

14. Dezember 2009

Analyse

Coverage: Seit Q1/2005

Events

16.12.2009 Hauptversammlung
16. - 20.02.2010 Build IT Berlin
02. - 06.03.2010 CeBIT 2010

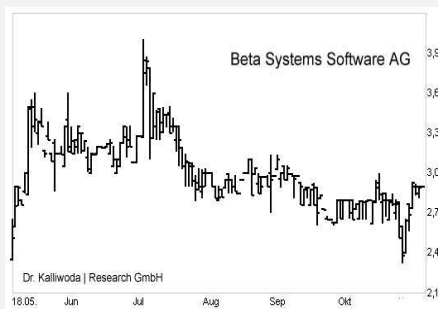
Index/Industry/Sector:
Software

Germany

Small Caps

Empfehlung: Kaufen **Fair Value (alt):** € 5.10
Fair Value (neu): € 4.40 **Letzter Preis:** € 2.75

Price/Volume/Chart



Schaffung neuer Potenziale im ECM-Lösungsgeschäft

- Es ergeben sich neue Wachstums- und Entwicklungschancen durch die Ausgliederung des ECM-Lösungsgeschäfts – die Geschäftsfeldstrategie sehen wir daher positiv.
- Die Optimierung der branchenspezifischen Prozesse wurde weiter vorangetrieben – Kostendruck bei Banken und Versicherern führt zu Auftragsverschiebungen.
- Die Neuausrichtung dürfte unserer Auffassung nach die Wettbewerbsposition der BSS AG stärken. Wir behalten daher unser Votum bei und empfehlen die Aktie zum Kauf.

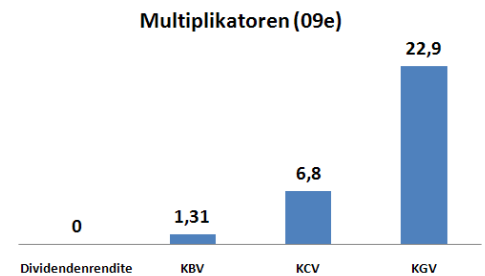
SWOT

- + Wettbewerbsposition
- + Kundenspektrum/Referenzen
- + Starkes Kerngeschäftsfeld
- + Compliance/IT-Security
- + Kooperationen/Netzwerke
- + Marktwachstum
- - Auftragsverschiebungen
- - 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 655 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	86.30	89.01
EBIT (Mio. €)	-15.60	5.80	6.44	2.94	8.58
Nettoergebnis (€)	-18.40	2.30	4.81	1.56	5.82
Ergebnis je Aktie (€)	-2.10	0.24	0.36	0.12	0.44
Kurs-Buchwert-Verhältnis	3.10	3.30	0.94	1.31	1.30
Eigenkapitalrendite (in %)	-82.60	12.59	18.37	10.28	17.53

Price (curr)	2.75	Shares out (mln)	13.17
52W high	5.39	6M Avg Vol (St.)	5851
52w low	1.86	Free Float (in %)	42.89 %
Market Cap (mln)	36.2	Weight in Prime Software	0.003 %
Last Dividend	0.00	Bloomberg code	BSS:GR
Accounting Stand.	IFRS	Reuters code	BSSG.DE
Web Page	www.betasystems.de	WKN	522440

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © 2009

Inhaltsverzeichnis

1	Unternehmensentwicklung	3
2	Indikatoren	5
3	Bewertung	5
4	Entwicklung der Geschäftsbereiche	6
5	Kennzahlen	7
6	Finanzplanung	8
6.1	Bilanzen	8
6.2	Gewinn- und Verlustrechnung	9
7	Unternehmensbewertung	10
7.1	Discounted Cashflow Methode	10
7.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	11
7.3	Fair Value – Sensitivitäten	11
8	Peer Group Analyse	12
8.1	Bewertungsabschlag/-zuschlag	13
9	Kontakt	14
10	DISCLAIMER	15

Neuausrichtung des ECM- Lösungsgeschäfts im Fokus

Optimierung des Job und Output Managements

1 Unternehmensentwicklung

Gegenwärtig steht die Neuausrichtung des ECM-Lösungsgeschäfts im Fokus der Unternehmensstrategie, nachdem sich die Geschäftsbereiche der Beta Systems Software AG nach neun Monaten 2009 sehr unterschiedlich von der weltweiten Wirtschaftskrise betroffen zeigten.

Wie bereits im Geschäftsbericht 2008 angekündigt, soll der Shareholder Value und die Attraktivität für Investoren mit Hilfe der Aufstellung in die beiden Geschäftsbereiche Infrastrukturgeschäft (Lines of Business (LoB) Data Center Infrastructure (DCI) und Identity Management (IdM)) sowie Lösungsgeschäft für Banken und Versicherungen (LoB Enterprise Content Management (ECM)), gesteigert werden.

Im Bereich Infrastrukturgeschäft, in dem Produkte und Lösungen zur Optimierung des Job und Output Managements in Rechenzentren bzw. zur Automatisierung der IT-Benutzerverwaltung entwickelt und vertrieben werden, konnte das Berliner Softwareunternehmen nach neun Monaten 2009 eine erfreuliche Umsatz- und Ergebnissteigerung vorweisen. Im Geschäftsbereich ECM hingegen, in dem die Beta Systems Software AG für Großunternehmen in den Branchen Financial Services, Industrie und Handel individuelle branchenspezifische Lösungen für die Themen Zahlungsverkehr, Posteingangsbearbeitung und allgemeines Dokumentenmanagement anbietet, war ein deutlicher Umsatz- und Ergebnisrückgang zu verzeichnen, der auf einem anhaltend schwachen Auftragseingang infolge von nicht getroffenen bzw. verschobenen Investitionsentscheidungen von einigen Großkunden beruhte.

Aufgrund dieses Umsatz- und Ergebnisrückgangs im Bereich ECM verabschiedete die Geschäftsführung von Beta Systems ein Maßnahmenpaket, in dessen Mittelpunkt, neben kurzfristigen Kosteneinsparungen, eine Neuausrichtung des Lösungsgeschäfts steht. Um größtmögliche Freiheitsgrade bei der Auswahl geeigneter Optionen zu haben, ist geplant, den Bereich ECM organisatorisch und gesellschaftsrechtlich zu separieren und in eine eigenständige Tochtergesellschaft auszugliedern. Für diese Ausgliederung werden

Anpassung der Konzernorganisation bietet zahlreiche Vorteile

die Aktionäre der Beta Systems Software AG am 16. Dezember 2009 um Zustimmung gebeten.

Im Rahmen der Konzernstrategie wird eine Anpassung der rechtlichen Konzernorganisation angestrebt. Diese soll organisatorisch und rechtlich die Struktur widerspiegeln, die sich im Geschäft aufgrund der Spezifika des Geschäftsbereichs ECM entwickelt hat und deshalb auch schon bisher praktiziert worden ist. Die Folge ist eine weitere organisatorische Verselbständigung des ECM-Lösungsgeschäfts. Die weitere organisatorische Verselbstständigung erhöht zudem die Transparenz der Leistungen der einzelnen Bereiche.

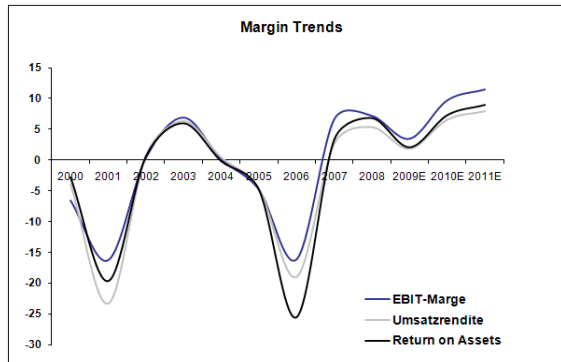
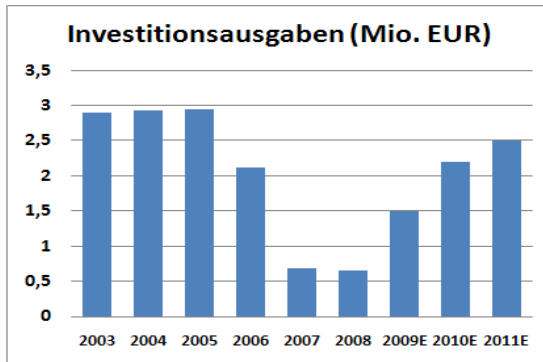
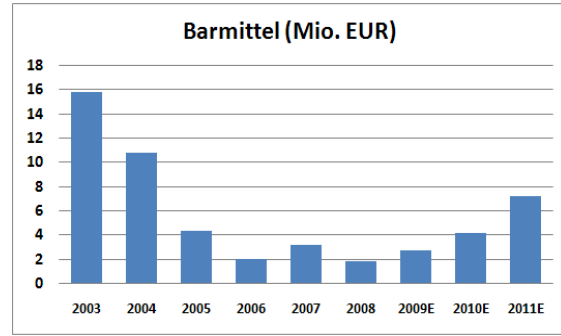
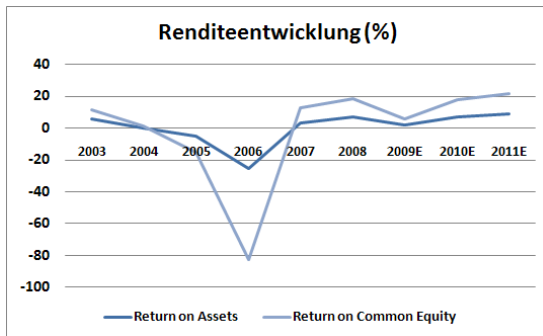
Auch die im Zuge der ECM-Geschäftsfeldstrategie angedachte Erweiterung des Produkt- und Dienstleistungsportfolios, beispielsweise durch Übernahme von neuen bzw. weiteren (Teil-)Aufgaben beim Kunden, ließe sich in einer rechtlich getrennten Einheit leichter umsetzen. Es gibt derzeit Überlegungen, das vorhandene Dienstleistungsspektrum um neue ergänzende Dienstleistungen zu erweitern

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Der Konzernumsatz der Beta Systems Software AG sank im dritten Quartal aufgrund von Auftragsverschiebungen um -4,5 Prozent auf 18,7 Mio. EUR. Während die Lizenzumsätze gesteigert werden konnten und die Wartungserlöse stabil blieben, reduzierten sich die Umsatzerlöse im Hardwaregeschäft und bei den Services. Da sich gleichzeitig die Umsatzkostenquote gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 50,5 Prozent auf 45,45 Prozent verbesserte, konnte das Betriebsergebnis trotz höherer Forschungs- und Entwicklungskosten nahezu gehalten werden. Das EBIT beläuft sich nach neun Monaten auf -0,8 Mio. Euro. Wir rechnen damit, dass auch in diesem Jahr ein Großteil der Projektabrechnungen ins vierte Quartal fallen und das operative Ergebnis sich auf rund 2,9 Mio. Euro belaufen dürfte. Trotz der Schwäche im ECM-Lösungsgeschäft hält auch der Vorstand ein positives Jahresergebnis noch für möglich, ohne sich auf konkretes Umsatz- und Ergebnisziel festzulegen.

Die erfolgreiche Erweiterung des Produkt- und Lösungsportfolios und der Abschluss einer OEM-Kooperation sind weitere Aspekte, die aus unserer Sicht die Attraktivität und die Wettbewerbsposition des Unternehmens stärken.

2 Indikatoren

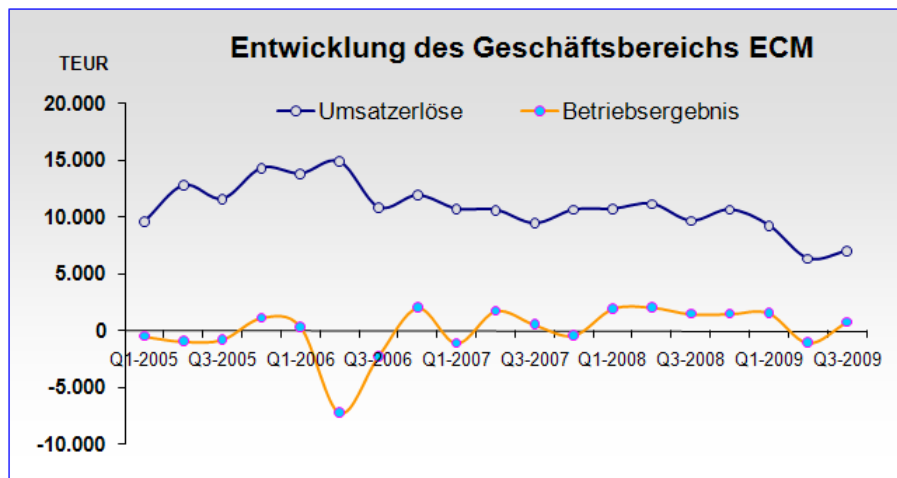
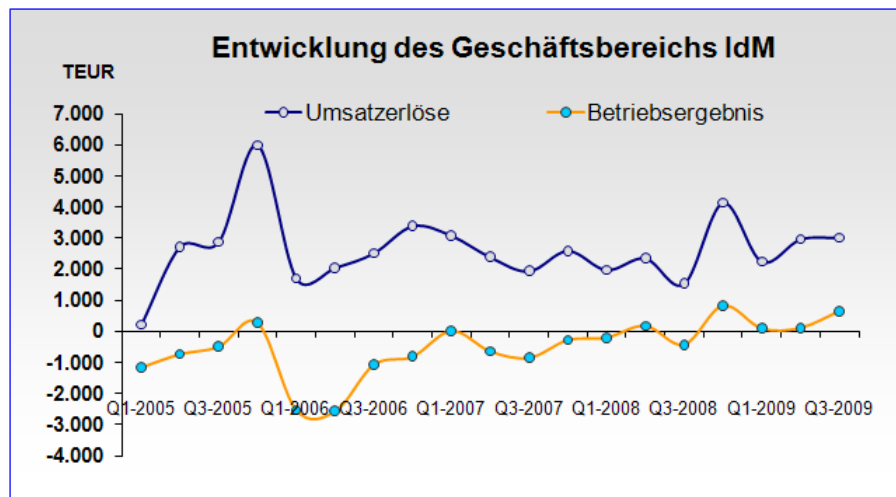
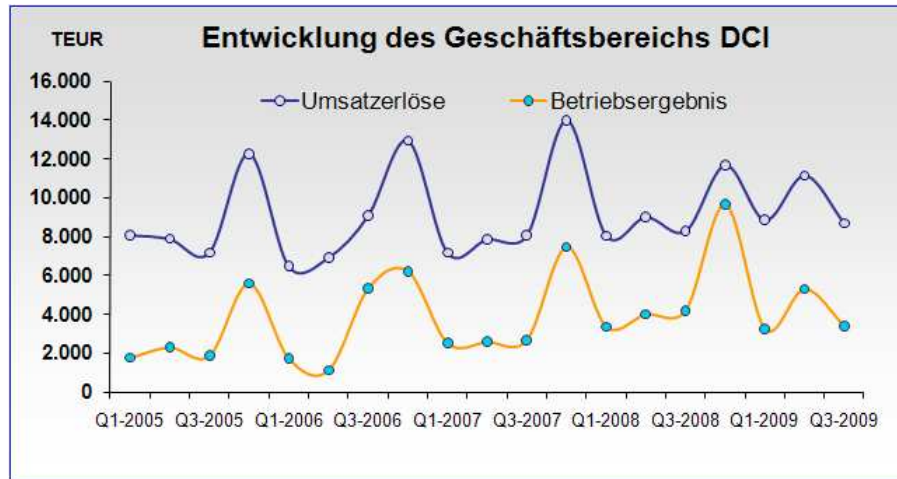


3 Bewertung

Attraktive Bewertung

Wir haben unsere Schätzungen für 2009 und 2010 leicht reduziert. Basierend auf den weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen liegenden Zahlen für das dritte Quartal 2009 haben wir unsere Modellannahmen beibehalten. Wir sehen das aktuelle Kursniveau unverändert als eine günstige Einstiegsgellegenheit an. Die operativen Trends (Margenausbau und Steigerung des operativen Cash Flow) sind intakt. Zusätzlich stärkt die Ausgliederung des ECM-Lösungsgeschäfts das Unternehmen, da dies neue Effizienzsteigerungen ermöglicht. Mit einem KBV von 1,3 weist die Aktie zudem einen deutlichen Abschlag zum Sektordurchschnitt auf. Das gegenwärtige Bewertungsniveau ist sowohl auf Basis unserer Peergroup-Bewertung als auch auf Basis der Free Cashflows für ein führendes Softwarehaus zu niedrig. Wir halten daher an unserer Kaufempfehlung fest und fixieren das Kursziel bei 4,40 Euro.

4 Entwicklung der Geschäftsbereiche



5 Kennzahlen

Kennzahlen - Beta Systems Software AG					
Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR)		GuV-Kennzahlen (EUR, M)		Bewertungskennzahlen	
Letzter Kurs	2.75	Umsatzerlöse, LFI:	18.71	Curr P/E Normalized, LFY:	7.88
Datum	03.12.2009	Umsatzerlöse, LTM:	87.81	Curr EV/Tot Revenue (LFI/LTM):	0.52
Kurs - 52 W Hoch:	4.00	Umsatzerlöse, LFY:	90.44	Curr EV/EBITDA (LFI/LTM):	5.43
Datum (Hoch)	23.12.2008	EBITDA, LFI:	0.93	Curr EV/EBIT (LFI/LTM):	9.29
Kurs - 52 Wochentief:	1.86	EBITDA, LTM:	8.45	Curr Mkt Cap (m):	37.53
Datum (Tief)	23.12.2008	EBITDA, LFY:	8.45	(+) Tot Debt Cap, LFI (m):	10.17
Kurs % 1-Tag:	0.00%	EBIT, LFI:	0.11	(-) Cash & Equiv, LFI (m):	-1.83
Kurs % 4-Wochen:	-20.00%	EBIT, LTM:	4.81	(=) Curr EV, LFI (m):	45.87
Kurs % 13-Wochen:	26.05%	EBIT, LFY:	6.45	Curr EV/Tot Revenue (LFY):	0.49
Kurs % 26-Wochen:	44.23%	Ergebnis vor Steuern, LFI:	-0.03	Curr EV/EBITDA (LFY):	5.26
Kurs % 52-Wochen:	-30.23%	Ergebnis vor Steuern, LTM:	3.82	Curr EV/EBIT (LFY):	5.37
Kurs % Chg YTD:	42.86%	Ergebnis vor Steuern, LFY:	5.95	Curr Mkt Cap (m):	37.53
10 Day Avg tgl Vol (M):	0	Nettoergebnis, LTM:	-0.02	(+) Tot Debt Cap, LFY (m):	8.8
3 Mo Avg monatliches Vol (M):	0.2	Nettoergebnis, LFY:	3.31	(-) Cash & Equiv, LFY (m):	-1.82
Beta 5Yr (monatlich)	0.68	Income Avail Comm, LTM:	4.81	(=) Curr EV, LFY (m):	44.5
Kennzahlen je Aktie		Profitabilität - Margen (%)		Deckungsgrade	
Ergebnis je Aktie LFY	0.36	Rohergebnis % Marge, LTM:	54.32	Quick Ratio, LFY:	1.56
Umsatzerlöse je Aktie, LFY	6.87	Rohergebnis % Marge, LFY:	54.92	Curr Ratio, LFI:	1.7
Tot Cash je Aktie, LFY:	0.14	EBITDA Marge, LTM:	9.62	Curr Ratio, LFY:	1.84
Cash Flow je Aktie, LFY:	0.52	EBITDA Marge, LFY:	9.35	LT Debt/Tot Eqty, LFI:	7.09
Buchwert je Aktie, LFI:	2.11	Betriebsergebnis Marge, LFI:	0.6	LT Debt/Tot Assets, LFI:	36.6
Buchwert je Aktie, LFY:	2.17	Betriebsergebnis Marge, LTM:	5.48	Tot Debt/Tot Eqty, LFY:	30.77
Wachstumsraten (%)		Renditekennzahlen (%)		Mitarbeiter	
Umsatz, %Yr/Yr, LFI:	-8.51	ROC Tot LT Cap, LFI:	-0.21	Anzahl der Mitarbeiter	655
Umsatz, %Yr/Yr, LTM:	-1.88	ROC Tot LT Cap, LTM:	8.48	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:	28,564.89
Umsatz, %Yr/Yr, LFY:	2.08	ROC Tot LT Cap, LFY:	12.36	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:	139,387.30
Umsatz - 5 Yr. Wachstumsrate:	10.14	ROE Comm Eqty, LFI:	-0.33	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:	145,869.35
EPS, %Yr/Yr, LFI:	96.36	ROE Comm Eqty, LTM:	12.66	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI:	-45.80
EPS, %Yr/Yr, LTM:	-27.89	ROE Comm Eqty, LFY:	18.37	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM:	5,253.97
EPS, %Yr/Yr, LFY:	48.97	ROA Tot Assets, LFI:	-0.12	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY:	7,750.00
Dr. Kalliwoda Research GmbH					

6 Finanzplanung

6.1 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	2,701	3.6	4,159	5.9	7,233	9.7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,912	56.1	38,317	54.0	35,901	48.1	37,696	53.1	33,978	45.5
Fertigungsaufträge (POC)	4,878	7.0	4,676	6.6	4,910	6.6	5,155	7.3	5,671	7.6
Vorräte	3,342	4.8	3,323	4.7	3,190	4.3	3,350	4.7	3,685	4.9
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	5.8	4,546	6.4	5,000	6.7
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	51,152	68.5	55,032	77.5	55,706	74.6
Sachanlagen	4,202	6.1	3,197	4.5	3,261	4.4	3,326	4.7	3,393	4.5
Firmenwert	1,522	2.2	2,029	2.9	5,403	7.2	5,403	7.6	5,403	7.2
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	768	1.1	2,490	3.5	3,050	4.1	3,233	4.6	3,330	4.5
Erworbene Softwareentwicklungskosten	1,599	2.3	2,408	3.4	2,980	4.0	3,159	4.5	3,254	4.4
Aktive latente Steuern	7,644	11.0	7,295	10.3	8,030	10.8	8,512	12.0	8,767	11.7
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	31.5	24,453	34.5	24,991	33.5
Summe Aktiva	69,408	100.0	70,980	100.0	74,650	100.0	79,485	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	9.9	7,400	10.4	7,400	9.9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,915	8.5	5,702	8.0	5,417	7.3	5,579	7.9	5,858	7.8
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	7,207	10.4	6,876	9.7	11,007	14.7	11,344	16.0	11,775	15.8
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	10.9	8,344	11.8	8,761	11.7
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	33,990	49.0	28,650	40.4	31,925	42.8	32,667	46.0	33,794	45.3
Langfristige Schulden und Finanzierungs-Leasingverb.	0	0.0	1,250	1.8	1,000	1.3	950	1.3	950	1.3
Pensionsverpflichtungen	2,921	4.2	2,922	4.1	2,950	4.0	3,050	4.3	3,050	4.1
Passive latente Steuern	7,238	10.4	8,812	12.4	9,371	12.6	8,902	12.5	8,457	11.3
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	18.8	13,652	19.2	13,207	17.7
Summe Fremdkapital	45,695	65.8	42,393	59.7	45,996	61.6	46,320	65.3	47,002	63.0
Eigenkapital:										
Stammaktien - Nennwert von € 1,28 je Stammaktie	17,276	24.9	17,276	24.3	17,276	23.1	17,276	24.3	17,276	23.1
Kapitalrücklage	10,709	15.4	10,709	15.1	10,709	14.3	10,709	15.1	10,709	14.3
Gewinn-/Verlustvortrag	-4,950	-7.1	-145	-0.2	-202	-0.3	4,180	5.9	5,349	7.2
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des EK	1,097	1.6	1,166	1.6	1,290	1.7	1,419	2.0	781	1.0
Eigene Anteile zu AK: 120.610 Stammaktien	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.6
Summe Eigenkapital	23,713	34.2	28,587	40.3	28,654	38.4	33,165	46.7	33,696	45.1
Summe Passiva	69,408	100.0	70,980	100.0	74,649	100.0	79,485	100.0	80,697	100.0

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

6.2 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	30,054	34.8	31,557	34.9	33,135	38.4
• Hardware	3,280	3.7	6,215	6.9	3,000	3.5	3,000	3.3	3,000	3.5
• Wartung	41,807	47.2	40,533	44.8	39,317	45.6	40,103	44.3	40,905	47.4
• Service	14,514	16.4	14,512	16.0	13,932	16.1	14,349	15.9	14,780	17.1
Umsatzerlöse	88,596	100.0	90,439	100.0	86,303	100.0	89,010	100.0	91,820	100.0
Umsatzkosten	-39,968	45.0	-40,769	43.0	-37,973	40.0	-39,164	43.0	-40,401	40.0
Bruttoergebnis vom Umsatz	48,628	55.0	49,670	55.0	48,330	56.0	49,846	56.0	51,419	56.0
Bruttomarge	54.9 %		54.9 %		56.0 %		56.0 %		56.0 %	
• Vertriebskosten	-23,576	26.6	-22,501	24.9	-20,251	23.5	-19,846	21.9	-19,449	22.5
• Allgemeine Verwaltungskosten	-7,581	8.6	-7,903	8.7	-8,140	9.4	-8,221	9.1	-8,304	9.6
• Forschungs- und Entwicklungskosten	-12,050	13.6	-13,796	15.3	-13,800	16.0	-13,000	14.4	-13,000	15.1
• 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	-3,000	3.5	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	2,945	3.4	8,584	9.5	10,473	12.1
EBIT-Marge	6.6 %		7.2 %		3.4 %		9.6 %		11.4 %	
• 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	2,085	2.4	7,754	8.6	9,665	11.2
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-2,594	2.9	-1,146	1.3	-521	0.6	-1,938	2.1	-2,416	2.8
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	2,372	2.7	4,867	5.4	1,563	1.8	5,815	6.4	7,249	8.4
Umsatzrendite	2.7 %		5.4 %		1.8 %		6.5 %		7.9 %	

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

7 Unternehmensbewertung

7.1 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 01.12.2009 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 01.12.2009

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	86.303	89.010	91.820	96.411	101.232	106.293	111.608	
YoY	0.9 %	-4.6 %	3.1 %	3.2 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	
Betriebsergebnis (EBIT)	6.445	2.945	8.584	10.473	10.892	11.327	11.780	12.252	
EBIT-Marge	7.1 %	3.4 %	9.6 %	11.4 %	11.3 %	11.2 %	11.1 %	11.0 %	
Steuern (adaptiert)	-1.146	-521	-1.717	-2.095	-2.723	-2.832	-2.945	-3.063	
Steuerquote	17.8 %	17.7 %	20.0 %	20.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %	
NOPLAT	5.299	2.423	6.867	8.378	8.169	8.495	8.835	9.189	
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	6.411	11.084	12.804	12.814	13.371	13.953	14.561	
CAPEX	-2920.0	-1500.0	-2200.0	-2500.0	-250.0	-2500.0	-1200.0	-2500.0	
Veränderungen im Working Capital	-6826	-4932	-4500	-3200	-2400	-2400	-2400	-2400	
Free Cashflows	-563	-21	4.384	7.104	10.164	8.471	10.353	9.661	
WACC		6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %	6.57 %
Diskontierter free Cashflow		-20.4	3.622.3	5.507.5	7.393.8	5.782.4	6.631.1	5.806.0	32.525.6
Enterprise Value	67.248.2								
Fremdkapital	-9.608								
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0								
Anteile Dritter	0								
Equity Value	57.640.2								
Anzahl ausstehender Aktien	13168								
Fair Value je Aktie (in Euro)	4.38								

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

7.2 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	0.68
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.

7.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 4,38. Er ist damit um 59,3 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 2,75). 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 3,73 Euro und 5,15 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%	4.94	4.77	4.60	4.45	4.29	4.14	4.00	3.86	3.73	1.00%	65.05	62.81	60.57	58.60	56.49	54.52	52.67	50.83	49.12
1.50%	4.99	4.81	4.65	4.49	4.33	4.18	4.04	3.90	3.76	1.50%	65.71	63.34	61.23	59.12	57.02	55.04	53.20	51.36	49.51
2.00%	5.04	4.86	4.70	4.53	4.38	4.23	4.08	3.94	3.80	2.00%	66.37	64.00	61.89	59.65	57.68	55.70	53.73	51.88	50.04
2.50%	5.09	4.91	4.75	4.58	4.42	4.27	4.12	3.98	3.84	2.50%	67.03	64.65	62.55	60.31	58.20	56.23	54.25	52.41	50.57
3.00%	5.15	4.97	4.80	4.63	4.47	4.31	4.16	4.02	3.88	3.00%	67.82	65.44	63.21	60.97	58.86	56.75	54.78	52.94	51.09

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

8 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	3.93	47.35	30.57	33.37	59.20	70.00	6.61	6.94	0.45	0.43
Atoss Software	12.50	49.42	31.40	12.47	26.94	27.50	5.05	5.00	0.87	0.89
InVision Software	7.50	16.76	10.52	15.69	12.13	16.75	-8.87	-3.11	-3.51	-0.69
Update Software	2.29	25.56	9.52	28.06	36.64	31.50	4.64	-0.50	0.35	-0.01
PSI AG	8.65	135.78	119.86	64.66	128.85	147.30	6.20	8.60	0.34	0.47
Software AG	72.06	2,067.00	2,389.00	549.14	720.61	735.02	180.55	185.60	4.04	4.30
Nemetschek	17.50	168.44	186.26	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	17.81	133.98	112.77	29.84	59.02	57.83	13.10	12.53	1.17	0.95
CompuGroup Holding	7.61	382.79	498.02	181.03	235.69	281.85	12.80	25.00	0.03	0.25
GK Software	35.16	59.61	52.27	11.78	15.45	18.80	2.77	3.50	1.38	1.60
Beta Systems Software	2.75	36.21	44.55	28.59	90.44	89.62	6.45	6.44	0.36	0.32

Quellen: DR. KALLIWODA | RESEARCH, Thomson Reuters

8.1 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	0.52	0.44	4.62	4.40	8.73	9.14	11.17	9.91
Atoss Software	1.17	1.14	6.22	6.28	14.37	14.04	18.75	18.18
InVision Software	0.87	0.63	-1.19	-3.38	-2.14	-10.87	-73.12	-18.57
Update Software	0.26	0.30	2.05	-19.04	6.54		12.66	-1.59
PSI AG	0.93	0.81	19.33	13.94	25.44	18.40	4.81	5.84
Software AG	3.32	3.25	13.23	12.87	17.84	16.76	25.06	25.25
Nemetschek	1.22	1.15	8.87	6.83	16.20	13.67	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	1.91	1.95	8.61	9.00	15.22	18.75	22.20	21.67
CompuGroup Holding	2.11	1.77	38.91	19.92	253.67	30.44	5.43	8.87
GK Software	3.38	2.78	18.87	14.93	25.48	21.98	17.93	18.62
Median	1.05	1.04	8.74	8.56	15.71	17.58	12.32	10.78
Mittelwert	1.44	1.31	12.46	7.16	34.65	15.02	6.12	10.11
Beta Systems Software	0.49	0.50	6.91	6.92	7.64	8.59	7.13	7.19
Premium/Discount (-)	-65.69	-62.10	-44.59	-3.44	-51.38	-51.12		
Fair Value Bandbreite:			2.83	bis	4.46			

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

9 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



10 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.