,302	3,467
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	7,207	6,876	7,166	7,200	7,560
Laufende Ertragsteuern	202	0	0	0	0
Rückstellungen	369	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12,069	8,527	8,619	8,878	9,321
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>33,990</b>	<b>28,650</b>	<b>32,179</b>	<b>31,214</b>	<b>30,141</b>
Langfristige Schulden und Finanzierungs-Leasingverb.	0	1,250	1,735	2,100	2,350
Pensionsverpflichtungen	2,921	2,922	3,030	3,050	3,050
Passive latente Steuern	7,238	8,812	9,803	8,333	7,916
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,546	759	501	750	750
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>11,705</b>	<b>13,743</b>	<b>15,069</b>	<b>14,233</b>	<b>14,066</b>
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>45,695</b>	<b>42,393</b>	<b>47,248</b>	<b>45,446</b>	<b>44,207</b>
<b>Eigenkapital:</b>					
Grundkapital	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276
Kapitalrücklage	10,709	10,709	10,709	10,709	10,709
Gewinn-/Verlustvortrag	-4,950	-145	1,096	2,407	5,784
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1,097	1,166	1,080	1,000	750
Eigene Anteile	-419	-419	-419	-419	-419
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>23,713</b>	<b>28,587</b>	<b>29,742</b>	<b>30,973</b>	<b>34,100</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>69,408</b>	<b>70,980</b>	<b>76,990</b>	<b>76,419</b>	<b>78,307</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 8 Kapitalflussrechnung

Cash Flow Statement					
Figures in EUR	Financial Year				
	2007	2008	2009	2010E	2011E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	2,310	4,805	1,241	1,311	3,378
Abschreibungen	3,558	3,884	3,484	3,516	3,455
(Gewinn) Verlust aus dem Abgang von Sachanlagen	86	51	4	20	20
Zinsaufwendungen /Finanzsaldo	915	494	-308	466	289
Zinserträge	76	0	0	0	0
Steueraufwand	1,356	1,424	-113	-437	-1,126
Veränderungen der Aktiva und Passiva	151	0	0	0	0
Zunahme Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-4,052	595	-2,651	-1,579	1,207
Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-2,852	763	-3,472	-96	-165
Veränderungen sonstiger Aktiva und Passiva	-2,802	-9,659	-1,305	-3,082	-7,096
<b>Cashflow aus der lfd. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-1,254</b>	<b>2,357</b>	<b>-3,120</b>	<b>119</b>	<b>-39</b>
Rückzahlung von kurzfristigen Investitionen	0	0	0	0	0
Erwerb von Sachanlagen	-606	-658	-556	-632	-745
Erlös aus dem Abgang von Sachanlagen	0	397	0	0	0
A.o Erlöse - durch Veräußerung Outsourcing	0	0	0	0	0
Erwerb von Softwareentwicklungskosten	0	0	0	0	0
Einzahlungen aus der Veräußerung Finanzanlagen	0	2,432	0	0	0
Erwerb von Finanzanlagen	0	-5,091	-1,735	0	0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-606</b>	<b>-2,920</b>	<b>-2,291</b>	<b>-632</b>	<b>-745</b>
Veränderung kurzfristige Verbindlichkeiten	-2,899	-1,112	6,067	1,061	1,238
Einzahlungen aus der Aufnahme langfristiger Schulden	0	2,425	1,000	1,365	1,250
Tilgung von langfristigen Finanz- und Leasingverbindlichkeiten	-2,000	-2,000	-940	-1,000	-1,000
Gezahlte Zinsen	-452	-173	-466	-512	-523
Erhaltene Zinsen	0	0	0	0	0
Dividendenausschüttung	0	0	0	0	0
Sonstige Auszahlungen/Einzahlungen - Kapitalerhöhung 07	8,483	0	0	0	0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,132</b>	<b>-860</b>	<b>5,661</b>	<b>914</b>	<b>965</b>
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	-70	69	-86	-90	55
<b>Veränderungen aus 1, 2 und 3</b>	<b>1,202</b>	<b>-1,423</b>	<b>250</b>	<b>401</b>	<b>181</b>
Cashflows zu Beginn der Periode	2,050	3,176	1,822	1,986	2,297
<b>Cashflows am Ende der Periode</b>	<b>3,176</b>	<b>1,822</b>	<b>1,986</b>	<b>2,297</b>	<b>2,533</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 9 Bewertung

### 10 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der Beta Systems Software AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2010 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-Cashflow-Modell								
Angaben in TEUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
<b>Umsatzerlöse</b>	81,106	82,455	84,939	89,186	93,645	98,327	103,243	
YoY		1.7 %	3.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	1,384	2,213	4,792	4,984	5,183	5,390	5,606	
EBIT-Marge	1.7 %	2.7 %	5.6 %	5.6 %	5.5 %	5.5 %	5.4 %	
Steuern (adaptiert)	-451	-719	-1,557	-1,620	-1,684	-1,752	-1,822	
Steuerquote	32.6 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	32.5 %	
<b>NOPLAT</b>	933	1,494	3,235	3,364	3,498	3,638	3,784	
Abschreibungen	3484.0	3658.2	3841.1	4033.2	4234.8	4446.6	4668.9	
Rückstellungen	3030.0	3090.6	3152.4	3215.5	3279.8	3345.4	3412.3	
Veränderungen Rückstellungen	111	61	62	63	64	66	67	
<b>Brutto-Cashflow</b>	4,528	5,213	7,137	7,460	7,798	8,151	8,520	
CAPEX	-2291.0	-2200.0	-4500.0	-2500.0	-2500.0	-3500.0	-2500.0	
Working Capital	-150	-15416	-15725	-16039	-16360	-16687	-17021	-17361
Veränderungen im Working Capital	-7648	-2500	1200	-2400	-2400	-2400	-2400	
<b>Free Cashflows</b>	-5,411	513	3,837	2,560	2,898	2,251	3,620	
WACC		6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %	6.20 %
Diskontierter free Cashflow		482.9	3,402.7	2,137.6	2,278.2	1,666.2	2,523.5	57,090.0
Enterprise Value	69,581.1							
Fremdkapital	-17,953							
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0							
Anteile Dritter	0							
Equity Value	51,628.1							
Anzahl ausstehender Aktien	13289							
<b>Fair Value je Aktie (in Euro)</b>	<b>3.89</b>							

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

## 11 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.

DCF-Parameter	
Risk-free rate	4.22
Risk premium	5.00
Beta	0.62
Longterm growth rate	3
Cost of equity	9.06
Cost of debt	3.55
WACC	6.20

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

Dr. Kalliwoda | Research GmbH 2010

## 12 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 3,89. Er ist damit um 46,8 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,65). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivität: Aktie										Sensitivität: Marktkapitalisierung									
Wachstum	WACC									Wachstum	WACC								
	4.20	4.70	5.20	5.70	6.20	6.70	7.20	7.70	8.20		4.20	4.70	5.20	5.70	6.20	6.70	7.20	7.70	8.20
1.00%	4.45	4.28	4.11	3.96	3.80	3.65	3.51	3.37	3.24	59.14	56.88	54.62	52.62	50.50	48.50	46.64	44.78	43.06	
1.50%	4.50	4.32	4.16	4.00	3.84	3.69	3.55	3.41	3.27	59.80	57.41	55.28	53.16	51.03	49.04	47.18	45.32	43.46	
2.00%	4.55	4.37	4.21	4.04	<b>3.89</b>	3.74	3.59	3.45	3.31	60.46	58.07	55.95	53.69	<b>51.69</b>	49.70	47.71	45.85	43.99	
2.50%	4.60	4.42	4.26	4.09	3.93	3.78	3.63	3.49	3.35	61.13	58.74	56.61	54.35	52.23	50.23	48.24	46.38	44.52	
3.00%	4.66	4.48	4.31	4.14	3.98	3.82	3.67	3.53	3.39	61.93	59.53	57.28	55.02	52.89	50.76	48.77	46.91	45.05	

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

## 13 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der Beta Systems Software AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die in der Software Branche tätig sind. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

Multiples - Peergroup - Software								
in Mio. € bzw. in € je Aktie	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
Atoss Software	1.51	1.45	7.98	7.86	16.00	15.69	18.98	18.48
InVision Software	0.65	0.57	-0.87	-1.86	-1.78	-5.00	-74.35	-30.51
PSI AG	1.22	0.97	25.13	14.50	32.32	23.38	4.84	6.66
Software AG	3.54	2.76	13.01	11.86	18.11	16.81	27.21	23.30
Nemetschek	1.46	1.38	9.48	9.12	15.05	10.74	15.38	15.11
IBS AG	1.07	0.95	15.24	8.48	18.42	15.22	7.00	11.17
Heiler Software AG	0.23	0.13	-3.71	1.33	-24.33	6.95	-6.12	10.00
Personal & Informatik	2.03	2.07	8.43	9.23	14.96	15.45	24.13	22.41
<b>Median</b>	1.34	1.17	8.95	8.80	15.52	15.45	11.19	13.14
<b>Mittelwert</b>	1.46	1.28	9.34	7.57	11.09	12.40	2.13	9.58
Beta Systems Software	0.49	0.50	6.91	6.92	7.64	8.59	7.13	7.19
Premium/Discount (-)	-66.33	-61.31	-26.02	-8.57	-50.79	-44.37		
Fair Value Bandbreite:			3.02	bis	4.49			

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

Unsere Peer Group-Analyse plausibilisiert auf der Basis der Consensus-Schätzungen höhere Aktienkurse. Zieht man beispielhaft die EV/EBIT-Konsensschätzungen 2010e heran, so ergibt sich für Beta Systems eine Unterbewertung von 44,4%. Auf der Basis der vorliegenden Konsensschätzungen ist die Beta Systems Software AG aufgrund der gestiegenen Marktbewertung für Softwareunternehmen deutlich unterbewertet.

Basierend auf unseren Annahmen ist eine höhere Marktbewertung realistisch und aus heutiger Sicht sehr wahrscheinlich.

## 14 Kontakt

Beta Systems Software AG

Alt-Moabit 90d  
D-10559 Berlin

Telefon: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 170

Telefax: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 800

Head of IR: Stefanie Frey  
stefanie.frey@betasystems.com

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> 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
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> 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.
<b>Wolfgang Neuner</b> E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Kolja Schick – Freiherr von Flotow</b>	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:  
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg**  
**Thomson Reuters**  
**vwd group**  
**JCF Factset**

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



## 15 DISCLAIMER

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

### 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.