

Update

BUY

Target Price: 5,00 EUR

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

Kurs aktuell: 2,81
Hoch **Tief**
Kurs 52 W.: 3,60 2,32
Marktkap. (Mio. EUR) 37,00
Anzahl Aktien (in Mio.) 13,17

Aktionäre

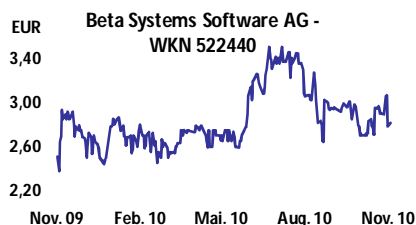
Freefloat 34%
Heidelberger Beteiligthold. 20%
Deutsche Balaton AG 17%
Axxion S.A. 10%
William P. Schmidt 10%
Familie Tauchnitz 9%

Performance

4 Wochen 2,18%
13 Wochen -8,17%
26 Wochen 2,18%
52 Wochen 18,07%
lfd. Jahr 1,08%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0,00 %
2009	0,00	0,00 %
2010e	0,00	0,00 %
2011e	0,00	0,00 %



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

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

Beta Systems Software AG

Bisherige Kundenzurückhaltung lässt starkes Q4 erwarten

- Der Umsatz der ersten 9 Monate (31,9 Mio. Euro) fiel niedriger aus als im Vorjahreszeitraum (36,8 Mio. Euro). Einen Rückgang mussten insbesondere die Bereiche Softwarelizenzen (-22%) und Wartung (-11%) hinnehmen, die ca. 84 Prozent des Umsatzes ausmachen. Insgesamt ging der Umsatz um -13,5 Prozent zurück. Dies war wie schon in den vorherigen Quartalen auf die Zurückhaltung einiger Kunden sowie auf Verzögerungen bei Entscheidungen für Großprojekte zurück zu führen.
- Da die Kostensenkungen nicht ausreichten, um den geringeren Umsatz wettzumachen, fiel das operative Ergebnis der fortgeführten Geschäftsbereiche negativ aus. In den ersten neun Monaten betrug das EBIT -1,6 Mio. Euro, nach -0,5 Mio. Euro im Vorjahr. Aufgrund des Ergebnisses des verkauften Segments ECM von 3,6 Mio. Euro (inklusive des Veräußerungsgewinns von 4,9 Mio. Euro), stand unter dem Strich ein positives Konzernergebnis von 2,3 Mio. Euro.
- Beta Systems hat die Kosten weiter gesenkt, wenn auch nicht ganz in dem Maße wie der Umsatz zurück ging. In Q4 wird die Gesellschaft voraussichtlich einen Sprung bei Umsatz und Ergebnis machen. Im traditionell stärksten Quartal sollten einige verzögerte Aufträge in die Bücher genommen werden können.
- Der wenig profitable Geschäftsbereich ECM wurde abgestoßen. Dies wird zukünftig zu steigenden Margen führen. Der aktuelle Aktienkurs spiegelt u.E. noch nicht die neue Ausrichtung und das damit verbundene verbesserte Risikoprofil (keine finanziellen Schulden ab 2011, höhere Eigenkapitalquote) sowie die steigende Marge wider. Der faire Wert liegt weiterhin bei 4,98 Euro und die Empfehlung lautet weiter „Kauf“.

Mio. EUR	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	90,44	81,11	50,60	52,12	53,68
EBITDA	10,33	4,87	5,66	8,35	9,98
EBIT	6,45	1,38	2,15	4,90	6,50
Nettoergebnis	4,81	1,24	5,26	3,99	5,35
EPS	0,36	0,09	0,40	0,30	0,41
BVPS	2,17	2,26	2,38	2,80	3,22
CFPS	0,18	-0,24	0,69	1,06	0,77
RoE	16,81 %	4,17 %	16,82 %	10,81 %	12,61 %
RoS	5,31 %	1,53 %	10,40 %	7,65 %	9,97 %
EBIT Marge	7,13 %	1,71 %	4,25 %	9,40 %	12,10 %

Inhalt

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

1 Unternehmensprofil

Nach dem Verkauf des Geschäftsbereichs Enterprise Content Management (ECM) richtet sich die Beta Systems Software AG als reiner Infrastruktursoftware-Anbieter neu aus. Die verbliebenen Segmente sind Data Center Infrastructure (DCI) und Identity Management (IdM). Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung wichtiger IT-Prozesse.

Beta Systems verfügt mit 1400 Kunden – davon 200 Kunden in Kanada und USA – über eine solide Kundenbasis. Bisher wurden über 3.300 Systeme installiert. Den größten Umsatz erzielt Beta Systems mit Kunden aus dem Finanz- und Versicherungssektor. Zum Kundenkreis gehören Kunden wie Fortis Banque, SEB IT Service, DnB NOR (Den norske Bank), Credit Suisse, Allianz Shared Infrastructure Services und DZ Service. Beta Systems beschäftigt ca. 350 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert.

2 Geschäftsentwicklung

Die ersten neun Monate standen im Zeichen des Verkaufs des Geschäftsbereichs ECM. Damit hat Beta Systems ein neues Kapitel seiner Unternehmensgeschichte aufgeschlagen. Der unprofitable und risikobehaftete Geschäftsbereich wurde verkauft, um sich auf das Kerngeschäft zu konzentrieren. Mit der Entwicklung zum reinen Infrastruktursoftware-Anbieter ist nicht nur die Komplexität des Geschäftsmodells gesunken, auch das Risikoprofil der Gesellschaft stellt sich verbessert dar. Im Infrastruktursoftware-Geschäft hat Beta Systems langfristige Beziehungen mit großen und namhaften Kunden. Das Geschäftsmodell ist rentabel und die Gesellschaft ist am Markt etabliert. Es herrscht zwar großer Wettbewerb, so dass hohes Wachstum ohne Akquisitionen unwahrscheinlich ist. Allerdings wird Beta Systems nach der Neuausrichtung auf die neue Strategie und Struktur des Unternehmens, die dieses Jahr erfolgen soll, seine Marge deutlich steigern können.

Bei einem Verbleib des Geschäftsbereichs ECM im Beta Systems Konzern wären Investitionen im oberen einstelligen Millionenbereich angefallen, die nun nicht mehr getätigt werden müssen. Im Gegenteil, aus dem Verkauf ist Beta Systems Liquidität zugeflossen, die bereits zum Abtragen von Schulden verwendet werden konnte. Auch die noch ausstehenden erfolgsabhängigen Kaufpreiszahlungen sollen u.a. für die Tilgung von Krediten genutzt werden, so dass Beta Systems ab 2011 so gut wie keine Bankverbindlichkeiten mehr ausweisen wird. Die Eigenkapitalquote stieg bereits von 39 Prozent am 31.12.2009 auf 52 Prozent zum Stichtag 30.09.2010, was das gesunkene Risiko von Beta Systems widerspiegelt.

Beta Systems Konzern in H1

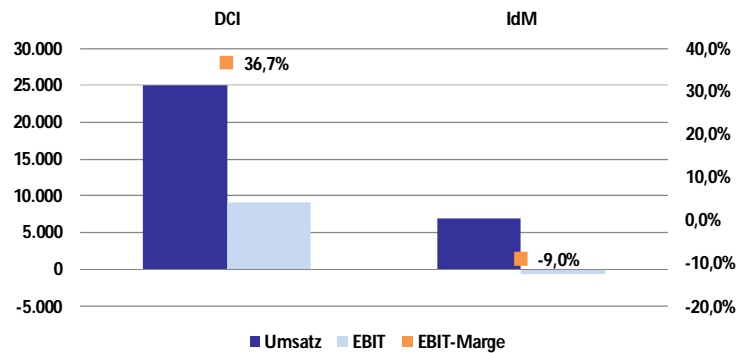
Der Umsatz fiel auf 9-Monatssicht niedriger aus als im Vorjahreszeitraum. Während vor Jahresfrist noch 36,8 Mio. Euro erzielt wurden, belief sich der Umsatz dieses Jahr lediglich auf 31,9 Mio. Euro. Einen Rückgang mussten insbesondere die Bereiche Softwarelizenzen (-22%) und Wartung (-11%) hinnehmen, die ca. 84 Prozent des Umsatzes ausmachen. Insgesamt ging der Umsatz um -13,5 Prozent zurück. Dies war, wie schon in den vorherigen Quartalen, auf die Zurückhaltung einiger Kunden sowie auf Verzögerungen bei Entscheidungen für Großprojekte zurück zu führen.

Da die Kostensenkungen nicht ausreichten, um den geringeren Umsatz wettzumachen, fiel das operative Ergebnis der fortgeführten Geschäftsbereiche negativ aus. In den ersten neun Monaten betrug das EBIT -1,6 Mio. Euro, nach -0,5 Mio. Euro im Vorjahr. Aufgrund des Ergebnisses des verkauften Segments ECM von 3,6 Mio. Euro (inklusive des Veräußerungsgewinns von 4,9 Mio. Euro), stand unter dem Strich ein positives Konzernergebnis von 2,3 Mio. Euro. Im Vorjahr war das Ergebnis negativ ausgefallen (-0,8 Mio. Euro).

Segmente

Den Großteil des Umsatzes erwirtschaftet weiterhin das Segment Data Center Infrastructure (DCI) mit knapp 80 Prozent. Die EBIT-Marge lag in den ersten drei Quartalen auf einem hohen Niveau von 36,7 Prozent. Der Umsatz des Geschäftsbereichs Identity Management (IdM) belief sich auf 7 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von -9 Prozent auf 9-Monatsbasis. Allerdings lag das operative Ergebnis im dritten Quartal mit 0,017 Mio. Euro wieder leicht im positiven Bereich.

Umsatz und EBIT nach Segmenten

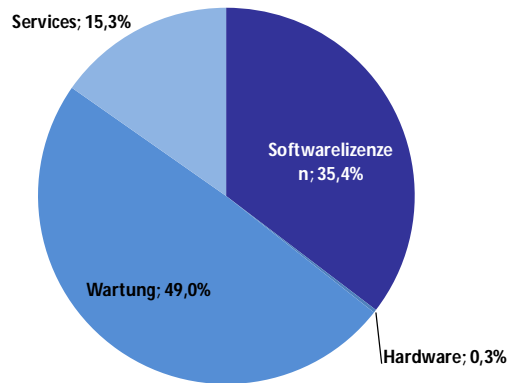


Quelle: Unternehmen

Bereiche

Mit etwa der Hälfte kommt der größte Teil des Umsatzes aus Wartungserlösen. Dann folgt der Bereich Softwarelizenzen mit 35 Prozent vor Services mit 15 Prozent. So gut wie keine Rolle spielt der Bereich Hardware, der durch den Verkauf von ECM nahezu auf null fiel (0,3%).

Umsatzanteile nach Bereichen



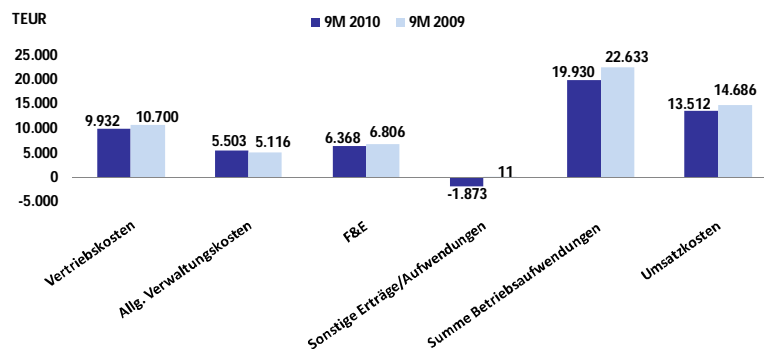
Quelle: Unternehmen

Kosten

Beta Systems konnte seine Kostenbasis weiter verbessern. Die Umsatzkosten fielen aufgrund gesunkener Personal- und Royaltyaufwendungen -8 Prozent niedriger aus als im Vorjahr. Die Betriebsaufwendungen konnten um -12 Prozent gesenkt werden. Die Kosten für Vertrieb (-7%) und F&E (-6%) konnten leicht gesenkt werden, während die allgemeinen Verwaltungskosten leicht zulegten (+8%). Entscheidend zur Senkung trugen jedoch die Sonstigen Erträge bei, die mit 1,8 Mio. Euro deutlich positiv ausfielen. Darin enthalten waren 1,4 Mio. Euro aus der Erbringung von Dienstleistungen (administrative Services wie

Buchhaltung u.ä.) für den veräußerten Geschäftsbereich ECM. Insgesamt sanken die Betriebsaufwendungen um -12 Prozent. Die gesamten Kosten gingen um -10 Prozent zurück.

Kostenentwicklung



Quelle: Unternehmen

Cashflow

Der operative Cashflow lag in den ersten neun Monaten bei 6,2 Mio. Euro. Maßgeblich dazu beigetragen wurde durch das verbesserte Forderungsmanagement (10,8 Mio. Euro). Im Vorjahr lag der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit bei 1,1 Mio. Euro. Auch der Cashflow aus Investitionstätigkeit lag aufgrund des Verkaufs von ECM bei 4,3 Mio. Euro. Die freien Mittel wurden zum großen Teil dazu verwendet, kurzfristige Kredite zurück zu führen (-9,1 Mio. Euro). Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit lag daher bei -9,9 Mio. Euro.

3 Ausblick

In unserem Update zum Halbjahresbericht der Beta Systems haben wir unsere Schätzungen an die neue Unternehmensstruktur nach dem ECM-Verkauf angepasst. Aktuell halten wir an diesen Schätzungen fest. Der Ausblick für Q4 bleibt ebenfalls bestehen: Gegen Jahresende, wenn Kunden in der Regel Großprojekte in Auftrag geben, erwartet Beta Systems einen Schub beim Umsatz. Kunden agieren gegenwärtig weiterhin zögerlich was größere Investitionen in IT-Projekte angeht. Wenn diese Investitionen auf der Kundenseite beschlossen werden, wird Beta Systems davon profitieren. Der Kostendruck und damit die Notwendigkeit, Prozesse effizienter zu gestalten, bleibt bei Banken und Versicherungen weiterhin hoch. Davon sollte Beta Systems mit seinen Produkten für sicheren und effizienten Umgang mit großen Datenmengen in der Zukunft profitieren.

Die Marge steigt

Wir gehen davon aus, dass die Margen von Beta Systems nach dem Verkauf von ECM steigen werden. Der veräußerte Geschäftsbereich trug zwar einen hohen Anteil zum Umsatz bei (45 Prozent in Q1) konnte jedoch keinen entsprechenden Ergebnisbeitrag liefern. Daher nehmen wir für die Zukunft eine steigende EBIT-Marge an (zweistellig ab 2012). Das Ergebnis des Geschäftsjahrs 2010 wird durch den Verkaufserlös geprägt sein, bei dem wir in H2 erfolgsabhängige Zahlungen in Höhe von 3 Mio. Euro erwarten. Gleichzeitig fallen einmalige Aufwendungen für die Umstrukturierung und Neuausrichtung des Konzerns an. Wir gehen hierbei von Kosten in Höhe von 3 Mio. Euro aus. Die Umsätze in Q4 werden entscheidend für das Ergebnis des Gesamtjahres sein. Hier sollte Beta Systems einen Sprung bei Umsatz und Ergebnis machen.

Risikoprofil verbessert

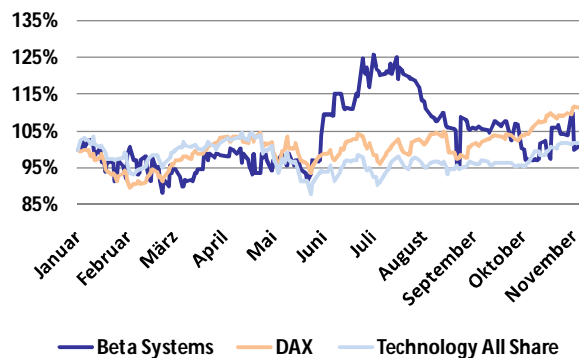
Die Desinvestition von ECM sorgt nicht nur für steigende Margen, sondern verbessert auch das Risikoprofil von Beta Systems. Zum einen hilft, dass der Geschäftsbereich nicht mehr im Konzern integriert ist, da in nächster Zeit Investitionen im oberen einstelligen Millionenbereich angefallen wären. Zum anderen spült der Verkauf Liquidität in die Kasse von Beta Systems, die bereits zum Abbau von Schulden verwendet wurde und in Zukunft verwendet wird. Damit kann das Unternehmen seine Kreditlinien bis 2011 auf 0 senken. Daneben steht Liquidität für kleinere Zukäufe zur Verfügung. Die Eigenkapitalquote hat sich bereits auf 52 Prozent erhöht (von 39 Prozent zum 31.12.2009) und wird zukünftig weiter steigen. Das Risiko der Beta Systems Aktie ist damit deutlich gesunken. Gleichzeitig konzentriert sich das Unternehmen auf sein Kerngeschäft und arbeitet profitabel.

Wir sind der Meinung, dass das neue Profil (Geschäftsmodell/Risiko) von Beta Systems noch nicht im Aktienkurs reflektiert wird. Die durch die Desinvestition des Segments ECM gewonnene Liquidität könnte für kleinere Zukäufe verwendet werden. Der von uns ermittelte faire Wert liegt weiterhin bei 4,98 Euro. Dies entspricht einem Upside-Potenzial von 77 Prozent gegenüber dem aktuellen Kurs.

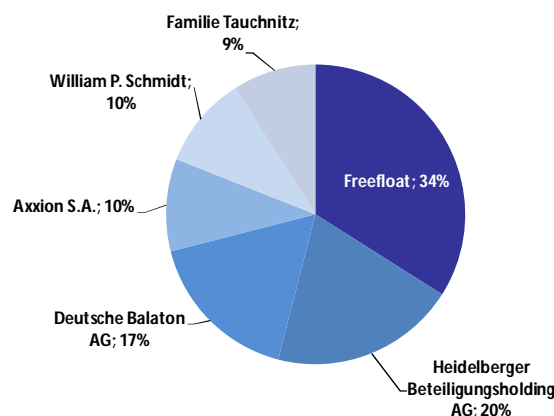
4 Aktie

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. Im Juni machte die Beta Systems Aktie einen Sprung bis zu einem Plus von etwa 25%. Seit Mitte Juli gab sie wieder leicht nach und pendelte um ein Niveau von +5%. Dabei fiel sie jedoch zeitweise auch unter den Wert von Januar. Aktuell notiert sie wie der Technology All Share Index bei ihrem Jahresanfangskurs. Der DAX hingegen liegt etwa 11% im Plus.

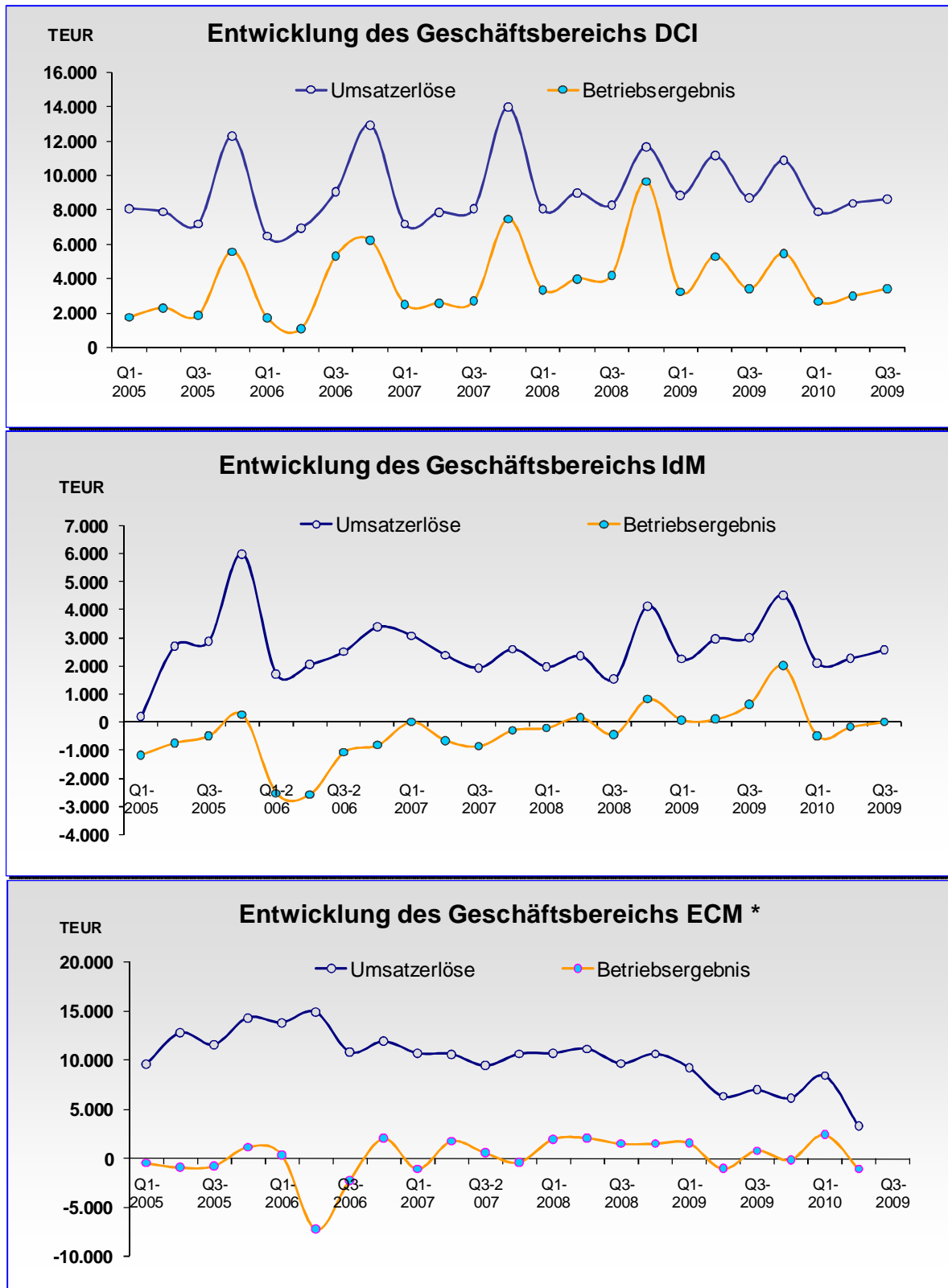
Kursentwicklung Beta Systems Aktie 2010



Aktionärsstruktur



5 Zeitreihen: Entwicklung der Geschäftsbereiche



* Die Zahlen für Q2 2010 des veräußerten Geschäftsbereichs ECM beziehen sich auf den Zeitraum vom 01.04.2010 bis zum Datum der Herauslösung des Segments aus dem Beta Systems Konzern am 31.05.2010.

6 Finanzteil

6.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	29.179	25.429	17.899	18.436	18.989	19.559
• Hardware	6.215	3.094	138	142	147	151
• Wartung	40.533	40.569	24.819	25.563	26.330	27.120
• Service	14.512	12.014	7.744	7.976	8.216	8.462
Umsatzerlöse	90.439	81.106	50.600	52.118	53.682	55.292
Umsatzkosten	-40.769	-37.222	-22.011	-22.411	-22.546	-24.052
Bruttoergebnis vom Umsatz	49.670	43.884	28.589	29.707	31.135	31.240
• Vertriebskosten	-22.501	-21.597	-12.903	-12.508	-12.830	-12.994
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7.903	-7.681	-5.440	-5.108	-4.295	-3.870
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-13.796	-14.017	-9.108	-7.713	-8.052	-7.741
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	975	795	1.010	521	537	553
Operatives Ergebnis (EBIT)	6.445	1.384	2.149	4.899	6.495	7.188
• Zinserträge	472	920	323	700	1.150	1.550
• Zinsaufwendungen	-966	-612	-402	-138	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	5.951	1.692	2.070	5.461	7.645	8.738
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.146	-451	-437	-1.474	-2.294	-2.621
Jahresüberschuss (-fehlbetrag) vor Sondereffekten	4.805	1.241	1.633	3.987	5.352	6.117
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-	-	6.628	-	-	-
Einmalige Aufwendungen für Umstrukturierung	-	-	-3.000	-	-	-
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	4.805	1.241	5.261	3.987	5.352	6.117
Ergebnis je Aktie	0,36	0,09	0,40	0,30	0,41	0,46
Veränderung zum Vorjahr						
Umsatzerlöse aus:						
• Lizenzen	0,63%	-12,85%	-29,61%	3,00%	3,00%	3,00%
• Hardware	89,48%	-50,22%	-95,53%	3,00%	3,00%	3,00%
• Wartung	-3,05%	0,09%	-38,82%	3,00%	3,00%	3,00%
• Service	-0,01%	-17,21%	-35,54%	3,00%	3,00%	3,00%
Umsatzerlöse	2,08%	-10,32%	-37,61%	3,00%	3,00%	3,00%
Umsatzkosten	2,00%	-8,70%	-40,87%	1,82%	0,60%	6,68%
Bruttoergebnis vom Umsatz	2,14%	-11,65%	-34,85%	3,91%	4,81%	0,34%
• Vertriebskosten	-4,56%	-4,02%	-40,26%	-3,06%	2,57%	1,28%
• Allgemeine Verwaltungskosten	4,25%	-2,81%	-29,18%	-6,10%	-15,92%	-9,87%
• Forschungs- und Entwicklungskosten	14,49%	1,60%	-35,02%	-15,31%	4,39%	-3,87%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-344,97%	-18,46%	27,04%	-48,40%	3,00%	3,00%
Operatives Ergebnis (EBIT)	10,76%	-78,53%	55,24%	128,02%	32,59%	10,66%
• Zinserträge	521,05%	94,92%	-64,89%	116,72%	64,29%	34,78%
• Zinsaufwendungen	-2,52%	-36,65%	-34,31%	-65,67%	-100,00%	#DIV/0!
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	21,35%	-71,57%	22,31%	163,88%	40,00%	14,29%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-55,82%	-60,65%	-3,14%	237,53%	55,55%	14,29%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	108,01%	-74,17%	31,56%	144,18%	34,25%	14,29%
Ergebnis je Aktie	50,00%	-73,82%	323,90%	-24,22%	34,25%	14,29%
Anteil am Umsatz						
Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Umsatzkosten	-45,08 %	-45,89 %	-43,50 %	-43,00 %	-42,00 %	-43,50 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	54,92 %	54,11 %	56,50 %	57,00 %	58,00 %	56,50 %
• Vertriebskosten	-24,88 %	-26,63 %	-25,50 %	-24,00 %	-23,90 %	-23,50 %
• Allgemeine Verwaltungskosten	-8,74 %	-9,47 %	-10,75 %	-9,80 %	-8,00 %	-7,00 %
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-15,25 %	-17,28 %	-18,00 %	-14,80 %	-15,00 %	-14,00 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,08 %	0,98 %	2,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Operatives Ergebnis (EBIT)	7,13 %	1,71 %	4,25 %	9,40 %	12,10 %	13,00 %
• Zinserträge	0,52 %	1,13 %	0,64 %	1,34 %	2,14 %	2,80 %
• Zinsaufwendungen	-1,07 %	-0,75 %	-0,79 %	-0,26 %	0,00 %	0,00 %
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	6,58 %	2,09 %	4,09 %	10,48 %	14,24 %	15,80 %
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1,27 %	-0,56 %	-0,86 %	-2,83 %	-4,27 %	-4,74 %
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	5,31 %	1,53 %	3,23 %	7,65 %	9,97 %	11,06 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6.2 Bilanzen

Bilanzen - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Aktiva						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Kassenbestand und Zahlungsmittel	1.822	1.888	1.874	14.104	23.324	32.058
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38.317	37.911	26.020	24.123	22.365	20.656
Fertigungsaufträge (POC)	4.676	209	400	356	322	359
Vorräte	3.323	72	230	325	209	255
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	4.557	1.703	9.263	3.659	2.655	2.876
Laufende Ertragsteuern	115	334	359	395	363	372
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände	52.810	42.117	38.146	42.962	49.237	56.577
Sachanlagen	3.197	1.835	2.208	2.566	2.447	2.007
Firmenwert	2.029	3.371	3.370	3.365	3.269	2.802
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	2.490	2.582	2.726	1.806	2.141	1.566
Erworbene Softwareproduktrechte	2.408	2.574	3.098	2.305	2.566	1.963
Aktive latente Steuern	7.295	7.680	8.645	8.010	8.112	8.256
Sonstige langfristige Forderungen	751	795	997	924	905	942
Summe langfristige Vermögensgegenstände	18.170	18.837	21.044	18.976	19.440	17.535
Vermögenswerte von Veräußerungsgruppen, die als zur Veräußerung gehalten klassifiziert werden	0	16.036	0	0	0	0
Summe Aktiva	70.980	76.990	59.190	61.937	68.677	74.112
Kurzfristige Finanzierung	7.120	13.187	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.678	2.046	2.511	2.279	2.395	2.337
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	6.876	6.159	9.000	7.580	8.290	7.935
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.551	7.413	3.980	3.150	2.842	2.218
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	28.225	28.805	15.491	13.008	13.527	12.489
Finanzielle Schulden	1.675	1.735	1.000	500	500	500
Pensionsverpflichtungen	2.922	1.824	1.750	1.663	1.579	1.500
Passive latente Steuern	8.812	9.071	8.915	9.143	9.580	9.261
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	759	502	750	739	1.059	899
Summe langfristige Verbindlichkeiten	14.168	13.132	12.415	12.045	12.718	12.160
Vermögenswerte von Veräußerungsgruppen, die als zur Veräußerung gehalten klassifiziert werden	0	5.311	0	0	0	0
Summe Fremdkapital	42.393	47.248	27.906	25.053	26.245	24.650
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	2.729	8.235	13.787	20.839
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1.166	1.080	989	1.083	1.080	1.058
Eigene Anteile	-419	-419	-419	-419	-419	-419
Summe Eigenkapital	28.587	29.742	31.284	36.884	42.433	49.463
Bilanzsumme	70.980	76.990	59.190	61.937	68.677	74.112

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	4.805	1.241	1.633	3.987	5.352	6.117
Abschreibungen	3.884	3.484	3.516	3.455	3.485	3.485
(Gewinn) Verlust aus dem Abgang von Sachanlagen	51	4	20	33	28	19
Finanzergebnis, netto	494	-308	-466	289	-552	-465
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Steueraufwand	1.424	-113	-437	-1.126	-1.011	-635
<i>Veränderungen der Aktiva und Passiva</i>						
Ab-/Zunahme Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	595	-2.651	11.891	1.897	1.758	1.709
Ab-/Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	763	-3.472	465	-233	116	-58
Veränderungen sonstiger Aktiva und Passiva	-9.659	-1.305	-7.560	5.604	1.004	-221
Cashflow aus der lfd. Geschäftstätigkeit	2.357	-3.120	9.062	13.906	10.180	9.951
Erwerb von Sachanlagen und immat. Vermögenswerten	-658	-556	-632	-745	-559	-814
Erlös aus dem Abgang von Sachanlagen	397	0	0	0	0	0
Erhaltene Zinsen	32	81	15	37	26	19
Einzahlungen aus der Veräußerung Vermögenswerte	2.400	0	0	0	0	0
Erwerb von Finanzanlagen	-5.091	-1.816	0	0	0	0
Erwerb von Tochtergesellschaften, abzgl. erw. Zahlungsmittel	0	0	-1.000	0	0	0
Veräußerung von Tochtergesellschaften	0	0	6.628	0	0	0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-2.920	-2.291	5.011	-708	-533	-795
Veränderung kurzfristige Verbindlichkeiten	-1.112	6.067	-13.187	0	0	0
Einzahlungen aus der Aufnahme finanzieller Schulden	2.425	1.000	2.425	1.250	700	300
Tilgung finanzieller Schulden	-2.000	-940	-735	-500	0	0
Veränderung finanzieller Schulden	425	60	-735	-500	0	0
Gezahlte Zinsen	-173	-466	-173	-523	-366	-411
Erhaltene Zinsen	0	0	0	0	0	0
Dividendenausschüttung	0	0	0	0	0	0
Sonstige Auszahlungen/Einzahlungen - Kapitalerhöhung 07	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-860	5.661	-14.095	-1.023	-366	-411
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	69	-86	-90	55	-61	-10
Zunahme (Abnahme) der Zahlungsmittel	-1.423	250	-22	12.175	9.281	8.745
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	3.176	1.822	1.986	1.874	14.104	23.324
Zahlungsmittel am Ende der Periode	1.822	1.986	1.874	14.104	23.324	32.058

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7 Bewertung

7.1 DCF-Modell

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

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.11.2010 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 Cash Flow-Modell (Basis 11/2010)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	50,60	52,12	53,68	55,29	60,82	66,90
Veränderungsrate	-	3%	3%	3%	10%	10%
EBIT	2,15	4,90	6,50	7,19	7,83	8,11
Veränderungsrate	-	128%	33%	1%	9%	3%
Marge	4,2%	9,4%	12,1%	13,0%	12,9%	12,1%
Beteiligungsergebnis	-0,08	0,56	1,15	1,55	-0,21	-0,13
EBT ex. Zinsergebnis	2,07	5,46	7,65	8,74	7,62	7,98
operativer Steueraufwand	-0,44	-1,47	-2,29	-2,62	-2,40	-2,51
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	21,1%	27,0%	30,0%	30,0%	31,5%	31,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3,52	3,46	3,49	3,49	3,65	4,01
Abschreibungsquote (%Umsatz)	6,9%	6,6%	6,5%	6,3%	6,0%	6,0%
Veränderung langf. Rückstellungen	-0,07	-0,09	-0,08	-0,08	-0,12	-0,13
Anteil Umsatz	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	4,80	7,27	2,88	1,43	-2,25	-4,45
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	9,5%	13,9%	5,4%	2,6%	-3,7%	-6,7%
Investitionen	5,01	-0,71	-0,53	-0,80	-1,64	-1,87
Investitionsquote (%Umsatz)	9,9%	-1,4%	-1,0%	-1,4%	-2,7%	-2,8%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	14,88	13,91	11,10	10,16	4,86	3,02

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7.2 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC Annahmen

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,68

Eigenkapitalkostensatz

7,2%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

4,9%

Wert des Eigenkapitals	43
Wert des Fremdkapitals	0
Gearing	0,0%

WACC

7,20%

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.

7.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 4,98. Er ist damit um 77 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,81). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,68$		6,70%	6,95%	7,20%	7,45%	7,70%
Wachstum	2,0%	4,98	4,83	4,69	4,56	4,44
	2,5%	5,15	4,98	4,82	4,67	4,54
	3,0%	5,37	5,16	4,98	4,81	4,66
	3,5%	5,66	5,40	5,18	4,99	4,81
	4,0%	6,05	5,73	5,45	5,21	5,00

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,68$		6,70%	6,95%	7,20%	7,45%	7,70%
Wachstum	2,0%	65,59	63,57	61,73	60,05	58,50
	2,5%	67,86	65,53	63,44	61,54	59,82
	3,0%	70,74	67,99	65,55	63,37	61,41
	3,5%	74,52	71,16	68,23	65,66	63,38
	4,0%	79,70	75,40	71,76	68,62	65,88

7.4 Peer Group Analyse

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

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters.

Multiples - Peer Group								
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge 2010E	KBV 2010E
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E		
ATOSS Software AG	7,11	6,91	7,44	7,33	14,91	14,52	0,22	4,50
CompuGroup Medical AG	8,80	7,27	17,89	12,82	30,63	20,42	0,10	2,66
Heiler Software AG	n.a.	n.a.	2,11	n.a.	7,81	n.a.	0,10	0,94
IBS AG	9,74	8,80	12,40	10,91	17,11	15,40	0,10	2,14
InVision Software AG	neg.	neg.	neg.	neg.	52,31	23,05	0,06	2,73
Nemetschek AG	7,35	6,55	8,70	7,43	11,93	10,68	0,21	3,65
Software AG	10,13	9,40	11,47	10,27	16,00	14,27	0,24	4,51
Update Software AG	neg.	7,34	neg.	11,74	neg.	17,25	-0,04	0,93
Median	8,80	7,30	10,09	10,59	16,00	15,40	0,10	2,70
Beta Systems Software AG	4,60	3,12	12,13	5,32	7,03	9,28	0,04	1,18
Discount (-)/Premium (+)	-47,67	-57,27	20,30	-49,74	-56,05	-39,73		-56,11
Bewertungsbandbreite:	2,21 EUR bis 4,70 EUR							

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

8 Kontakt

Beta Systems Software AG

Alt-Moabit 90d
D-10559 Berlin

Telefon: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 170

Telefax: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 800

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

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
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
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
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
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick-von Flotow



9 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.