

19. August 2009

Analyse

Coverage: Seit Q1/2005

Events

03.11.09 Zwischenbericht Q3

Index/Industry/Sector:
Software

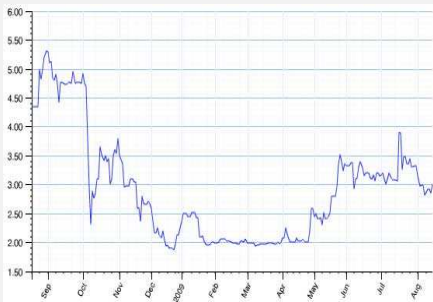
Germany

Small Caps

Empfehlung: Kaufen **Fair Value (alt):** € 5.70

Fair Value (neu): € 5.10 **Letzter Preis:** € 2.90

Price/Volume/Chart



BSS rechnet mit einem starken vierten Quartal

- Auftragsverschiebungen im Geschäftsbereich ECM belasten das Ergebnis.
- Beta Systems hält auch für das GJ 2009 Umsatz- und Ergebnissteigerungen für möglich. Aus unserer Sicht ist dieses Anliegen allerdings recht ambitioniert.
- Nach den Zahlen zum ersten Halbjahr rechnen wir damit, dass Beta Systems die Zahlen des Vorjahres nicht erreichen wird. Wir haben daher das Kursziel auf 5,10 EUR gesenkt.

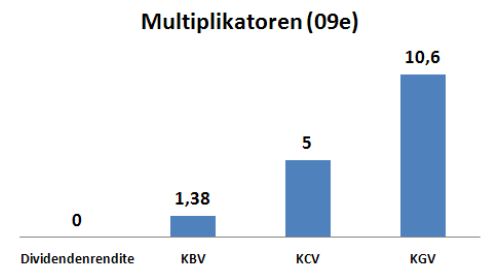
SWOT

- + Konzentration a. Großkunden
- + Kundenspektrum/Referenzen
- + Starkes Kerngeschäftsfeld
- + Compliance/IT-Security
- + Kooperationen/Netzwerke
- + Hoher Kundennutzen
- - wettbewerbsintensives Marktumfeld

COMPANY DESCRIPTION

Die Beta Systems Software AG ist ein führender Anbieter von Infrastruktur-Software, die geschäftskritische Prozesse und sensible Daten optimiert, organisiert und verwaltet. Seit 1997 ist die Gesellschaft an der Frankfurter Börse notiert. Die Gesellschaft wurde 1983 gegründet und 1991 in eine AG umfirmiert. Beta Systems hat ihren Sitz in Berlin und beschäftigt derzeit 663 Mitarbeiter.

VALUATION



ANALYST

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

See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal:

- Bloomberg
- Thomson Reuters
- JCF FactSet
- vwd group

Copyright © 2008 DR. KALLIWODA | RESEARCH

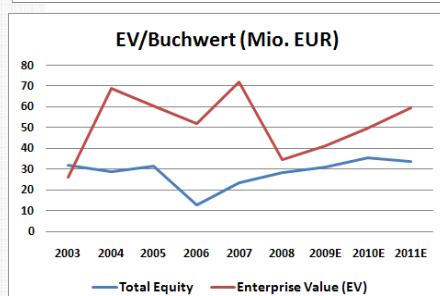
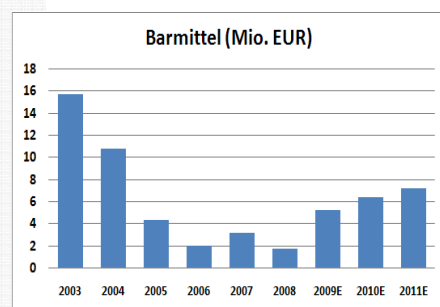
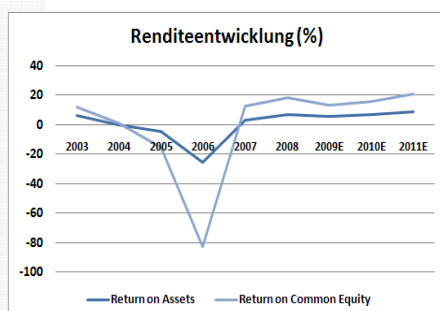
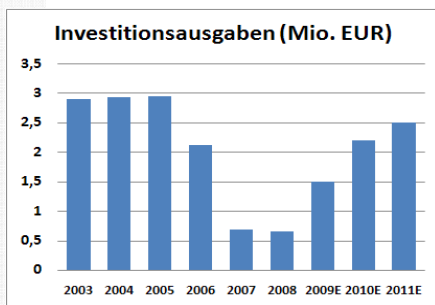
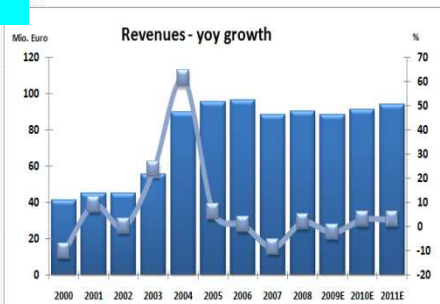
Beta Systems Software AG

Currency = EUR	2006	2007	2008	2009E	2010E
Umsatzerlöse (Mio. €)	96.60	88.60	90.40	88.49	91.28
EBIT (Mio. €)	-15.60	5.80	6.44	6.33	8.25
Nettoergebnis (€)	-18.40	2.30	4.81	4.10	5.57
Ergebnis je Aktie (€)	-2.10	0.24	0.36	0.31	0.42
Kurs-Buchwert-Verhältnis	3.10	3.30	0.94	1.38	1.22
Eigenkapitalrendite (in %)	-82.60	12.59	18.37	20.28	15.70
Price (curr)	2.90				
52W high	5.39				
52w low	1.86				
Market Cap (mln)	38.2				
Last Dividend	0.00				
Accounting Stand.	IFRS				
Web Page	www.betasystems.de				
Shares out (mln)				13.17	
6M Avrg Vol (St.)				4505	
Free Float (in %)				42.89 %	
Weight in Prime Software				0.089 %	
Bloomberg code				BSS:GR	
Reuters code				BSSG.DE	
WKN				522440	

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © 2009

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Geschäftsentwicklung	5
3	Kennzahlen	6
4	Benchmarking	7
5	Finanzplanung.....	8
5.1	Bilanzen.....	8
5.2	Gewinn- und Verlustrechnung	9
6	Unternehmensbewertung	10
6.1	Discounted Cashflow Methode	10
6.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC).....	11
6.3	Fair Value – Sensitivitäten	11
7	Peer Group Analyse.....	12
7.1	Bewertungsabschlag/-zuschlag	13
8	Kontakt	14
9	DISCLAIMER	15



1 Unternehmensprofil

Die Beta Systems Software AG entwickelt und vertreibt hochwertige Softwarelösungen für die sichere und effiziente Verarbeitung großer Datenmengen. Daneben unterstützen die Softwareprodukte den Kunden bei der Automatisierung, Absicherung und Nachvollziehbarkeit der Geschäftsprozesse in den drei Kernbereichen Benutzer-Management, Dokumenten-Management und Informations-Management. Auf diesem Gebiet gehört Beta Systems zu den führenden mittelständischen, unabhängigen, europäischen Software-Lösungsanbietern in diesem Marktsegment. Die Beta Systems Software AG untergliedert ihr Geschäft in die drei Geschäftsbereiche ECM, IDM und DCI.

Geschäftsbereich ECM - Dokumenten-Management

Im Bereich Enterprise Content Management bietet das Unternehmen branchenspezifische Lösungen an, die das sichere und effiziente Dokumenten-Management gewährleisten. Dazu zählt die Erkennung, Verarbeitung, Bereitstellung, Verteilung und Archivierung der Dokumente und Daten für Geschäftsvorfälle in ausgewählten Branchen.

Geschäftsbereich IDM - Benutzer-Management

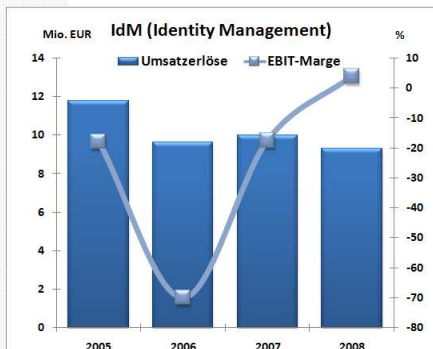
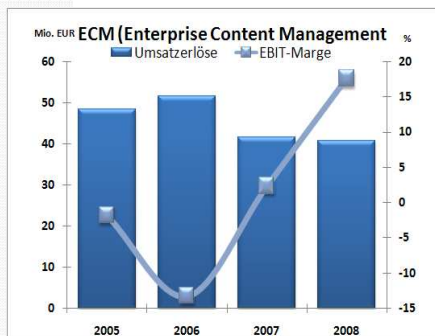
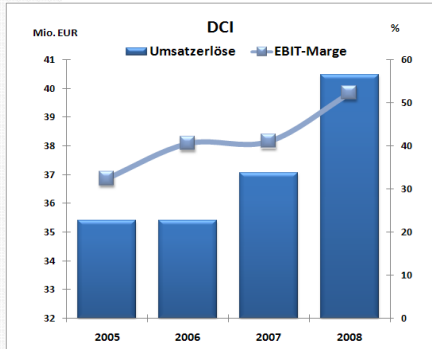
Im Bereich Identity Management hat die Gesellschaft branchenübergreifende Lösungen im Angebot, die unternehmensweit und plattformübergreifend sicheres und effizientes Benutzer-Management ermöglichen. Dazu zählt die zentrale Definition, Steuerung, Überwachung und Dokumentation der IT-Nutzerrechte zur Durchsetzung der Sicherheitsrichtlinien und -gesetze im Unternehmen.

Geschäftsbereich DCI - Informationsmanagement

Der Geschäftsbereich Data Center Infrastructure bietet darüber hinaus Lösungen für sicheres und effizientes Informations-Management im Umfeld von Rechenzentren. Dazu zählt die Steuerung, Überwachung, Verarbeitung und Dokumentation komplexer IT-gestützter Geschäftsprozesse.

Zu den weltweit mehr als 1.300 Kunden zählen Großunternehmen aus den Bereichen Finanzdienstleistungen, Industrie, Handel, Logistik und IT-Dienstleistungen in Deutschland, Europa und den USA. Beim Thema IT-Sicherheit und Automatisierung vertrauen 7 der 10 größten europäischen Versicherungsgruppen auf Lösungen der Beta Systems. 50 % der größten europäischen Banken sichern ihre Geschäftsprozesse mit Lösungen von Beta Systems ab.

Beta Systems ist seit 1997 börsennotiert und beschäftigt gegenwärtig rund 663 Mitarbeiter an den Standorten Berlin (Unternehmenszentrale), Köln, Augsburg und Calgary. Darüber hinaus ist der Konzern mit 19 eigenen Tochtergesellschaften und weiteren Partnerunternehmen auch international vertreten. Nach wie vor sprechen folgende Aspekte für ein Investment in die Aktien der Beta Systems Software AG:



- Wachstumsstrategie:** Ziel der Beta Systems-Gruppe ist es, ihre bestehende Marktposition in den Geschäftsbereichen ECM, IdM und DCI zu festigen und weiter auszubauen sowie sich zu einem führenden Anbieter von Software zur Verwaltung großer Daten-, Dokumenten- und Benutzermengen zu entwickeln;
- Partnerschaften:** Beta Systems Software hat zahlreiche Vertriebs- und Technologiepartnerschaften geschlossen. Durch diese Partnerschaften kann die Gesellschaft ihren Kunden ein breites Spektrum an Softwarelösungen anbieten und diese weitflächig distribuieren.
- Marktposition Finanzdienstleistungen:** Die Beta Systems Software AG beabsichtigt ihre Marktposition im Bereich Finanzdienstleistungen weiter auszubauen. Aufgrund der Nischenstrategie und der zunehmenden Bedeutung von Compliance-Regelungen im Finanzbereich versprechen wir uns hiervon einen deutlichen Wachstumsimpuls;
- Langjährige Kundenbeziehungen /Referenzen**
- In Sachen **Compliance/Security** steht die Finanzbranche durch das hohe Bedrohungspotenzial und dem notwendigen Vertrauen besonders im Fokus.
- Die Anforderungen an die Compliance werden komplexer. Insbesondere bei Firmen mit einem stark verästelten Geflecht in- und ausländischer Beteiligungen, wie sie im Bankenbereich vorzufinden sind, sind die vielfältigen Berichtspflichten nur mit Hilfe einer adäquaten IT-Organisation nachzukommen.

2 Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz der Beta Systems Software AG ging im zweiten Quartal aufgrund von Auftragsverschiebungen um -9,9 Prozent auf 20,45 Mio. EUR zurück. Während die Wartungserlöse gegenüber dem Vorjahresquartal anstiegen, reduzierte sich die Umsatzeleistungen vor allem bei den margenstarken Softwarelizenzen und den Serviceleistungen. Trotz der schwachen Ertragszahlen konnte die Beta Systems Software AG einen positiven operativen Cashflow von 2,26 Mio. EUR ausweisen.

Auf der Segmentebene verzeichnete man im Geschäftsbereich Data Center Infrastructure (DCI) eine Steigerung der Umsatzerlöse um beachtliche 23,6 Prozent auf 11,3 Mio. Euro, auch das Betriebsergebnis konnte hier von 3,99 Mio. Euro auf 5,28 Mio. Euro zulegen. Schwächer entwickelte sich dagegen der Geschäftsbereich Enterprise Content Management (ECM). So sanken die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 43 Prozent auf 6,37 Mio. Euro. Darüber hinaus reduzierte sich der EBIT-Beitrag allein in diesem Segment um rund 3,1 Mio. EUR. Damit lag das Unternehmen deutlich unterhalb unserer Erwartungen.

Bewertung

Unter Berücksichtigung unserer Wachstumsannahmen ergibt sich ein faires Kursniveau von 5,10 Euro, was einem rechnerischen Aufwärtspotenzial von 75,8 Prozent entspricht. Unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Ertragslage ist nicht davon auszugehen, dass Beta Systems für das laufende Geschäftsjahr wieder eine Dividende zahlen wird. Unter Berücksichtigung des aktuellen Bewertungsniveaus errechnen wir für Beta Systems Software gleichfalls einen fairen Wert, der über dem aktuellen Kurs liegt. Aufgrund der hohen Cashflows und einem für Softwareunternehmen niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,38 sowie einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,6 halten wir ein Investment in die Aktie der Beta Systems Software AG nach wie vor für sehr attraktiv. Angesichts der Entwicklung in den ersten sechs Monaten haben wir unsere Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr unverändert gelassen, allerdings das Kursziel an die Marktbewertung angepasst. Wir senken daher das Kursziel, halten aber an unserer Kaufempfehlung fest.

3 Kennzahlen

Kennzahlen - Beta Systems Software AG					
Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR)		GuV-Kennzahlen (EUR, M)		Bewertungskennzahlen	
Letzter Kurs	2.90	Umsatzerlöse, LFI:	20.46	Curr P/E Normalized, LFY:	8.29
Datum	14.08.2009	Umsatzerlöse, LTM:	88.7	Curr EV/Tot Revenue (LFI/LTM):	0.52
Kurs - 52 W Hoch:	5.39	Umsatzerlöse, LFY:	90.44	Curr EV/EBITDA (LFI/LTM):	5.39
Datum (Hoch)	03.09.2008	EBITDA, LFI:	-0.07	Curr EV/EBIT (LFI/LTM):	10.05
Kurs - 52 Wochentief:	1.86	EBITDA, LTM:	8.62	Curr Mkt Cap (m):	39.5
Datum (Tief)	23.12.2008	EBITDA, LFY:	8.45	(+) Tot Debt Cap, LFI (m):	9.61
Kurs % 1-Tag:	0.00%	EBIT, LFI:	-0.89	(-) Cash & Equiv, LFI (m):	-2.68
Kurs % 4-Wochen:	-20.00%	EBIT, LTM:	4.91	(=) Curr EV, LFI (m):	46.43
Kurs % 13-Wochen:	26.05%	EBIT, LFY:	6.45	Curr EV/Tot Revenue (LFY):	0.51
Kurs % 26-Wochen:	44.23%	Ergebnis vor Steuern, LFI:	-0.96	Curr EV/EBITDA (LFY):	5.5
Kurs % 52-Wochen:	-30.23%	Ergebnis vor Steuern, LTM:	4.05	Curr EV/EBIT (LFY):	5.37
Kurs % Chg YTD:	42.86%	Ergebnis vor Steuern, LFY:	5.95	Curr Mkt Cap (m):	39.5
10 Day Avg tgl Vol (M):	0	Nettoergebnis, LTM:	-0.63	(+) Tot Debt Cap, LFY (m):	8.8
3 Mo Avg monatliches Vol (M):	0.2	Nettoergebnis, LFY:	3.73	(-) Cash & Equiv, LFY (m):	-1.82
Beta 5Yr (monatlich)	0.68	Income Avail Comm, LTM:	4.81	(=) Curr EV, LFY (m):	46.48
Kennzahlen je Aktie		Profitabilität - Margen (%)		Deckungsgrade	
Ergebnis je Aktie LFY	0.36	Rohergebnis % Marge, LTM:	54.14	Quick Ratio, LFY:	1.29
Umsatzerlöse je Aktie, LFY	6.87	Rohergebnis % Marge, LFY:	54.92	Curr Ratio, LFI:	1.58
Tot Cash je Aktie, LFY:	0.14	EBITDA Marge, LTM:	11.95	Curr Ratio, LFY:	1.84
Cash Flow je Aktie, LFY:	0.52	EBITDA Marge, LFY:	9.35	LT Debt/Tot Eqty, LFI:	7.93
Buchwert je Aktie, LFI:	2.11	Betriebsergebnis Marge, LFI:	-4.7	LT Debt/Tot Assets, LFI:	2.84
Buchwert je Aktie, LFY:	2.17	Betriebsergebnis Marge, LTM:	7.67	Tot Debt/Tot Eqty, LFY:	30.77
Wachstumsraten (%)		Renditekennzahlen (%)		Mitarbeiter	
Umsatz, %Yr/Yr, LFI:	-9.9	ROC Tot LT Cap, LFI:	-5.86	Anzahl der Mitarbeiter	663
Umsatz, %Yr/Yr, LTM:	3.55	ROC Tot LT Cap, LTM:	9.53	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:	30,852.00
Umsatz, %Yr/Yr, LFY:	2.08	ROC Tot LT Cap, LFY:	12.36	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:	140,787.30
Umsatz - 5 Yr. Wachstumsrate:	10.14	ROE Comm Eqty, LFI:	-9.02	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:	145,869.35
EPS, %Yr/Yr, LFI:	-	ROE Comm Eqty, LTM:	14.44	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI:	-956.00
EPS, %Yr/Yr, LTM:	9.81	ROE Comm Eqty, LFY:	18.37	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM:	5,925.40
EPS, %Yr/Yr, LFY:	48.97	ROA Tot Assets, LFI:	-3.27	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY:	7,750.00
Dr. Kalliwoda Research GmbH					

4 Benchmarking

Kennzahlenvergleich

Kennzahlenvergleich	Beta Systems	PSI AG	CompuGroup	Heiler	USU Software	Software AG	Update Software	Personal & Info.	Nemetschek
Kurs/Umsatzerlöse	0,46	0,49	0,89	1,14	0,75	1,93	0,80	1,60	0,55
Kurs/Buchwert des Eigenkapitals	1,45	1,91	1,16	0,69	0,55	2,53	1,04	3,21	1,27
Kurs/materielles Eigenkapital	2,42	4,05	--	0,78	1,87	--	1,47	4,58	--
Kurs/Cash Flow	4,52	9,25	5,56	7,50	10,22	9,99	6,31	7,01	3,90
Kurs/ Free Cashflow	-	7,66	33,77	36,87	17,30	13,86	11,21	9,94	3,40
Wachstumsraten (%)									
Umsatzwachstum, %Yr/Yr (Quartal)	1,6	12,55	40,06	11,99	35,06	13,86	(3,42)	1,30	(5,23)
Umsatzwachstum, %Yr/Yr (Jahr)	3,55	10,66	27,48	21,03	9,44	15,99	12,62	(3,05)	2,77
Umsatzwachstum (5 Jahre)	10,14	(1,30)	27,10	21,43	12,26	11,40	21,84	9,27	9,39
EPS, %Yr/Yr (Quartal)	82,93	57,07	(257,79)	172,90	(0,51)	9,57	(55,79)	(35,75)	(73,48)
EPS, %Yr/Yr (Jahr)	9,81	101,51	(103,03)	338,89	(70,93)	30,76	(16,01)	(9,80)	(28,12)
Finanzstabilität									
Liquidität 2. Grades	1,34	1,78	0,40	8,60	2,09	1,07	2,74	2,73	1,11
Liquidität 3. Grades	1,62	1,83	0,41	8,60	2,39	1,07	2,74	2,74	1,12
Langfr. Schulden/Eigenkapital	7,23	0,00	5,90	0,02	0,00	19,27	0,00	0,00	65,48
Schulden/Eigenkapital	12,33	1,19	68,92	0,05	0,00	30,45	0,00	0,00	77,60
Renditekennzahlen (%)									
Return on Assets	6,87	4,63	0,36	7,69	2,41	10,86	11,01	24,65	6,47
Return on Assets (5 Jahre)	-4,08	(1,23)	5,89	(3,33)	3,25	11,61	15,71	11,36	8,75
Return on Capital	13,35	7,47	0,54	8,50	2,79	15,40	14,67	33,38	9,17
Return on Capital (5 Jahre)	-8,15	(2,04)	8,75	(3,65)	4,26	16,20	21,91	19,34	15,18
Eigenkapitalrendite	20,48	13,82	0,91	8,59	2,80	22,92	15,01	36,68	16,17
Eigenkapitalrendite (5 Jahre)	-12,15	(3,97)	14,80	(3,70)	4,34	20,71	22,78	21,21	19,78
Profitabilität (%)									
Rohertragsmarge (Quartal)	52,25	88,78	81,01	56,09	48,79	72,34	63,01	70,54	93,85
Roherertragsmarge (5 Jahre)	51,84	80,14	80,78	56,74	43,94	69,51	67,72	69,20	92,66
EBITDA Marge	11,95	6,88	20,93	5,40	6,37	28,29	12,66	28,42	20,52
EBITDA Marge (5 Jahre)	1,85	3,46	26,66	(8,23)	6,56	25,23	13,12	22,48	19,19
EBIT-Marge	7,67	4,94	5,43	3,78	2,85	25,05	10,95	22,40	13,74
EBIT-Marge (5 Jahre)	-1,71	0,39	13,95	(10,72)	2,26	22,77	11,48	17,91	13,69
EBT-Marge	6,88	4,21	2,96	6,68	4,34	24,34	12,31	24,27	10,17
EBT-Marge (5 Jahre)	-2,25	(0,92)	11,81	(5,63)	5,09	24,08	12,39	19,24	12,73
Umsatzrendite	5,82	3,41	0,54	13,58	3,81	16,08	10,94	16,74	7,42
Umsatzrendite (5 Jahre)	-3,4	(0,94)	7,87	(8,32)	7,15	15,57	13,79	12,70	9,77
Steuerquote	15,33	19,09	81,84	(103,26)	12,27	33,96	11,11	31,01	27,09

Dr. Kalliwoda Research GmbH - Thomson Reuters

5 Finanzplanung

5.1 Bilanzen

Bilanzen - Planbilanzen										
Position/Jahr	2007		2008		2009E		2010E		2011E	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Kassenbestand und Zahlungsmittel	3,176	4.6	1,822	2.6	5,240	6.8	6,447	9.1	7,233	9.4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,912	56.1	38,317	54.0	35,901	46.5	37,696	53.1	33,978	44.0
Fertigungsaufträge (POC)	4,878	7.0	4,676	6.6	4,910	6.4	5,155	7.3	5,671	7.3
Vorräte	3,342	4.8	3,323	4.7	3,190	4.1	3,350	4.7	3,685	4.8
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Sonstige kurzfristige Forderungen	2,186	3.1	4,557	6.4	4,329	5.6	4,546	6.4	5,000	6.5
Laufende Ertragsteuern	0	0.0	115	0.2	121	0.2	127	0.2	139	0.2
Summe kurzfristige Vermögensgegenstände	52,494	75.6	52,810	74.4	53,690	69.6	57,320	80.8	55,706	72.2
Sachanlagen	4,202	6.1	3,197	4.5	3,261	4.2	3,326	4.7	3,393	4.4
Firmenwert	1,522	2.2	2,029	2.9	5,403	7.0	5,403	7.6	5,403	7.0
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	768	1.1	2,490	3.5	3,050	4.0	3,233	4.6	3,330	4.3
Erworbene Softwareentwicklungskosten	1,599	2.3	2,408	3.4	2,980	3.9	3,159	4.5	3,254	4.2
Aktive latente Steuern	7,644	11.0	7,295	10.3	8,030	10.4	8,512	12.0	8,767	11.4
Sonstige langfristige Vermögensgegenstände	1,179	1.7	751	1.1	774	1.0	820	1.2	845	1.1
Summe langfristige Vermögensgegenstände	16,914	24.4	18,170	25.6	23,497	30.4	24,453	34.5	24,991	32.4
Summe Aktiva	69,408	100.0	70,980	100.0	77,188	100.0	81,773	100.0	80,697	100.0
Kurzfr. Schulden und kurzfr. Anteil langfr. Schulden und Finanzierungs-Leasingverb.	8,228	11.9	7,545	10.6	7,400	9.6	7,400	10.4	7,400	9.6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,915	8.5	5,702	8.0	5,417	7.0	5,579	7.9	5,858	7.6
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	7,207	10.4	6,876	9.7	11,007	14.3	11,344	16.0	11,775	15.3
Laufende Ertragsteuern	202	0.3	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Rückstellungen	369	0.5	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12,069	17.4	8,527	12.0	8,101	10.5	8,344	11.8	8,761	11.4
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	33,990	49.0	28,650	40.4	31,925	41.4	32,667	46.0	33,794	43.8
Langfristige Schulden und Finanzierungs-Leasingver	0	0.0	1,250	1.8	1,000	1.3	950	1.3	950	1.2
Pensionsverpflichtungen	2,921	4.2	2,922	4.1	2,950	3.8	3,050	4.3	3,050	4.0
Passive latente Steuern	7,238	10.4	8,812	12.4	9,371	12.1	8,902	12.5	8,457	11.0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,546	2.2	759	1.1	750	1.0	750	1.1	750	1.0
Summe langfristige Verbindlichkeiten	11,705	16.9	13,743	19.4	14,071	18.2	13,652	19.2	13,207	17.1
Summe Fremdkapital	45,695	65.8	42,393	59.7	45,996	59.6	46,320	65.3	47,002	60.9
Eigenkapital:										
Stammaktien mit rechnerischem Nennwert von € 1,2	17,276	24.9	17,276	24.3	17,276	22.4	17,276	24.3	17,276	22.4
Kapitalrücklage	10,709	15.4	10,709	15.1	10,709	13.9	10,709	15.1	10,709	13.9
Gewinn-/Verlustvortrag	-4,950	-7.1	-145	-0.2	2,336	3.0	6,469	9.1	5,348	6.9
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des Eigen	1,097	1.6	1,166	1.6	1,290	1.7	1,419	2.0	781	1.0
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten: 120.610 Star	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.5	-419	-0.6	-419	-0.5
Summe Eigenkapital	23,713	34.2	28,587	40.3	31,192	40.4	35,454	49.9	33,695	43.7
Summe Passiva	69,408	100.0	70,980	100.0	77,187	100.0	81,773	100.0	80,697	100.0

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

5.2 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung										
Position/Jahr	2007		2008		2009E		2010E		2011E	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Umsatzerlöse aus:										
• Lizenzen	28,995	32.7	29,179	32.3	31,222	35.3	32,783	36.2	34,422	38.9
• Hardware	3,280	3.7	6,215	6.9	3,000	3.4	3,000	3.3	3,000	3.4
• Wartung	41,807	47.2	40,533	44.8	39,317	44.4	40,103	44.3	40,905	46.2
• Service	14,514	16.4	14,512	16.0	14,947	16.9	15,396	17.0	15,858	17.9
Umsatzerlöse	88,596	100.0	90,439	100.0	88,486	100.0	91,282	100.0	94,185	100.0
Umsatzkosten	-39,968	45.0	-40,769	43.0	-38,934	40.0	-40,164	43.0	-41,441	40.0
Bruttoergebnis vom Umsatz	48,628	55.0	49,670	55.0	49,552	56.0	51,118	56.0	52,743	56.0
Bruttomarge	54.9 %		54.9 %		56.0 %		56.0 %		56.0 %	
• Vertriebskosten	-23,576	26.6	-22,501	24.9	-22,051	24.9	-21,610	23.9	-21,178	23.9
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7,581	8.6	-7,903	8.7	-7,982	9.0	-8,062	8.9	-8,142	9.2
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-12,050	13.6	-13,796	15.3	-13,000	14.7	-13,000	14.4	-13,000	14.7
• Abschreibungen immaterieller Vermögensgegenstände	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
• Abfindungszahlungen und Umstrukturierungsaufwendungen	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	398	0.4	975	1.1	-250	0.3	-250	0.3	-250	0.3
Operatives Ergebnis (EBIT)	5,874	6.6	6,500	7.2	6,325	7.1	8,252	9.1	10,229	11.6
EBIT-Marge	6.6 %		7.2 %		7.1 %		9.0 %		10.9 %	
• Zinserträge	76	0.1	472	0.5	115	0.1	132	0.1	156	0.2
• Zinsaufwendungen	-991	1.1	-966	1.1	-979	1.1	-972	1.1	-975	1.1
Ergebnis vor Ertragsteuern und Minderheiten (EBT)	4,966	5.6	6,013	6.6	5,469	6.2	7,421	8.2	9,421	10.6
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-2,594	2.9	-1,146	1.3	-1,367	1.5	-1,855	2.1	-2,355	2.7
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	2,372	2.7	4,867	5.4	4,102	4.6	5,566	6.2	7,066	8.0
Umsatzrendite	2.7 %		5.4 %		4.6 %		6.1 %		7.5 %	

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

6 Unternehmensbewertung

6.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.08.2009 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.

Entity Approach

Bewertungsstichtag 01.08.2009

3-Phasen-Modell

Wachstum im Terminal Value 3 Prozent

Discounted-Cashflow-Modell									
Angaben in TEUR	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
Umsatzerlöse	90,439	88,486	91,282	94,185	98,894	103,839	109,031	114,482	
YoY	0.9 %	-2.2 %	3.2 %	3.2 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	
Betriebsergebnis (EBIT)	6,445	6,325	8,252	10,229	10,638	11,064	11,507	11,967	
EBIT-Marge	7.1 %	7.1 %	9.0 %	10.9 %	10.8 %	10.7 %	10.6 %	10.5 %	
Steuern (adaptiert)	-1,146	-1,367	-1,650	-2,046	-2,660	-2,766	-2,877	-2,992	
Steuerquote	17.8 %	21.6 %	20.0 %	20.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %	
NOPLAT	5,299	4,958	6,602	8,183	7,979	8,298	8,630	8,975	
Abschreibungen	3884.0	3960.0	4158.0	4365.9	4584.2	4813.4	5054.1	5306.8	
Rückstellungen	2922.0	2950.0	3009.0	3069.2	3130.6	3193.2	3257.0	3322.2	
Veränderungen Rückstellungen	1	28	59	60	61	63	64	65	
Brutto-Cashflow	9,183	8,946	10,819	12,609	12,624	13,174	13,748	14,347	
CAPEX	-2920.0	-1500.0	-2200.0	-2500.0	-250.0	-2500.0	-1200.0	-2500.0	
Veränderungen im Working Capital	-6826	-2394	-4500	-3200	-2400	-2400	-2400	-2400	
Free Cashflows	-563	5,052	4,119	6,909	9,974	8,274	10,148	9,447	
WACC		6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %
Diskontierter free Cashflow		4,766.0	3,402.7	5,356.5	7,255.7	5,647.6	6,499.6	5,677.6	37,904.6
Enterprise Value	76,510.3								
Fremdkapital	-9,608								
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0								
Anteile Dritter	0								
Equity Value	66,902.3								
Anzahl ausstehender Aktien	13168								
Fair Value je Aktie (in Euro)	5.08								

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

6.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die Zielkapitalstruktur sich in den kommenden Geschäftsjahren verbessern wird.

DCF-Parameter	
Risk-free rate	4.22
Risk premium	5.00
Beta	1.10
Longterm growth rate	3
Cost of equity	9.16
Cost of debt	5.07
WACC	6.57

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart). Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 5 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex Prime Software Index.

6.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 5,08. Er ist damit um 75,2 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,90). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 4,43 Euro und 5,85 Euro.

Sensitivität: Aktie										Sensitivität: Marktkapitalisierung									
Wachstum	WACC									Wachstum	WACC								
	4.57	5.07	5.57	6.07	6.57	7.07	7.57	8.07	8.57		4.57	5.07	5.57	6.07	6.57	7.07	7.57	8.07	8.57
1.00%	5.64	5.47	5.30	5.15	4.99	4.84	4.70	4.56	4.43	1.00%	74.27	72.03	69.79	67.82	65.71	63.73	61.89	60.05	58.33
1.50%	5.69	5.51	5.35	5.19	5.03	4.88	4.74	4.60	4.46	1.50%	74.93	72.56	70.45	68.34	66.24	64.26	62.42	60.57	58.73
2.00%	5.74	5.56	5.40	5.23	5.08	4.93	4.78	4.64	4.50	2.00%	75.58	73.21	71.11	68.87	66.89	64.92	62.94	61.10	59.26
2.50%	5.79	5.61	5.45	5.28	5.12	4.97	4.82	4.68	4.54	2.50%	76.24	73.87	71.77	69.53	67.42	65.44	63.47	61.63	59.78
3.00%	5.85	5.67	5.50	5.33	5.17	5.01	4.86	4.72	4.58	3.00%	77.03	74.66	72.42	70.19	68.08	65.97	64.00	62.15	60.31

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

7 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 sich auf die Herstellung von Software in Nischenmärkten spezialisiert haben. 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.

Peer Group - Software - Germany										
Mio. € bzw. € per share	Price	Market Cap.	Enterprise Value	Total Equity	Revenues		EBIT		EPS	
					2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
COR AG	3.59	42.77	25.57	33.37	59.20	70.00	6.61	6.94	0.45	0.43
Atoss Software	11.18	45.06	28.40	12.47	26.94	27.50	5.05	5.00	0.87	0.89
InVision Software	8.00	17.39	7.45	15.69	12.13	16.75	-8.87	-3.11	-3.51	-0.69
Update Software	2.26	25.30	9.52	28.06	36.64	31.50	4.64	-0.50	0.35	-0.01
PSI AG	9.00	141.12	110.88	64.66	128.85	147.30	6.20	8.60	0.34	0.47
Software AG	52.46	1,505.00	1,539.00	549.14	720.61	735.02	180.55	185.60	4.04	4.30
Nemetschek	13.03	124.45	146.87	66.66	152.85	162.60	21.01	27.29	1.08	1.28
IBS AG	3.60	24.59	19.90	14.29	21.88	21.05	2.62	2.45	0.35	0.25
USU Software AG	3.14	32.77	21.78	45.92	33.98	37.79	0.97	1.80	0.13	0.17
Personal & Informatik	17.15	130.90	97.66	29.84	59.02	57.83	13.10	12.53	1.17	0.95
CompuGroup Holding	6.56	349.21	461.26	181.03	235.69	281.85	12.80	25.00	0.03	0.25
GK Software	15.60	25.97	17.22	11.78	15.45	18.80	2.77	3.50	1.38	1.60
Beta Systems Software	2.90	42.80	38.97	28.59	90.44	89.62	6.45	6.44	0.36	0.32

Quellen: DR. KALLIWODA | RESEARCH, Thomson Reuters

7.1 Bewertungsabschlag/-zuschlag

Multiples - Peergroup - Software								
in Mio. € bzw. in € je Aktie	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
COR AG	0.43	0.37	3.87	3.68	7.98	8.35	11.17	9.91
Atoss Software	1.05	1.03	5.62	5.68	12.85	12.56	18.75	18.18
InVision Software	0.61	0.44	-0.84	-2.40	-2.28	-11.59	-73.12	-18.57
Update Software	0.26	0.30	2.05	-19.04	6.46		12.66	-1.59
PSI AG	0.86	0.75	17.88	12.89	26.47	19.15	4.81	5.84
Software AG	2.14	2.09	8.52	8.29	12.99	12.20	25.06	25.25
Nemetschek	0.96	0.90	6.99	5.38	12.06	10.18	13.75	16.78
IBS AG	0.91	0.95	7.60	8.12	10.29	14.40	11.97	11.64
USU Software AG	0.64	0.58	22.45	12.10	24.15	18.47	2.85	4.76
Personal & Informatik	1.65	1.69	7.45	7.79	14.66	18.05	22.20	21.67
CompuGroup Holding	1.96	1.64	36.04	18.45	218.67	26.24	5.43	8.87
GK Software	1.11	0.92	6.22	4.92	11.30	9.75	17.93	18.62
Median	0.94	0.91	7.22	6.74	12.46	13.48	12.32	10.78
Mittelwert	1.05	0.97	10.32	5.49	29.63	12.52	6.12	10.11
Beta Systems Software	0.43	0.43	6.04	6.05	8.06	9.06	7.13	7.19
Premium/Discount (-)	-58.94	-55.24	-41.46	10.22	-35.34	-32.78		
Fair Value Bandbreite:			3.83	bis	4.50			
DR. KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2009								

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		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; PHD in Economics; University of Frankfurt 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.
Wolfgang Neuner 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.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<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
JCF FactSet

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



9 DISCLAIMER

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 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.