



06. September 2006

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q1/2004



Sektor:

IT/Software

EREIGNIS: Q2/2006 Ergebnis

Rating (alt): **HALTEN**
Fair Value (alt): € 6,85

Rating (neu): **HALTEN**

Letzter Preis: € 4,20

Fair Value: € 6,42

Harte Konsolidierung

- **Schlankere Führungsebene**
- **Bereinigtes Ergebnis fällt besser aus als im Vorjahreshalbjahr**
- **Fokussierung auf Vertrieb & Kernaktivität**



SWOT

- + Solide internationale Kundenbasis
- + Software-Produkte/Lösungen für sichere Verarb. gro. Datenmengen
- + Starke Risikobereinigung
- + Kosteneinsparung erwartet
- - Bleibender Preisdruck ?
- - Schwaches Ergebnis in 2006 erw.
- - Kritische Masse in USA ?

Analyst

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com

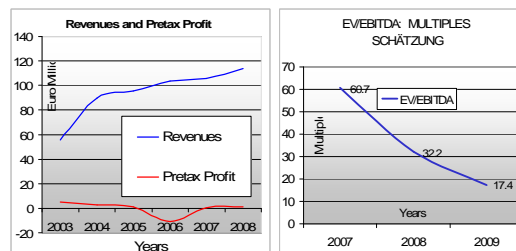
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

Copyright © DR. KALLIWODA | RESEARCH

COMPANY DESCRIPTION

Beta Systems Software AG ist führender Anbieter von hochleistungsfähigen und intelligenten Lösungen für die Verwaltung von Massendaten. Beta Systems ist spezialisiert auf die Automatisierung und Optimierung großvolumiger Datenverarbeitungsprozesse, auf Security-Management und Enterprise Content Management.

HISTORY & ESTIMATES



Beta Systems Software AG					
Figures in EUR	2003	2004	2005	2006e	2007e
EPS Dr.Kalliwoda Research	0.89	0.00	0.18	-0.68	0.02
EPS Consensus	0.69	0.15	0.30	-0.40	0.10
Revenues (mln)	55.8	90.0	95.6	103.6	106.0
net Income (adj.)	3.6	0.0	1.6	-6.0	0.2
P/E	16.8	-	33.0	-6.1	218.4
P/S	1.29	0.60	0.56	0.35	0.36
EV/EBITDA	15.0	26.2	-12.7	-4.2	60.7
Price (curr)	4.20				
52w high	6.60				
52w low	4.20				
Market Cap (mln)	36.7				
ROE curr	0%				
Sales CAGR 020-09	9.9%				
Web Page	betasystems.com				
Shares out (mln)					8.74
6M avrg Vol (000s)					22
Free Float (in %)					56
Weight in TecDaxPrimeStand					0.2%
Reuters code					BSS
Bloomberg					BSS
WKN					522440

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	UNTERNEHMENSSTRATEGIE	3
2.	FINANCIALS: SONDEREFFEKTE BELASTEN HALBJ.-ERGEBN. 2006	3
3.	ÜBERLEGUNGEN ZU UNSEREN SCHÄTZUNGEN.....	3
4.	UNTERNEHMENSENTWICKLUNG: 2003 BIS ENDE 2006 (Q3+Q4e)	5
5.	PROFIT & LOSS-PROGNOSEN BIS 2009.....	6
6.	BILANZ- UND CASHFLOW-PROGNOSEN BIS 2009	6
7.	VALUATION	7
7.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren und Sensitivitätsanalyse	7
8.	PEERGROUP-VERGLEICH	8
9.	CONTACT	10
10.	DISCLAIMER.....	11



1. UNTERNEHMENSSTRATEGIE

Die Beta Systems Software AG (Deutsche –Börse –Prime Standard:BSS) bietet Infrastruktur-Software für unternehmenskritische Anwendungen zur Automatisierung und Absicherung von Geschäftsprozessen an. Das Unternehmen ist in den Segmenten Identity Management (IdM), Enterprise Content Management (ECM) und Data Center Infrastructure (DCI) tätig. Die Lösungen sind auf die Verarbeitung sehr grosser Informationsmengen ausgelegt und sichern kritische Geschäftsprozesse mit sensiblen Daten ab und halten gesetzliche Vorgaben ein. Beta Systems beschäftigt ca. 700 Mitarbeiter und ist seit 1997 börsennotiert. Zur Beta Systems gehören 18 eigene Tochtergesellschaften und weitere Partnerunternehmen. Den grössten Umsatz erzielt Beta Systems in den Branchen Finanzen, Versicherungen, Industrie, Handel und öffentliche Verwaltung.

2. FINANCIALS: SONDEREFFEKTE BELASTEN HALBJAHRESERGEBNIS 2006

Nach EUR 21,8 Mio. in Q1/2006 erzielte Beta Systems in Q2/2006 einen Umsatz von EUR 23,5 Mio. (in Q1 /2005 wurden 19,8 Mio. und in Q2/2005 EUR 23,4 Mio. erreicht). Durch einmalige Aufwendungen in Höhe von EUR 12,3 Mio. für Kostensenkungs- und Konsolidierungsmaßnahmen fiel das operative Ergebnis mit EUR – 15,4 Mio. sehr schwach aus (Q2/2005: EUR -3,5 Mio.). Das Q2/2006 Ergebnis belief sich auf EUR -9,4 Mio. (EUR -1,08 je Aktie). Das vergleichbare bereinigte operative Ergebnis hat sich von EUR -6,6 Mio. in H1/2005 leicht auf EUR -6 Mio. in H1/2006 verbessert. Folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse des ersten Halbjahres 2006 im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr. Unseren fairen Wert je Aktie reduzieren wir

Beta Systems Software AG : H1/2006 und H1/2005 im Vergleich						
			H1/2006	H1/2005	Veränder.	
Umsatz	Euro	Mio	45.30	43.20	4.9%	↑
Operat. Ergebn. *)	Euro	Mio	-19.00	-7.60	150.0%	↑
Ergebnis	Euro	Mio	-10.90	2.00	-645.0%	↓
Ergebnis je Aktie	Euro		-1.25	0.24	-620.8%	↓
Vgl. bereinigt. oper. Erg.	Euro	Mio	-6.00	-6.60	9.1%	↑
Vgl. bereinigt. Nettoerg.	Euro	Mio	-3.10	-2.50	-24.0%	↓
Umsatzrentabilität (EBT)	Euro	%	-24.06	4.63	-619.7%	↓

*) Inklusive einmaliger Aufwendungen von € 13 Mio.

Quelle: Beta Systems; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

basierend auf unserem 3-stufigen Discount-Cash-Flow-Modell von EUR 6.85 auf EUR 6.42. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2006 keine Verbesserung des Ergebnisses gegenüber 2005. Unser Rating für die Aktie der Beta Systems bleibt unverändert HALTEN.

3. ÜBERLEGUNGEN ZU UNSEREN SCHÄTZUNGEN

Nach der Übernahme der Kleindienst Datentechnik und deren Integration konzentriert sich das Unternehmen auf ihre hochwertigen Softwareprodukte- und Softwarelösungen.

- Durch Umstrukturierungen wurden nach Angaben des Management eine umfassende Konsolidierung vorgenommen.
- Bestehende Unternehmensrisiken wurden neu bewertet. Wir erwarten durch diese massiven Wertkorrekturen in Q1 und Q2/2006 keine Fortsetzung solcher hohen Belastungen in Q3 und Q4/2006e.
- Das Managementteam und operative Abläufe wurden deutlich verschlankt und wirken sich auf unsere Kosteneinschätzungen positiv aus.
- Wir gehen davon aus, dass Beta Systems vom Restrukturierungs- in den Wachstumsmodus wechselt. Q2/2006 zeigte wieder eine Stabilisierung des Umsatzwachstums und das für Beta Systems bedeutsame Lizenzgeschäft hat sich wieder erholt. Mit deutlicheren Erfolgen auf der Top- und Bottom-Line rechnen wir jedoch erst in 2008.
- Das Unternehmen fokussiert sich jetzt stärker auf ihre Grosskunden und bietet primär margenträchtigere/ hochwertige Softwareprodukte zur Verarbeitung grosser Datenmengen an.



Zu 3. ÜBERLEGUNGEN ZU UNSEREN SCHÄTZUNGEN

- Die Absicherung der Geschäftsprozesse in Grossunternehmen ist primäres Ziel der Beta Systems-Konzepte. Produktseitig ist Beta Systems für die Zukunft gewappnet. Wir kalkulieren abnehmende F&E-Aufwendungen.
- Aufgrund der klareren Unternehmensstruktur und Fokussierung auf den Vertrieb gehen wir von einer Verbesserung des Partnergeschäftes in Europa aus.
- Nordamerika ist ein Wachstumsmotor für Beta Systems, der unserer Meinung in 2008 zu nachhaltigen Ergebnissteigerungen führen kann. Zu hinterfragen ist dennoch die Erreichung ausreichender Skaleneffekte und Erreichen der kritischen Masse im USA-Geschäft.

Basierend auf unserem 3-stufigen Discount-Cashflow-Modell errechnen wir einen fairen Wert je Aktie von EUR 6.42. Trotz eines Kurspotentials hinsichtlich des jetzigen niedrigen Aktienkurses lautet unser Rating HALTEN (unverändert). Wir gehen von ansehnlichen Wachstumsraten ab 2008 aus, die sich in unserem DCF-Modell positiv auswirken. Allerdings erwarten wir kurzfristig noch keine starke Kurserholung, weil wir für das Jahr 2006 insgesamt noch mit einem Netto-Ergebnis von EUR -6 Mio. rechnen. In der folgenden Tabelle zeigen wir hierzu unsere Schätzungen für Q3 und Q4/2006e. Sie visualisiert die einzelnen Quartale mit den jeweiligen Vorjahresquartalen.

4. UNTERNEHMENSENTWICKLUNG: 2003 BIS ENDE 2006 (Q3+Q4 geschätzt)

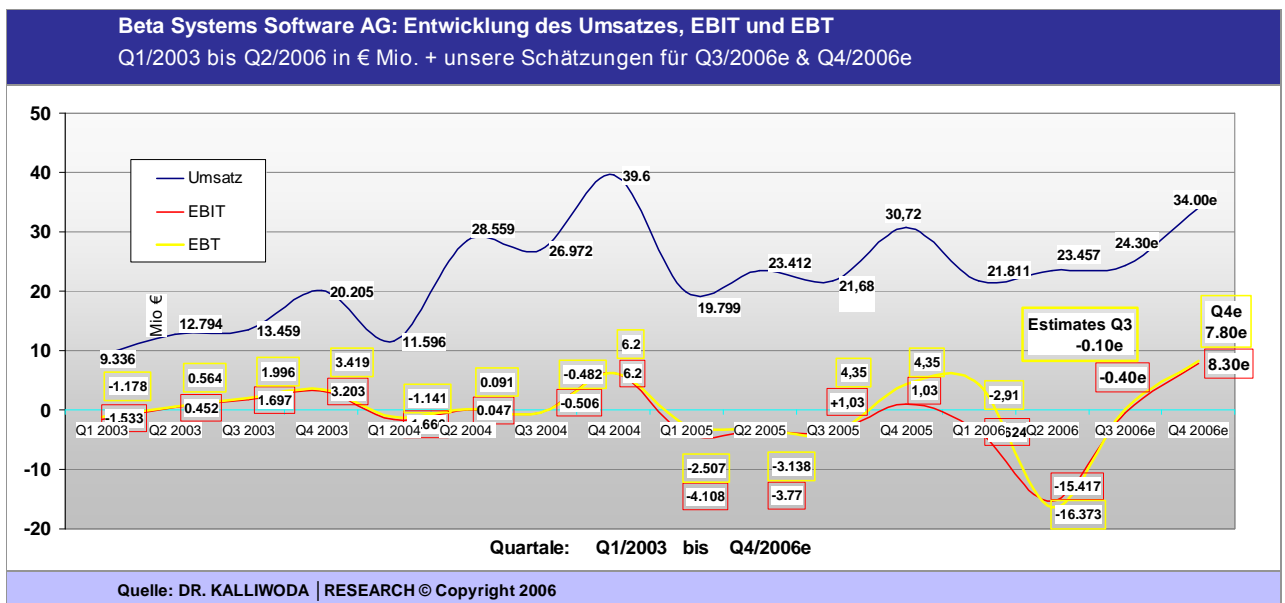
Beta Systems Software AG: Q1/2005 & Q2/2006; und Schätzungen Q3/2006e & Q4/2006e in Mio. €															
	Q1 2006	Q1 2005	Change to Q1 05	Q2 2006	Q2 2005	Change to Q2 05	Q3 2006e	Q3 2005	Change to Q3 05	Q4 2006e	Q4 2005	Change to Q4 05	2006e	2005	Change to total 05
Umsatzerlöse aus:															
Lizenzen	4.48	5.04	-11.2%	5.47	5.44	0.6%	5.50	3.43	60.2%	8.00	8.83	-9.4%	23.44	19.634	
Neulizenzen															
Lizenzweiterungen															
Hardware Verkäufe	3.20	1.28		3.56	2.19		3.80			6.00			16.56		
Wartung	11.09	11.45	-3.2%	11.61	12.86	-9.8%	12.00	5.82	106.3%	15.50	6.12	153.4%	50.20	23.318	
Service	3.04	2.03	50.1%	2.83	2.92	-3.3%	3.00	1.62	85.6%	4.50	2.50	79.9%	13.37	7.069	
(Projektgeschäft ECM Input Mgmt. (2005))								10.81	-100.0%		13.26	-100.0%		45.585	
Summe Umsatzerlöse	21.81	19.80	10%	23.46	23.41	0%	24.30	21.68	12%	34.00	30.72	11%	103.57	95.606	8%
Umsatzkosten:															
Software Lizenzen	0.95	1.92	-50.4%	2.86	1.06	169.3%	1.50	0.57	161.8%	1.50	0.82	83.8%	6.81	2.322	
Hardware Verkäufe	3.52	1.28		8.02	1.11		3.00			3.00			17.54		
Wartung	4.68	4.45	5.2%	4.64	8.56	-45.9%	3.50	1.87	87.4%	4.50	2.52	78.3%	17.32	8.422	
Service	3.46	2.28	52.1%	3.63	2.48	46.5%	2.60	2.05	26.8%	2.60	-1.23	-310.7%	12.30	4.075	
Projektgeschäft ECM Input Mgmt.								8.39	-100.0%		11.39	-100.0%		34.747	
Summe Umsatzkosten	12.62	9.93	27%	19.14	13.21	45%	10.60	12.88	-18%	11.60	13.49	-14%	53.96	49.566	9%
Bruttoergebnis vom Umsatz	9.20	9.87	-7%	4.31	10.20	-58%	13.70	8.80	56%	22.40	17.22	30%	49.61	46.04	8%
Betriebsaufwendungen:															
Vertriebskosten	6.50	5.47	18.8%	8.68	5.33	63.0%	7.00	5.58	25.4%	7.50	5.09	47.4%	29.68	21.489	38.1%
Allgemeine Verwaltungskosten	2.30	4.04	-43.2%	4.56	3.23	41.2%	3.00	2.99	0.3%	3.00	2.14	40.4%	12.86	12.525	2.7%
Forschungs- und Entwicklungskosten	3.10	4.25	-27.0%	4.00	4.22	-5.1%	3.00	3.88	-22.7%	3.00	2.88	4.0%	13.11	16.043	-18.3%
Abschreibung immaterieller Vermögen	0.13	0.23	-45.7%	0.12	-0.11	-214.8%	0.10	0.06	56.3%	0.10	0.04	150.0%	0.45	0.225	99.8%
Abfindungszahlungen (u.a. Restrukt.)	0.80	0.00		2.36	1.03		1.00			1.00	5.57		5.16	5.573	-7.5%
Summe Betriebsaufwendungen	12.82	14.00	-8%	19.73	13.69	44%	14.10	12.52	13%	14.60	15.72	-7%	61.25	55.855	10%
Operatives Ergebnis	-3.62	-4.13	-12%	-15.42	-3.50	341%	-0.40	-3.77	-89%	7.80	1.03	657%	-11.64	-9.815	19%
Sonstige Erträge, netto	0.72	1.69	-57.4%	-0.84	0.52	-259.8%	0.50	-0.05	-1120.4%	0.50	3.50	-85.7%	0.89	5.19	-82.9%
Operatives Ergebnis inkl. Sonst. Erträge	-2.90	-2.43	19%	-16.25	-2.97	447%	0.10	-3.85	-103%	8.30	4.35	91%	-10.76	-4.625	133%
Zinserträge	0.02	0.08	-75.9%	0.01	0.05	-73.3%	0.01	-0.08	-112.0%	0.01	0.43	-97.6%	0.05	0.083	-37.3%
Zinsaufwendungen	-0.03	-0.18		-0.13	-0.21		-0.01			-0.01	-0.60		-0.18	-0.603	
Finanzergebnis, netto	-0.01	-0.09		-0.12	-0.17		0.00			0.00	-0.35		-0.13	-0.52	
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit, vor Ertragsst. + Minderheitenant.	-2.91	-2.53	15%	-16.37	-3.14	422%	0.10	-3.85	-103%	8.30	4.35	91%	-10.88	-5.145	111%
Ertragsteuern (Gutschrift)	-1.40	-0.90	55.4%	-6.97	-1.64	324.4%	-1.50	-2.15	-30.4%	-1.50	5.57	-126.9%	-4.90	0.871	-662.8%
Minderheit, am Erg. der Tochtergesell.(alte Syst.)	0.00	0.52	-100.0%	0.00	-5.63	-100.0%	0.00			0.00	12.53	-100.0%	0.00	6.078	-100.0%
(Ertrag) Verlust aus eingestellter Geschäftstätigkeit abzüglich Ertragssteuer															
Überschuss (Fehlbetrag) der Periode vor Minderheitenanteile	-1.51	-2.15	-30%	-9.40	4.13	-328%	1.60	-1.70	-194%	9.80	0.15	6477%	-5.98	1.804	-431%
Minderheitenanteile	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.33	-100.0%	0.00	-0.76	-100.0%	0.00	-0.234	-100.0%
Überschuss (Fehlbetrag) der Periode	-1.51	-2.15	-30%	-9.40	4.13	-328%	1.60	-2.02	-179%	9.80	1.17	738%	-5.98	1.57	-481%
Überschuss (Fehlbetrag) der Periode pro Stammaktie Einfach und verwässert	-0.17	-0.26	-34%	-1.08	0.50	-314%	0.18	-0.47	-139%	1.12	0.07	1522%	-0.68	0.19	-468%
Gew. durchsch. Anz. Der ausgeg. Aktien zur Ermittlung d. Überschusses der Periode Einfach und verwässert	8.74	8.22	6%	8.74	8.22	6%	8.74	4.28	104%	8.74	-4.06	-315%	8.74	8.44	4%

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006 ; Beta Systems Software AG



ZU 4. UNTERNEHMENSENTWICKLUNG: 2003 BIS ENDE 2006 (Q3+Q4 geschätzt)

Beta Systems hat sich strategisch stärker nach einer marktbezogenen Bereichsstrategie ausgerichtet: Der Vertrieb spielt unserer Meinung nach die entscheidendste Rolle für die weitere Unternehmensentwicklung der Beta Systems Software AG. In Q2/2006 konnte Beta Systems gute Vertriebsfolge verzeichnen. Öffentliche Verwaltungen und Telekomkonzerne aus Spanien zählen jetzt zu den Neulizenzen-Kunden. Beta Systems ist im Kernmarkt Deutschland mit ihren Software-Lösungen gut positioniert. Grössere Wettbewerber sind Interwoven Inc., Hummingbird und Filenet. Folgende Graphik verdeutlicht die starken Schwankungen der Umsätze und Ergebnisse. In Q3 und Q4/2006e kalkulieren wir mit einem EBIT von insgesamt EUR 7,9 Mio. (EBIT für das Gesamtjahr 2006 von EUR – 10.8 Mio. In Q4/2006e rechnen wir mit einem typischen hohen Umsatz (EUR 34 Mio.).



5. Profit & Loss-Prognosen bis 2009

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinn-und-Verlust-Rechnung mit Schätzungen bis 2009. Beta Systems sollte unserer Meinung nach in allen 3 Geschäftsbereichen DCI, Idm und ECM neue Kunden durch einen konzentrierten Vertrieb gewinnen. Strategische Partnerschaften unterstützen die Topline-Entwicklung. Wir schätzen für 2007 einen Umsatz von EUR 106 Mio., EUR 114 Mio. für 2008 und EUR 125 Mio. in 2009. Wir schliessen einen anhaltenden Preisdruck in der IT-Industrie nicht aus und verweisen auch auf unsere Peergroup-Untersuchung in Punkt 6. Basierend auf konservativen Schätzungen errechnen wir eine EPS-Reihe von EUR 0,02 in 2007, EUR 0.07 in 2008 und EUR 0,11 in 2009.



ZU 5. PROFIT & LOSS-PROGRNOSEN BIS 2009

Beta Systems Software AG: PROFIT & LOSS									
EUR min									
	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 2002-2009
Revenues	45.11	55.79	100.82	95.61	103.57	106.00	114.00	125.00	9.9%
% change	-0.2%	23.7%	80.7%	-5.2%	8.3%	2.3%	7.5%	9.6%	
COGS	-9.9	-15.2	-47.4	-49.6	-54.0	-54.2	-58.3	-62.9	
% change		65.1%	211.2%	4.6%	8.9%	0.5%	7.5%	7.9%	
% of revenues	22%	-49%	47%	-52%	-52%	-51%	-51%	-50%	
Gross income	35.20	40.58	53.45	46.04	49.61	51.77	55.68	62.05	5.4%
% change	12.6%	15.3%	31.7%	-13.9%	7.8%	4.4%	7.5%	11.4%	
Gross margin	78%	73%	53%	48%	49%	49%	49%	50%	
S,G&A	-26.8	-27.6	-37.4	-34.0	-42.5	-39.5	-42.5	-46.6	
% of revenues	59%	49%	37%	34%	43%	37%	37%	37%	
R & D	-7.7	-9.1	-12.0	-16.0	-13.1	-11.4	-12.3	-13.5	
% change		17.2%	32.6%	33.6%	-18.3%	-12.9%	7.5%	9.6%	
% of revenues	17%	16%	12%	16%	11%	11%	11%	11%	
Other op. Income	-0.5	-0.1	-0.1	-0.4	-4.3	-0.1	0.5	0.5	
EBITDA	-0.18	3.82	2.85	-4.62	-10.31	0.73	1.36	2.54	
% change	-88.6%	3068.0%	-25.4%		122.9%		86.6%	86.8%	
EBITDA margin	0%	7%	3%	-5%	-10%	1%	1%	2%	
Depr. & Amort.	0.3	0.0	1.0	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	
EBIT	0.13	3.87	2.85	-4.62	-10.76	0.67	1.31	2.34	
% change			-26.3%		132.6%		1.1%	2.3%	
EBIT margin	-0.4%	6.8%	2.8%	-4.8%	-10.4%	0.7%	1.1%	1.1%	
Financial result	2.2	1.0	0.2	-0.5	-0.1	-75.8	-0.4	-0.2	
Pre tax income	2.30	4.85	3.01	0.93	-10.88	0.27	0.91	0.80	
% change	129.3%	111.1%	-38.0%	-69.0%	n.m.	n.m.	238.9%	-12.3%	
Taxes	-2.0	-1.3	-2.3	0.9	4.9	-0.1	-0.6	-0.4	
Tax rate	86.2%	26.6%	77.4%	-93.3%	45.1%	37.3%	67.0%	50.2%	
Minorities	0.0	0.0	-0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
Net income (Ex adj.)	0.32	3.58	-0.02	1.80	-5.98	0.17	0.61	0.53	
% change	-63.6%	1025.6%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	262.1%	-12.3%	
Net margin	1%	6%	0%	2%	-6%	0%	1%	1%	
# shares out (mln)	3.95	3.95	4.02	8.22	8.74	8.74	8.74	8.74	
EPS	0.08	0.89	0.00	0.19	-0.68	0.02	0.07	0.20	
% change	-63.6%	1005.2%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	262.1%	185.6%	

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

6. BILANZ- UND CASHFLOW-PROGNOSEN BIS 2009

Beta Systems Software AG: BALANCE SHEET																
EUR min																
	2002 in %		2003 in %		2004 in %		2005 in %		2006e in %		2007 in %		2008 in %		2009 in %	
Intangible assets	0.3	0	5.7	9	24.6	24	9.5	13	8.3	11	7.7	10	7.2	9	6.8	8
(thereof goodwill)	0.0	0	1.4	2	13.4	13	2.8	4	2.8	4	2.8	4	2.8	3	2.8	3
Tangible assets	4.0	6	3.1	5	8.9	9	6.0	8	5.4	7	7.0	9	8.6	10	10.2	11
Financial assets	3.1	4	1.0	2	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Fixed assets	7.4	10	11.2	18	33.5	45	15.5	25	16.5	21	17.6	22	15.8	22	17.0	22
Inventories	7.2	10	0.0	0	7.2	7	4.7	6	4.2	5	4.3	5	4.5	5	4.8	5
Trade debtors	15.0	21	26.4	42	35.0	34	33.5	46	33.1	42	33.6	42	35.3	42	37.5	42
Other current assets	7.5	11	10.0	16	13.1	13	13.8	19	21.8	28	22.2	28	23.3	28	24.8	28
Cash & marketable sec.	34.5	48	15.8	25	15.4	15	5.9	8	5.1	7	4.2	5	5.3	6	5.6	6
Current assets	64.2	90	52.3	84	70.7	68	57.9	79	64.3	82	64.3	81	68.4	81	72.8	81
Total assets	71.6	100	62.1	100	104.2	100	73.4	100	78.0	100	79.1	100	84.2	100	89.8	100
Share capital	10.2	14	31.7	51	31.8	30	31.5	43	20.5	26	20.5	26	20.5	24	20.5	23
Reserves	47.7	67	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.2	0	2.4	3	4.1	5
Minority interests	0.0	0	0.0	0	0.7	1	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Provisions	1.2	2	9.1	15	15.8	15	4.3	6	13.5	17	13.7	17	14.3	17	15.2	17
Financial liabilities	0.1	0	0.4	1	26.6	26	9.2	13	9.1	12	9.3	12	9.7	12	10.3	12
Other liabilities	1.1	2	4.0	6	16.6	16	20.2	27	18.5	24	18.8	24	19.8	23	21.0	23
Total liabilities	13.7	19	30.4	49	71.7	69	41.9	57	57.5	74	58.4	74	61.3	73	65.3	73
Total equity and liabilities	71.6	100	62.1	100	104.2	100	73.4	100	78.0	100	79.1	100	84.2	100	89.8	100
Working capital	27.9	39	32.2	52	49.0	47	45.4	62	43.2	55	43.8	55	46.0	55	49.0	55
Net debt	-33.6		-14.6	23	13	13	4.8	7	2.0	8	7.5	9	7.0	8	7.4	8
Gearing	-0.58		-0.46	0.0	0.41	0.0	0.17	0.0	0.31	0.0	0.36	0.0	0.31	0.0	0.30	0.0

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright

Die Bilanz der Beta Systems verbessert sich sukzessive. Working Capital, Net Debt und der Gearing-Quotient (Nettoverschuldung/Eigenkapital) bewegen sich auf Basis unserer Schätzungen in einem befriedigendem Rahmen.



ZU 6. BILANZ- UND CASHFLOW-PROGNOSEN BIS 2009

Beta Systems Software AG: CASH FLOW STATEMENT								
EUR/mh	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e
Operating cash flow	3.2	1.0	5.8	-1.6	3.1	3.9	3.6	3.2
Cash flow from investments	-1.5	-1.5	-22.7	7.1	-2.0	-1.0	0.0	0.0
Free cash flow	1.7	-0.5	-17.0	5.5	1.1	2.9	3.6	3.2

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Die Free Cashflows Schätzungen von 2006e bis 2009e bewegen sich zw. EUR 1.1 Mio. und EUR 3.6 Mio.

7. VALUATION

Auf der Basis unseres dreistufigen Discount-Cashflow-Modells errechnen wir einen fairen Wert von EUR 6.42 je Aktie (Marktkapitalisierung von EUR 56,1 Mio.). **Unser Rating lautet HALTEN (unverändert).**

7.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren + Sensitivitätsanalyse

In unserer Basis-Studie und unseren Company-Analysen erfolgte die Bewertung der Beta Systems Software AG mittels des dreistufigen Discount-Cashflow-Verfahrens, um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Wir haben dabei folgende Annahmen getroffen: Risikoloser Zins bei 3,6%; Risikoprämie bei 7 % und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax 30 von 1,25; gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) von 12,3%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von EUR 6,42 ab (bei der Annahme eines langfristigen Unternehmenswachstums von 1,5%). Folgende Tabelle zeigt die einzelnen Parameter unseres DCF-Modells.

Eine Sensitivitätsanalyse zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien. Siehe hierzu untenstehende Tabellen. Wir kalkulieren in unserem Modell mit einem langfristigen Wachstum von 1,5% (konservative Annahme) und gelangen zu einem fairen Wert von EUR 6.42 je Aktie (Marktkapitalisierung von EUR 56.1 Mio., bei 8,7 Mio. Aktien).

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3.60%
Risk premium	7.00%
Beta	1.25
Longterm growth rate	1.50%
Cost of equity	12.15%
Cost of debt (after Tax)	4.55%
WACC	12.35%

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH 2006
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio)

Phase 1 (2005-2006)	-18.3
Phase 2 (2007-2009)	5
Phase 3 (2010...terminal value)	27.2
Net debt	-10.9
Value of total equity	3
DCF value per share	0.27

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH 2006 © Cop

Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1.25$	10.3%	11.3%	12.3%	13.3%	14.3%
0.0%	8	7	6	5	5
0.5%	8	7	6	6	5.0
1.0%	8	7	6	5.7	5
1.5%	8	7	6.42	6	5
2.0%	8	7.4	7	6	5
2.5%	8.8	8	7	6	5

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Sensitivitätsanalyse: Marktkapitalisierung

(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1.25$	10.3%	11.3%	12.3%	13.3%	14.3%
0.0%	66	59	53	48	43
0.5%	68	60	54	49	44
1.0%	70	62	55	49	45
1.5%	72	63	56.11	50	45
2.0%	74	65	57	51	46
2.5%	77	67	59	52	47

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



8. PEERGROUP-VERGLEICH MIT GRÖßEREN UNTERNEHMEN

Der relevante Markt für die Beta Systems Software AG ist relativ stark fragmentiert. Einerseits existieren relativ viele lokale, kleine und auch nicht börsennotierte Anbieter und andererseits global agierende Unternehmen wie CA, EMC (Documentum). Es existieren aber nur wenige Anbieter, die sich ähnlich konsequent nach den 3 Marktsegmenten DCI (Data Center Infrastructure), Idm (Identity Management), ECM (Enterprise Content Management) ausrichten. Entscheidend für ein Unternehmenswachstum in diesen Märkten sind

- Intelligente und integrierbare Software-Konzepte (kompatible Architekturen)
- Starker und speziell ausgebildeter Vertrieb
- Kritische Masse
- Profitabilität und Bilanz des Software-Anbieters.

In allen Punkten kann Beta Systems im Markt bestehen. Die Stärke der Beta Systems liegt in ihrer Produktqualität und ihrem Produktmix. Die Wettbewerber Plumtree und EMC sind grosse Player und können Deal-Sizes von durchschnittlich weit über US\$ 200.000 je Kunde ohne Probleme bewerkstelligen (die grössten Aufträge können auch ein Volumen von zweistelligen Millionenbeträgen pro Jahr ausmachen). Wir haben bewusst die im Verhältnis zur Beta Systems grossen Wettbewerber in unsere Peergroup aufgenommen. Diese Unternehmen bieten ähnliche Software-Konzepte für die 3 Geschäftssegmente der Beta Systems an. Beta Systems bewegt sich im Mid-Market mit Deal-Sizes von durchschnittlich geschätzten US\$ 200000 pro Kunde und pro Jahr. Starke Häufungen sehen wir in dem Umsatz-Intervall zwischen US\$ 50.000 und US\$ 600.000. Hier dringen die grösseren Anbieter zwar auch in den Markt, müssen aber gegen die gewachsenen Kundenbeziehungen und der Branchenexpertise der Beta Systems ankämpfen.

Die Peergroup-Analyse verdeutlicht, dass auch die grösseren Software-Anbieter operative Verluste hinnehmen mussten oder nur niedrige Gewinnmargen erzielt haben.

Die Peergroup durchleuchten wir durch die Darstellung des jeweiligen Unternehmenswertes als Vielfaches von Ergebnisgrößen vor und nach Abschreibungen (EV/EBITDA, EV/EBIT) sowie in Abhängigkeit vom Umsatz (EV/SALES Multiple-Vergleiche).

Wir sind der Meinung, dass diese Gewinn- und Bewertungsgrößen für die Klassifizierung von Unternehmen geeignet sind und auch Abschreibungen berücksichtigen, um zu einer guten Vergleichbarkeit der Unternehmensergebnisse zu kommen (EV/EBIT). Die KGV-Bewertungsmethode halten wir ebenfalls für ein geeignetes Vergleichsmultiple und kommen zu ähnlichen Ergebnissen wie bei den EV-EBIT-Multiples.

Auf der Basis unserer EV/EBITDA 2007e Schätzungen ist Beta Systems nicht unterbewertet. Die Consensus-schätzungen liegen über unseren, was daran liegen kann, dass Gewinnschätzungen für 2007 evtl. noch nicht angepasst worden sind.

Andererseits stellen wir bei dem Multiple EV/SALES 2006e fest, dass ein Wert von 0,3 sehr deutlich unter dem der Wettbewerber liegt. Die Unternehmen Documentum und FileNet werden beispielsweise etwa mit dem zweifachen Umsatz bewertet, Plumtree sogar mit dem 3-fachen Umsatz.

Die folgenden Tabellen zeigen, dass die amerikanischen Vergleichsunternehmen auch bei den anderen Multiples die höchsten Werte erzielen: Siehe EV/EBITDA 2007e bei Plumtree (13,6), FileNet (14,2) und Stellent (11,3). Andererseits sind auch die relativ hohe Liquidität in den Bilanzen sowie die geringere Verschuldung auffällig. Daher werden u.a. für die US-amerikanischen Aktien traditionell höhere Multiples als für manche deutsche Unternehmen an der Börse gehandelt.



Zu 8. PEERGROUP-ANALYSE

PEERGROUP BETA SYSTEMS SOFTWARE AG											
Company	Country	Währung: Rel. zu US\$	Market Capitalization (US\$)	Price Close, Current (US\$)	Enterprise Value (US\$)	Revenue, (US\$), LFY	Revenue Current Year, Current, Median, Local Currency	Normalized EBITDA, (US\$), LFY	EBITDA Current Year, Current, Median, (US\$)	Normalized EBIT, (US\$), LFY	EBIT Current Year, Current, Median, (US\$)
Blumtree	USA	1	5076.43	12.95	4198.57	1199.85	1393.31	249.75	273.58	211.21	282.65
Beta Systems	GER	0.77	48.77	4.32	37.48	122.57	128.53	-6.77	4.49	-12.58	-2.56
Documentum	USA	1	25559.19	11.12	22761.19	9663.96	10805.80	2097.51	2366.87	1582.01	1667.98
Filenet	USA	1	1489.67	35.10	1039.30	421.84	457.30	63.53	64.05	48.67	48.32
Hummingbird	USA	1	485.06	30.75	447.02	236.10	262.10	18.39	39.20	-4.54	11.91
Interwoven	USA	1	454.67	10.62	308.13	175.04	197.00	4.53	-	-2.56	19.57
Stellent	USA	1	303.81	10.24	234.64	123.39	137.90	11.08	18.64	5.46	15.39

DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

PEERGROUP BETA SYSTEMS SOFTWARE AG									
Company	EV/Revenues 2005	EV/Revenues 2006e	EV/EBITDA 2005	EV/EBITDA 2006e	EV/EBITDA 2007e	EV/EBIT 2005	EV/EBIT 2006e	P/E_Ratio Current	
Blumtree	3.50	3.01	16.81	15.35	13.62	19.88	14.85	23.56	
Beta Systems	0.31	0.29	-5.54	8.35	4.92	-2.98	-14.64		
Documentum	2.36	2.11	10.85	9.62	8.28	14.39	13.65	21.66	
Filenet	2.46	2.27	16.36	16.23	14.17	21.35	21.51	30.79	
Hummingbird	1.89	1.71	24.31	11.40	9.73	-98.46	37.53	19.02	
Interwoven	1.76	1.56	68.02	0.00	-	-120.36	15.75	26.95	
Stellent	1.90	1.70	21.18	12.59	11.31	42.97	15.25	18.62	
Median	1.90	1.71	16.81	11.40	10.52	14.39	15.25	22.61	
Arithm average	2.03	1.81	21.71	10.50	10.34	-17.60	14.84	23.43	
Beta Systems	0.31	0.29	-5.54	8.35	4.92	-2.98	-14.64	0.00	
Difference Median	1.60	1.41	22.35	3.06	5.60	17.37	29.89	22.61	
Difference Arithm.	1.72	1.52	27.25	2.16	5.42	-14.62	29.48	23.43	
Potential % (Median) *	521.88	484.88	-403.66	36.61	113.82	-582.91	-204.14	-	
Potential % (Arithm.)	562.43	519.98	-492.20	25.84	110.13	490.79	-201.37	-	

Source: Reuters Estimates & DR.KALLIWODA | RESEARCH ESTIMATES © Copyright 2006

DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Ergebnis: Wir wenden zur Bewertung der Beta Systems Software AG ausschliesslich unsere DCF-Untersuchung an und gelangen zu einem fairen Wert von EUR 6.42 je Aktie. Unsere Peergroup-Analyse plausibilisiert auf der Basis der Consensus-Schätzungen höhere Aktienkurse. Nähme man die EV/EBITDA 2006e Consensus-schätzungen (ohne unsere neuen Schätzungen) heran, ergäbe sich für die Beta Systems eine Unterbewertung von 36,6%. Dies ist unserer Meinung nicht realistisch, weil in 2006 noch mit einem negativen EBITDA-Ergebnis gerechnet werden muss (vgl. hierzu Kapitel 4 und 5).

Auf der Basis der Consensus Schätzungen (ohne unsere EV/EBITDA 2007e Schätzungen) wäre die Beta Systems hinsichtlich unseres Peergroup-Vergleiches sogar mit 113% unterbewertet, was einem fairen Aktienkurs von EUR 8.95 entspräche.

Auf der Basis unserer EV/EBITDA 2006e und EV/EBITDA 2007e Schätzungen ist die Beta Systems im Peergroup-Vergleiches noch nicht unterbewertet. Erst in 2008, wenn sich die Unternehmensumstrukturierungen unserer Meinung nach stärker in Umsatz- und Gewinnzuwächsen auswirken, rechnen wir mit einem stärkeren Aufholpotential. Basierend auf unseren Annahmen ist dann eine höhere Unternehmensbewertung als heute sehr wahrscheinlich.

Wir empfehlen die Aktie weiterhin zu HALTEN.



9. CONTACT



Beta Systems Software AG
Alt Moabit 90 d
10559 Berlin
Tel. : 030/726118-0 Fax : 030/726118-290

Investors Relations:

Herr Arne Baßler/Berlin
Tel.: 030/726118-170
Fax: 030/726118-881
E-Mail: arne.bassler@betasystems.com
www.betasystems.com

DR. KALLIWODA RESEARCH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
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 Financials ,
Reuters and
JCF Factset**

Analyst of this analysis :
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA





10. DISCLAIMER

Rating Key/Anlage-Rating-System:

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH 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, 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 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 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 für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



Zu 10. DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH 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's prior written consent. Please cite source when quoting.