

09. Juni 2009

Analyse

Coverage: Seit Q1/2005

## Events

04.08.09 Zwischenbericht HJ 09  
03.11.09 Zwischenbericht Q3

Index/Industry/Sector:  
Software

## EREIGNIS: Geschäftsentwicklung / Einschätzung

**Empfehlung:** Kaufen **Fair Value (alt):** € 5.30

**Fair Value (neu):** € 5.70 **Letzter Preis:** € 3.28

## Price/Volume/Chart



## Beta Systems kann positive Geschäftsentwicklung fortsetzen

- Mit Blick auf das weitere Unternehmenswachstum lassen erste Indikatoren, wie die hohe Nachfrage nach Compliance/Security-Lösungen, auf ein gutes Geschäftsjahr 2009 hoffen.
- Der Bedarf an Compliance- und Identity-Management-Lösungen wird in der Finanzbranche zunehmen.
- Weitere positive Impulse durch neue Regulierungsvorschriften und die Angst vor Reputationsverlusten auf der Kundenseite erwartet.

## SWOT

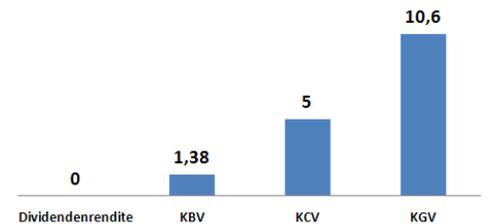
- + Konzentration a. Großkunden
- + Kundenspektrum/Referenzen
- + Starkes Kerngeschäftsfeld
- + Compliance/IT-Security
- + Kooperationen/Netzwerke
- + Hoher Kundennutzen
- - wettbewerbsintensives Marktumfeld

## 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 668 Mitarbeiter.

## VALUATION

## Multiplikatoren (09e)



## 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

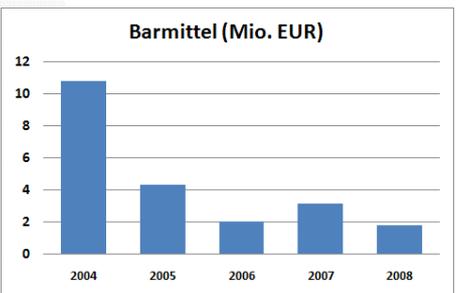
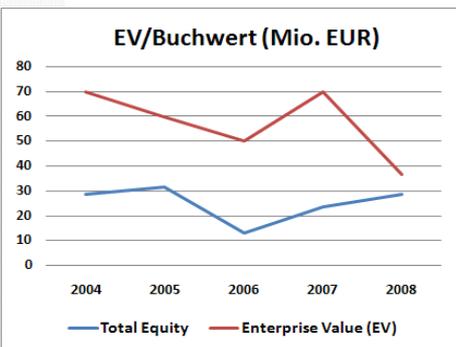
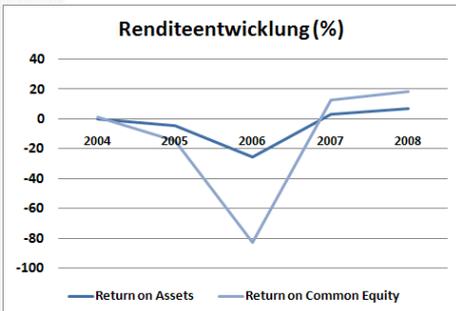
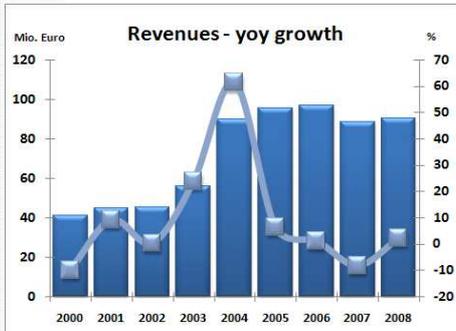
Price (curr)	3.28	Shares out (mln)	13.17
52W high	5.39	6M Avg Vol (St.)	15102
52w low	1.86	Free Float (in %)	42.16 %
Market Cap (mln)	43.2	Weight in Prime Software	0.098 %
Last Dividend	0.00	Bloomberg code	BSS:GR
Accounting Stand.	IFRS	Reuters code	BSSG.DE
Web Page	www.betasystems.de	WKN	522440

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © 2009

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Geschäftsentwicklung.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Kennzahlen.....</b>	<b>6</b>
<b>3</b>	<b>Benchmarking.....</b>	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>Finanzplanung .....</b>	<b>8</b>
<b>4.1</b>	<b>Bilanzen .....</b>	<b>8</b>
<b>4.2</b>	<b>Gewinn- und Verlustrechnung .....</b>	<b>9</b>
<b>5</b>	<b>Unternehmensbewertung.....</b>	<b>10</b>
<b>5.1</b>	<b>Discounted Cashflow Methode .....</b>	<b>10</b>
<b>5.2</b>	<b>Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) .....</b>	<b>11</b>
<b>5.3</b>	<b>Fair Value – Sensitivitäten.....</b>	<b>11</b>
<b>6</b>	<b>Peer Group Analyse .....</b>	<b>12</b>
<b>6.1</b>	<b>Bewertungsabschlag/-zuschlag .....</b>	<b>13</b>
<b>7</b>	<b>Kontakt.....</b>	<b>14</b>
<b>8</b>	<b>DISCLAIMER .....</b>	<b>15</b>

## 1 Geschäftsentwicklung/Einschätzung

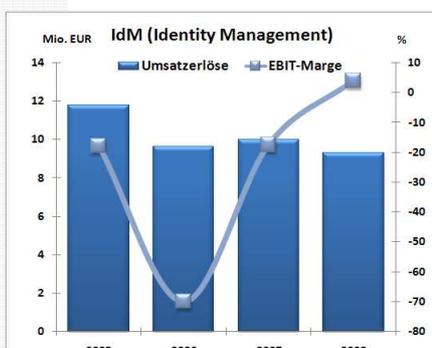
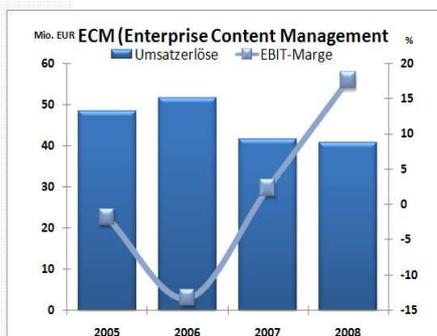
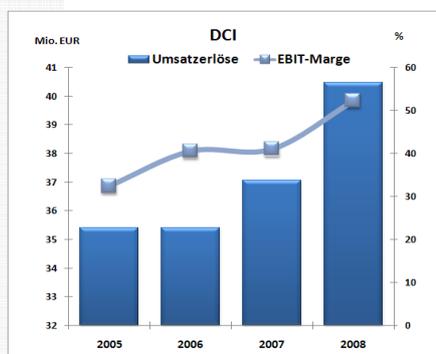
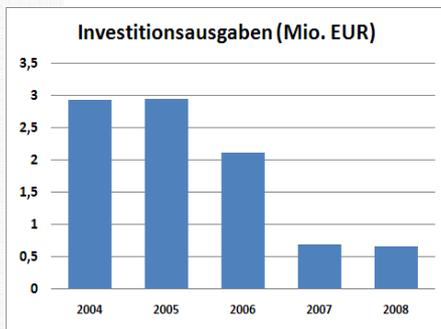


Die Beta Systems Software AG ist gut in das Geschäftsjahr 2009 gestartet und konnte trotz der anhaltenden Krise auf den Finanzmärkten das weitere Wachstum fortsetzen. Die Umsatzerlöse stiegen im Vergleich zur Vorjahresperiode zwar nur moderat um rund 1,5 Prozent auf 20,3 (Vorjahr: 20,0) Mio. Euro an. Allerdings hielt sich der Verlustausweis für das saisonbedingt schwache erste Quartal mit -50 Tsd. Euro in Grenzen. Auf der Absatzseite profitierte die Gesellschaft in erster Linie von der starken Nachfrage nach Compliance/Security-Lösungen.

Dies erstaunt vor allem deshalb, da nach dem "Deloitte 2009 Global Security Survey" die Neigung in neue Sicherheitstechniken zu investieren zurückgegangen sein soll. Darüber hinaus hat nahezu ein Drittel der von Deloitte befragten Organisationen in den vergangenen zwölf Monaten die Mittel für Information-Security reduziert. Durch die Konzentration auf die Finanz- und Versicherungsbranche konnte sich Beta Systems damit von der negativen Branchenkonjunktur abkoppeln.

Der Produktbereich für IT-Infrastruktursoftware (Infrastructure & Operations Management) von Beta Systems richtet sich in Summe branchenübergreifend an Rechenzentren zur Optimierung des Job und Output Managements. Damit ist das Geschäftsmodell der Beta Systems selbst in Krisenphasen gut gerüstet. Darüber hinaus bietet Beta Systems Unternehmen mit hohen User-Zahlen Produkte zur Automatisierung der IT-Benutzerverwaltung an.

Im ECM-Lösungsbereich (ECM & Document Solutions) entwickelt Beta Systems für Großunternehmen in den Branchen Financial Services, Industrie und Handel individuelle branchenspezifische Lösungen für die Themen Zahlungsverkehr, Posteingangsbearbeitung und allgemeines Dokumentenmanagement. Besonders erfreulich stellte sich zum Ende des ersten Quartals die Liquiditätssituation dar. Der Zahlungsmittelbestand konnte gegenüber dem Bilanzstichtag durch den Abbau der Forderungen von 1,8 auf 7,3 Mio. Euro ansteigen. Mit Blick auf die Kostenseite fällt vor allem die Reduzierung der Vertriebskosten ins Auge, während die Verwaltungs- und Forschungs- und Entwicklungskosten in etwa auf Vorjahresniveau lagen.



Auf Segmentebene konnte das margenstarke Kernsegment Data Center Infrastructure (DCI) zwar die Umsatzerlöse um 10 Prozent auf 8,8 Mio. Euro steigern, das Ergebnis sank jedoch um 3,5 Prozent von 3,4 Mio. Euro auf 3,2 Mio. Euro. Positiv entwickelte sich dagegen der kleinste Geschäftsbereich IdM. Hier konnten die Umsatzerlöse um 14 Prozent gesteigert und die Ertragswende eingeleitet werden.

Das Management blickt unverändert positiv auf den weiteren Geschäftsverlauf, wobei eine konkrete Umsatz- und Ertragsprognose nicht abgegeben wurde. Für das laufende Berichtsjahr erwarten wir nach wie vor leicht rückgängige Umsatzerlöse in Höhe von 88,5 Mio. Euro und einem Ergebnis von 4,1 Mio. Euro. Damit wird das Ergebnis unseres Erachtens nur leicht unter dem Ergebnis des starken Geschäftsjahres 2008 liegen.

Die Beta Systems Software AG zählt zu den größten mittelständischen Softwarehäusern in Deutschland. Folgende Aspekte dürften für das weitere Wachstum ausschlaggebend sein:

- **Wachstumsstrategie:** Ziel der Beta Systems-Gruppe ist es, ihre bestehende Marktposition in den Geschäftsbereichen ECM, IdM und DCI zu festigen und ihre führende Position als Anbieter von Software zur Verwaltung großer Daten-, Dokumenten- und Benutzermengen auszubauen;
- **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, bei keiner anderen Branche steht mehr auf dem Spiel; Der Begriff Compliance („ Übereinstimmung“) bezeichnet dabei die

- Governance im Unternehmen (Verhaltensregeln) bei der Erstellung, Bewirtschaftung und Aufbewahrung von elektronischen Dokumenten, unabhängig von deren Form oder Format.  
Mit jeder neuen Gesetzgebung werden die Anforderungen an die Compliance komplexer. Insbesondere 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.

Die vorgelegten Zahlen bestätigen unseren positiven Blick auf die Gesellschaft. Das Erreichen der EBIT-Gewinnschwelle nach den ersten drei Monaten ist ein gutes Signal für den weiteren Geschäftsverlauf. Schärfere Gesetze und Sicherheitsrichtlinien machen es notwendig in neue IT-Security-/Compliancelösungen zu investieren. Beta Systems konnte jüngst mit der 3 Banken Gruppe, Linz, die DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Zürich, die CZ Versicherung aus Tilburg/Niederlande und der serbische KOMERCIJALNA BANKA gleich vier internationale Unternehmen bekanntgeben, die sich für die Security- und Compliance-Software aus dem Produktbereich IT-Infrastruktursoftware von Beta Systems Software entschieden haben. Das Bewertungsniveau des Softwareherstellers ermittelten wir anhand eines einfachen Discounted-Cashflow-Modells. Desweiteren lieferte eine Peer-Group-Analyse eine weitere Indikation zur Bewertung des Unternehmens

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,2 Prozent und eine Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung wurde aus den Marktdaten ein Betafaktor von 1,1 statistisch abgeleitet. Wir sind daher zuversichtlich, dass das Unternehmen unsere Erwartungen für das Geschäftsjahr 2009 erfüllen kann. Aufgrund der überraschend starken Zahlen im ersten Quartal 2009 erhöhen wir unser Kursziel von 5,30 Euro auf 5,70 Euro je Aktie. Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses von 3,28 Euro ergeben sich auf Basis unserer Schätzungen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,6 und einem Kurs-Cashflow-Verhältnis von 5 attraktive Bewertungsmultiples. Wir empfehlen die Aktie daher nach wie vor zum Kauf.

## 2 Kennzahlen

Kennzahlen - Beta Systems Software AG					
Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR)		GuV-Kennzahlen (EUR, M)		Bewertungskennzahlen	
Letzter Kurs	3.28	Umsatzerlöse, LFI:	20.32	Curr P/E Normalized, LFY:	8.7
Datum	03.06.2009	Umsatzerlöse, LTM:	90.76	Curr EV/Tot Revenue (LFI/LTM):	0.41
Kurs - 52 W Hoch:	5.39	Umsatzerlöse, LFY:	90.44	Curr EV/EBITDA (LFI/LTM):	3.47
Datum (Hoch)	03.09.2008	EBITDA, LFI:	0.99	Curr EV/EBIT (LFI/LTM):	5.41
Kurs - 52 Wochentief:	1.86	EBITDA, LTM:	10.84	Curr Mkt Cap (m):	41.48
Datum (Tief)	23.12.2008	EBITDA, LFY:	8.45	(+) Tot Debt Cap, LFI (m):	3.52
Kurs % 1-Tag:	-5.97%	EBIT, LFI:	-0.05	(-) Cash & Equiv, LFI (m):	-7.35
Kurs % 4-Wochen:	30.71%	EBIT, LTM:	6.96	(=) Curr EV, LFI (m):	37.65
Kurs % 13-Wochen:	64.92%	EBIT, LFY:	6.45	Curr EV/Tot Revenue (LFY):	0.54
Kurs % 26-Wochen:	40.62%	Ergebnis vor Steuern, LFI:	-0.09	Curr EV/EBITDA (LFY):	5.73
Kurs % 52-Wochen:	-38.36%	Ergebnis vor Steuern, LTM:	6.24	Curr EV/EBIT (LFY):	7.52
Kurs % Chg YTD:	50.00%	Ergebnis vor Steuern, LFY:	5.95	Curr Mkt Cap (m):	41.48
10 Day Avg tgl Vol (M):	0.02	Nettoergebnis, LTM:	-0.1	(+) Tot Debt Cap, LFY (m):	8.8
3 Mo Avg monatliches Vol (M):	0.14	Nettoergebnis, LFY:	5.29	(-) Cash & Equiv, LFY (m):	-1.82
Beta 5Yr (monatlich)	0.68	Income Avail Comm, LTM:	4.81	(=) Curr EV, LFY (m):	48.45

Kennzahlen je Aktie		Profitabilität - Margen (%)		Deckungsgrade	
Ergebnis je Aktie LFY	0.36	Rohergebnis % Marge, LTM:	54.14	Quick Ratio, LFY:	1.56
Umsatzerlöse je Aktie, LFY	6.87	Rohergebnis % Marge, LFY:	54.92	Curr Ratio, LFI:	1.62
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:	7.23
Buchwert je Aktie, LFI:	2.17	Betriebsergebnis Marge, LFI:	-0.25	LT Debt/Tot Assets, LFI:	2.66
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:	-28.24	ROC Tot LT Cap, LFI:	-0.92	Anzahl der Mitarbeiter	668
Umsatz, %Yr/Yr, LTM:	3.55	ROC Tot LT Cap, LTM:	13.35	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:	129,395.80
Umsatz, %Yr/Yr, LFY:	2.08	ROC Tot LT Cap, LFY:	12.36	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:	144,061.90
Umsatz - 5 Yr. Wachstumsrate:	10.14	ROE Comm Eqty, LFI:	-1.39	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:	145,869.40
EPS, %Yr/Yr, LFI:	-102.44	ROE Comm Eqty, LTM:	20.48	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI:	-630.30
EPS, %Yr/Yr, LTM:	9.81	ROE Comm Eqty, LFY:	18.37	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM:	8,390.48
EPS, %Yr/Yr, LFY:	48.97	ROA Tot Assets, LFI:	-0.54	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY:	7,750.00

### 3 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
<b>Wachstumsraten (%)</b>									
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)
<b>Finanzstabilität</b>									
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
<b>Renditekennzahlen (%)</b>									
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
<b>Profitabilität (%)</b>									
Rohertragsmarge (Quartal)	52,25	88,78	81,01	56,09	48,79	72,34	63,01	70,54	93,85
Rohertragsmarge (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

## 4 Finanzplanung

### 4.1 Bilanzen

Bilanzen - Planbilanzen										
Position/Jahr	2007		2008		2009E		2010E		2011E	
	TEUR	%								
Kassenbestand und Zahlungsmittel	3,176	4.6	1,822	2.6	5,240	7.2	6,447	9.1	7,233	10.0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,912	56.1	38,317	54.0	35,901	49.6	37,696	53.1	33,978	47.0
Fertigungsaufträge (POC)	4,878	7.0	4,676	6.6	4,910	6.8	5,155	7.3	5,671	7.8
Vorräte	3,342	4.8	3,323	4.7	3,190	4.4	3,350	4.7	3,685	5.1
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	6.0	4,546	6.4	5,000	6.9
Laufende Ertragsteuern	0	0.0	115	0.2	121	0.2	127	0.2	139	0.2
<b>Summe kurzfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>52,494</b>	<b>75.6</b>	<b>52,810</b>	<b>74.4</b>	<b>53,690</b>	<b>74.2</b>	<b>57,320</b>	<b>80.8</b>	<b>55,706</b>	<b>77.0</b>
Sachanlagen	4,202	6.1	3,197	4.5	3,261	4.5	3,326	4.7	3,393	4.7
Firmenwert	1,522	2.2	2,029	2.9	2,029	2.8	2,029	2.9	2,029	2.8
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	768	1.1	2,490	3.5	2,565	3.5	2,719	3.8	2,800	3.9
Erworbene Softwareentwicklungskosten	1,599	2.3	2,408	3.4	2,480	3.4	2,629	3.7	2,708	3.7
Aktive latente Steuern	7,644	11.0	7,295	10.3	7,514	10.4	7,965	11.2	8,204	11.3
Sonstige langfristige Vermögensgegenstände	1,179	1.7	751	1.1	774	1.1	820	1.2	845	1.2
<b>Summe langfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>16,914</b>	<b>24.4</b>	<b>18,170</b>	<b>25.6</b>	<b>18,622</b>	<b>25.8</b>	<b>19,487</b>	<b>27.5</b>	<b>19,978</b>	<b>27.6</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>69,408</b>	<b>100.0</b>	<b>70,980</b>	<b>100.0</b>	<b>72,313</b>	<b>100.0</b>	<b>76,808</b>	<b>100.0</b>	<b>75,684</b>	<b>100.0</b>
Kurzfristige Schulden und kurzfristiger Anteil langfristiger										
Schulden und Finanzierungs-Leasingverbindlichkeiten	8,228	11.9	7,545	10.6	8,000	11.1	8,000	11.3	8,000	11.1
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,915	8.5	5,702	8.0	5,417	7.5	5,579	7.9	5,858	8.1
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	7,207	10.4	6,876	9.7	6,532	9.0	6,728	9.5	7,065	9.8
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	11.2	8,344	11.8	8,761	12.1
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>33,990</b>	<b>49.0</b>	<b>28,650</b>	<b>40.4</b>	<b>28,050</b>	<b>38.8</b>	<b>28,651</b>	<b>40.4</b>	<b>29,684</b>	<b>41.0</b>
Langfristige Schulden und Finanzierungs-Leasingver	0	0.0	1,250	1.8	1,000	1.4	950	1.3	950	1.3
Pensionsverpflichtungen	2,921	4.2	2,922	4.1	2,950	4.1	3,050	4.3	3,050	4.2
Passive latente Steuern	7,238	10.4	8,812	12.4	8,371	11.6	7,953	11.2	7,555	10.4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,546	2.2	759	1.1	750	1.0	750	1.1	750	1.0
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>11,705</b>	<b>16.9</b>	<b>13,743</b>	<b>19.4</b>	<b>13,071</b>	<b>18.1</b>	<b>12,703</b>	<b>17.9</b>	<b>12,305</b>	<b>17.0</b>
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>45,695</b>	<b>65.8</b>	<b>42,393</b>	<b>59.7</b>	<b>41,121</b>	<b>56.9</b>	<b>41,354</b>	<b>58.3</b>	<b>41,989</b>	<b>58.1</b>
Eigenkapital:										
Stammaktien mit rechnerischem Nennwert von € 1,2	17,276	24.9	17,276	24.3	17,276	23.9	17,276	24.3	17,276	23.9
Kapitalrücklage	10,709	15.4	10,709	15.1	10,709	14.8	10,709	15.1	10,709	14.8
Gewinn-/Verlustvortrag	-4,950	-7.1	-145	-0.2	2,336	3.2	6,469	9.1	5,348	7.4
Andere nicht erfolgswirksame Änderungen des Eigen	1,097	1.6	1,166	1.6	1,290	1.8	1,419	2.0	781	1.1
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten: 120.610 Star	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.6	-419	-0.6
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>23,713</b>	<b>34.2</b>	<b>28,587</b>	<b>40.3</b>	<b>31,192</b>	<b>43.1</b>	<b>35,454</b>	<b>49.9</b>	<b>33,695</b>	<b>46.6</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>69,408</b>	<b>100.0</b>	<b>70,980</b>	<b>100.0</b>	<b>72,313</b>	<b>100.0</b>	<b>76,808</b>	<b>100.0</b>	<b>75,684</b>	<b>100.0</b>

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

## 4.2 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung										
Position/Jahr	2007		2008		2009E		2010E		2011E	
	TEUR	%								
<b>Umsatzerlöse aus:</b>										
• 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
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>88,596</b>	<b>100.0</b>	<b>90,439</b>	<b>100.0</b>	<b>88,486</b>	<b>100.0</b>	<b>91,282</b>	<b>100.0</b>	<b>94,185</b>	<b>100.0</b>
Umsatzkosten	-39,968	45.0	-40,769	43.0	-38,934	40.0	-40,164	43.0	-41,441	40.0
<b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>	<b>48,628</b>	<b>55.0</b>	<b>49,670</b>	<b>55.0</b>	<b>49,552</b>	<b>56.0</b>	<b>51,118</b>	<b>56.0</b>	<b>52,743</b>	<b>56.0</b>
<b>Bruttomarge</b>	<b>54.9 %</b>		<b>54.9 %</b>		<b>56.0 %</b>		<b>56.0 %</b>		<b>56.0 %</b>	
• 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
<b>Operatives Ergebnis (EBIT)</b>	<b>5,874</b>	<b>6.6</b>	<b>6,500</b>	<b>7.2</b>	<b>6,325</b>	<b>7.1</b>	<b>8,252</b>	<b>9.1</b>	<b>10,229</b>	<b>11.6</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>6.6 %</b>		<b>7.2 %</b>		<b>7.1 %</b>		<b>9.0 %</b>		<b>10.9 %</b>	
• 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
<b>Jahresüberschuss (-fehlbetrag)</b>	<b>2,372</b>	<b>2.7</b>	<b>4,867</b>	<b>5.4</b>	<b>4,102</b>	<b>4.6</b>	<b>5,566</b>	<b>6.2</b>	<b>7,066</b>	<b>8.0</b>
<b>Umsatzrendite</b>	<b>2.7 %</b>		<b>5.4 %</b>		<b>4.6 %</b>		<b>6.1 %</b>		<b>7.5 %</b>	

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

## 5 Unternehmensbewertung

### 5.1 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 01.06.2009 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 01.06.2009

#### 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	
<b>Brutto-Cashflow</b>	<b>9,183</b>	<b>8,946</b>	<b>10,819</b>	<b>12,609</b>	<b>12,624</b>	<b>13,174</b>	<b>13,748</b>	<b>14,347</b>	
CAPEX	-2920.0	-1500.0	-2200.0	-2500.0	-250.0	-2500.0	-1200.0	-2500.0	
Veränderungen im Working Capital	-6826	1481	-4500	-3200	-2400	-2400	-2400	-2400	
<b>Free Cashflows</b>	<b>-563</b>	<b>8,926</b>	<b>4,119</b>	<b>6,909</b>	<b>9,974</b>	<b>8,274</b>	<b>10,148</b>	<b>9,447</b>	
WACC		6.98 %	6.98 %	6.98 %	6.98 %	6.98 %	6.98 %	6.98 %	6.98 %
Diskontierter free Cashflow		7,800.0	3,364.1	5,275.6	7,119.1	5,520.2	6,328.8	5,507.5	37,626.1
Enterprise Value	78,541.4								
Fremdkapital	-3,516								
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0								
Anteile Dritter	0								
Equity Value	75,025.4								
Anzahl ausstehender Aktien	13168								
<b>Fair Value je Aktie (in Euro)</b>	<b>5.70</b>								

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

## 5.2 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	9.26
Cost of debt	5.66
WACC	6.98

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.

## 5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 5,70. Er ist damit um 73,7 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 3,28). 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 5,05 Euro und 6,47 Euro.

Sensitivität: Aktie										Sensitivität: Marktkapitalisierung									
Wachstum	WACC									Wachstum	WACC								
	4.98	5.48	5.98	6.48	6.98	7.48	7.98	8.48	8.98		4.98	5.48	5.98	6.48	6.98	7.48	7.98	8.48	8.98
1.00%	6.26	6.09	5.92	5.77	5.61	5.46	5.32	5.18	5.05	82.43	80.19	77.95	75.98	73.87	71.90	70.05	68.21	66.50	
1.50%	6.31	6.13	5.97	5.81	5.65	5.50	5.36	5.22	5.08	83.09	80.72	78.61	76.51	74.40	72.42	70.58	68.74	66.89	
2.00%	6.36	6.18	6.02	5.85	<b>5.70</b>	5.55	5.40	5.26	5.12	83.75	81.38	79.27	77.03	<b>75.06</b>	73.08	71.11	69.26	67.42	
2.50%	6.41	6.23	6.07	5.90	5.74	5.59	5.44	5.30	5.16	84.41	82.04	79.93	77.69	75.58	73.61	71.63	69.79	67.95	
3.00%	6.47	6.29	6.12	5.95	5.79	5.63	5.48	5.34	5.20	85.20	82.83	80.59	78.35	76.24	74.14	72.16	70.32	68.47	

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

## 6 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	3.48	44.75	31.11	27.69	61.00	70.00	6.46	6.94	0.41	0.43
Atoss Software	9.60	37.00	23.02	12.47	26.94	27.50	5.05	4.90	0.87	0.88
InVision Software	5.50	11.89	-0.11	24.09	12.00	14.20	-7.77	-4.25	-2.30	-1.15
Update Software	2.74	29.01	15.93	25.36	36.60	33.00	4.00	3.60	0.35	0.35
IBS AG	3.10	18.15	13.65	14.29	21.90	20.80	2.61	2.30	0.35	0.23
Software AG	48.74	1,463.00	1,496.50	549.14	720.61	749.51	180.55	189.27	4.04	4.44
Nemetschek	10.30	99.14	121.55	61.55	148.73	132.95	23.86	14.25	1.52	1.11
PSI AG	8.20	99.37	72.75	33.70	128.85	144.14	6.20	8.24	0.34	0.48
USU Software AG	3.20	32.07	21.08	45.92	33.98	35.85	0.97	1.80	0.13	0.22
Personal & Informatik	15.20	116.73	102.50	26.67	59.42	58.00	13.07	13.00	1.25	1.23
CompuGroup Holding	4.00	214.35	321.01	195.57	215.62	245.89	17.16	24.68	0.14	0.21
GK Software	13.98	22.46	9.98	2.08	14.80	17.11	3.31	4.04	1.53	1.85
Beta Systems Software	3.28	41.48	37.65	28.50	89.75	90.38	6.06	6.66	0.30	0.33

Quellen: DR. KALLIWODA | RESEARCH, Reuters

## 6.1 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	0.51	0.44	4.82	4.48	8.49	8.09	10.59	9.91
Atoss Software	0.85	0.84	4.56	4.70	11.03	10.91	18.75	17.82
InVision Software	-0.01	-0.01	0.01	0.03	-2.39	-4.78	-64.75	-29.93
Update Software	0.44	0.48	3.98	4.43	7.83	7.83	10.93	10.91
IBS AG	0.62	0.66	5.23	5.93	8.86	13.48	11.92	11.06
Software AG	2.08	2.00	8.29	7.91	12.06	10.98	25.06	25.25
Nemetschek	0.82	0.91	5.09	8.53	6.78	9.28	16.04	10.72
PSI AG	0.56	0.50	11.73	8.83	24.12	17.08	4.81	5.72
USU Software AG	0.62	0.59	21.73	11.71	24.62	14.55	2.85	5.02
Personal & Informatik	1.73	1.77	7.84	7.88	12.16	12.36	22.00	22.41
CompuGroup Holding	1.49	1.31	18.71	13.01	28.57	19.05	7.96	10.04
GK Software	0.67	0.58	3.02	2.47	9.14	7.56	22.36	23.61
<b>Median</b>	0.62	0.66	5.23	7.88	11.03	10.98	10.93	10.72
<b>Mittelwert</b>	0.87	0.84	7.92	6.66	12.60	10.53	7.38	10.21
Beta Systems Software AG	0.42	0.42	6.21	5.65	10.93	9.94	6.75	7.37
Premium (+)/Discount (-)	-51.51	-50.37	-21.53	-15.10	-13.26	-5.62		
DR. KALLIWODA   RESEARCH © Copyright 2009								

## 7 Kontakt

Beta Systems Software AG

Alt-Moabit 90d  
D-10559 Berlin

Telefon: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 170

Telefax: + 49 (0) 30 / 72 61 18 – 800

Head of IR: Stefanie Frey

stefanie.frey@betasystems.com

<b>DR. KALLIWODA   RESEARCH</b> GmbH Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
<b>Head:</b> <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	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
<b>Michael John</b> E-Mail: <a href="mailto:mj@kalliwoda.com">mj@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Wolfgang Neuner</b> E-Mail: <a href="mailto:wn@kalliwoda.com">wn@kalliwoda.com</a>	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	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



## 8 DISCLAIMER

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

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 ( in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

### Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Beta Systems Software AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

## DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.