

## Update

## KAUFEN

Kursziel: EUR 3

<b>Branche:</b>	Software
<b>Land:</b>	Deutschland
<b>WKN:</b>	522440
<b>Reuters:</b>	BSSG.DE
<b>Webseite:</b>	www.betasystems.com

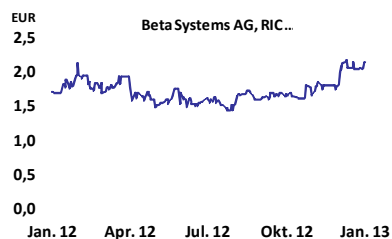
<b>Kurs aktuell:</b>	2,08
	<b>Hoch Tief</b>
<b>Kurs 52 W.:</b>	2,30 1,40
<b>Marktkap. (Mio. EUR)</b>	41,5
<b>Anzahl Aktien (in Mio.)</b>	19,9

<b>Aktionärsstruktur</b>	
<b>Streubesitz</b>	27,0%
<b>Deutsche Balaton AG</b>	46,0%
<b>Axxion S.A.</b>	10,0%
<b>William P. Schmidt</b>	7,0%
<b>Fam. Tauchnitz</b>	6,0%
<b>DWS Investment GmbH</b>	3,0%
<b>Eigene Aktien</b>	1,0%

<b>Performance</b>	
<b>4 Wochen</b>	-3,0%
<b>13 Wochen</b>	20,2%
<b>26 Wochen</b>	29,5%
<b>52 Wochen</b>	19,0%
<b>lfd. Jahr</b>	-1,5%

<b>Dividende</b>		
	<b>EUR/Aktie</b>	<b>in %</b>
<b>2009</b>	0,00	0,0%
<b>2010</b>	0,00	0,0%
<b>2011</b>	0,00	0,0%
<b>2012</b>	0,00	0,0%
<b>2013e</b>	0,00	0,0%

\*) Hinweis: 2011, siehe Tabelle rechts, bezieht sich auf das Rumpfgeschäftsjahr 2011 (beinhaltet nur 9 Monate, d.h. von 01.01.2011 bis 30.09.2011); Dies gilt für alle Tabellen in dieser Studie.



Dr. Norbert Kalliwoda  
Phone: +49 69 97 20 58 53  
Email: nk@kalliwoda.com  
www.kalliwoda.com

## Beta Systems Software AG

## Erfolgreicher Turnaround

- Im Geschäftsjahr 2011/12 konnte die Beta Systems Software ihre Restrukturierung erfolgreich abschließen. Zwischen Oktober 2011 und September 2012 erreichte der Umsatz EUR 41,6 Mio., während er im Rumpfgeschäftsjahr 2011 (Jan-Sep 2011) noch bei EUR 25,2 Mio. lag. Die Ergebnisse des Vorjahres beinhalten nicht das vierte Quartal, welches normalerweise das stärkste ist.
- Das Umsatzwachstum wurde von allen Segmenten getragen, besonders stark entwickelten sich jedoch die Software-Umsätze, die von EUR 6,5 Mio. im Vorjahr auf EUR 15,9 Mio. und damit um 144,1% zunahm. Den höchsten Anteil trugen zum Gesamtumsatz Wartungseinnahmen bei (48,6%), wobei im Quartalsvergleich erstmals wieder steigende Erlöse verbucht wurden.
- Beim operativen und Nettoergebnis konnte endlich wieder ein Gewinn vermeldet werden. Im GJ 2011/12 lag das EBIT bei EUR 2,7 Mio. (Jan-Sep 2011: EUR -6,4 Mio.) und das Nettoergebnis bei EUR 2,1 Mio. (EUR -7,3 Mio.). Die Hauptgründe dafür waren vor allem ein im Vergleich zum Umsatz unterproportionaler Kostenanstieg sowie sonstige betriebliche Erträge in Höhe von EUR 2,3 Mio., die vor allem aus dem Verkauf der 100%-Beteiligung an der DETEC Software GmbH resultierten.
- Infolge eines positiven operativen Cashflows in Höhe von EUR 5,9 Mio. sowie Cash-Zuflüsse u.a. aus oben genannten Veräußerung für EUR 3,7 Mio. sowie der Kapitalerhöhung im August 2012 im Volumen von von EUR 8,6 Mio. stiegen die liquiden Mittel von EUR 4,6 Mio. im Vorjahr auf EUR 25,1 Mio. Damit sind 60,5% der aktuellen Marktkapitalisierung der Beta Systems Software durch Cash gedeckt.
- Aufgrund der strategischen Neupositionierung in Richtung GRC-Lösungen (Governance, Risk and Compliance) und der sehr guten Ergebnisse im GJ 2011/12 haben wir unsere Schätzungen für die Beta Systems nach oben angepasst. Unser neues 12-Monats-Kursziel, welches auf einem DCF-Modell basiert, beträgt EUR 3 (vorher: EUR 2,57). Insofern teilen wir die Meinung des Managements, dass das vom Hauptaktionär Deutsche Balaton AG vom 27. November bis zum 2. Januar 2013 freiwillig unterbreitete Erwerbsangebot von EUR 1,75 je Aktie den fairen Wert des Unternehmens nicht widerspiegelt.

## Key Facts

Mio. EUR	2011	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E
<b>Umsatzerlöse</b>	25,21	41,57	41,50	45,06	48,03
<b>EBITDA</b>	-4,71	4,77	3,47	4,04	4,68
<b>EBIT</b>	-6,38	2,71	2,47	3,04	3,68
<b>Nettoergebnis</b>	-7,30	2,14	1,98	2,36	2,81
<b>EPS</b>	-0,55	0,15	0,10	0,12	0,14
<b>BVPS</b>	1,15	1,68	1,78	1,90	2,04
<b>CFPS</b>	0,19	-0,07	0,22	0,13	0,20
<b>RoE</b>	-31,9%	7,6%	5,7%	6,5%	7,2%
<b>RoS</b>	-29,0%	5,2%	4,8%	5,2%	5,8%
<b>EBIT Marge</b>	-25,3%	6,5%	6,0%	6,7%	7,7%

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Barkapitalerhöhung.....</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Bewertung .....</b>	<b>4</b>
a.	DCF-Modell .....	4
b.	Peer Group Analyse.....	6
<b>4</b>	<b>Geschäftsentwicklung .....</b>	<b>7</b>
a.	Allgemeine Geschäftsentwicklung im GJ 2011/12 .....	7
<b>5</b>	<b>Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Segmente in GJ 2011/12 .....</b>	<b>8</b>
<b>6</b>	<b>Ausblick .....</b>	<b>9</b>
<b>7</b>	<b>Aktie .....</b>	<b>10</b>
<b>8</b>	<b>Finanzteil.....</b>	<b>11</b>
a.	Gewinn- und Verlustrechnung .....	11
b.	Bilanzen.....	12
c.	Kapitalflussrechnung.....	13
<b>9</b>	<b>Kontakt.....</b>	<b>14</b>

## 1 Unternehmensprofil

Nach dem Verkauf des Geschäftsbereichs Enterprise Content Management (ECM) richtete sich die Beta Systems Software AG (General Standard: BSS, ISIN DE0005224406) als reiner Infrastruktursoftware-Anbieter neu aus. Der Schwerpunkt liegt bei allen abzudeckenden Bereichen auf der Optimierung und Absicherung wichtiger IT-Prozesse.

Kern des Software-Portfolios sind Lösungen für Data Center Automation, Audit, Identity & Access Governance und Document Processing & Audit. Die Produkte und Lösungen von Beta Systems sorgen dabei für ein sicheres, effizientes und nachvollziehbares Informationsmanagement in Rechenzentren sowie für höchste Effizienz bei der Verarbeitung von Dokumenten. Die Hauptmarken der Beta Systems Software AG sind Beta 91 Agility, Beta 92 Agility, Beta 93 Agility, Beta UX und LDMS. Zum Geschäftsfeld Berechtigungs- oder Identity Management (Identity & Access Governance (IAG)) gehören die Lösungen der SAM-Produktfamilie.

Beta Systems verfügt mit 1300 Kunden über eine solide Kundenbasis. Bisher wurden über 3200 Systeme installiert. Den größten Umsatz erzielt Beta Systems mit Kunden aus dem Finanz- und Versicherungssektor. Zum Kundenkreis gehören Institutionen wie die Fortis Bank, SEB IT Service, DnB NOR (Den norske Bank), Credit Suisse, Allianz Shared Infrastructure Services und DZ Service. Beta Systems ist seit 1997 börsennotiert und beschäftigte Ende September 2012 insgesamt 242 Mitarbeiter.

## 2 Barkapitalerhöhung und Übernahmeangebot

Am 16. August teilte das Unternehmen mit, dass die Kapitalerhöhung bis auf den Eintrag ins Handelsregister komplett durchgeführt wurde. Dieser Eintrag erfolgte am 23.08.2012, wodurch Beta Systems die Barkapitalerhöhung abschloss.

Die Aktien wurden innerhalb der Bezugsfrist gezeichnet und dem Unternehmen sind bis zum 15. August durch Ausgabe der 6.644.457 neuen Aktien EUR 8,6 Mio. zugeflossen. Das Angebot an die bestehenden Aktionäre startete am 8. Juni 2012 und endete am 21. Juni. Seit dem 28.08.2012 sind die neu-emittierten Aktien frei handelbar.

Nachfolgende Tabelle zeigt die Auswirkungen der Barkapitalerhöhung auf das Stammkapital und die Aktienanzahl, welche sich auf 19,9 Mio. Stück erhöht.

Barkapitalerhöhung Beta Systems Software AG				
	vor Kapitalerhöhung	Erhöhung bis zu	(in %)	nach Kapitalerhöhung
Grundkapital (€)	17.275.588	8.637.794	50,00%	25.913.382
Stückaktien (Stück)	13.288.914	6.644.457	50,00%	19.933.371
Aktienwert je Grundkapital (€)	1,3	1,3		1,3

Quelle: Beta Systems Software AG, 2012, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Am 27. November unterbreitete der Hauptaktionär der Beta Systems, die Deutsche Balaton AG, den übrigen Aktionären ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot in Höhe von EUR 1,75 je Aktie. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung entsprach dies einem Abschlag zum Marktpreis (EUR 1,81) von 3,3%. In einer Pressemitteilung vom 11. Dezember 2012 lehnten Vorstand und Aufsichtsrat des Unternehmens das Übernahmeangebot als zu niedrig ab und empfahlen den Aktionären, es nicht anzunehmen. Am 2. Januar endete das Angebot mit einer Annahmquote von 0,21% (42.066 Aktien), sorgte jedoch für einige Handelsimpulse an der Börse.

### 3 Bewertung

Wir haben die Beta Systems Software AG mithilfe unseres DCF-Modells bewertet, welches einen fairen Wert je Aktie von EUR 3 ergibt. Auf dem aktuellen Niveau ergibt dies ein Upside von 44,2%.

#### a. DCF-Modell

WACC-Annahmen	
<b>Wachstumsprämissen</b>	
Langfristiges Wachstum/ Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2019)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
<b>Eigenkapitalkosten</b>	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	2,3%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	6,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,20
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>9,5%</b>
<b>Fremdkapitalkosten</b>	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>4,9%</b>
Wert des Eigenkapitals	33
Wert des Fremdkapitals	18
Gearing	54,5%
<b>WACC</b>	<b>7,9%</b>

**Discounted Cash Flow-Modell (Basis 1/2013)**

(Mio. EUR)	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E
<b>Umsatz</b>	<b>45,06</b>	<b>48,03</b>	<b>51,20</b>	<b>53,53</b>
Veränderungsrate	9%	7%	7%	5%
<b>EBIT</b>	<b>3,04</b>	<b>3,68</b>	<b>4,06</b>	<b>4,26</b>
Marge	6,7%	7,7%	7,9%	7,9%
Beteiligungsergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>3,38</b>	<b>4,01</b>	<b>4,38</b>	<b>4,3</b>
operativer Steueraufwand	-1,01	-1,20	-1,32	-1,28
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	1,00	1,00	1,00	1,11
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2,2%	2,1%	2,0%	2,1%
Veränderung langf. Rückstellungen	-0,54	0,04	0,04	0,04
Anteil Umsatz	-1,2%	0,1%	0,1%	0%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-1,25	-0,94	-1,00	-1,04
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-2,8%	-2,0%	-2,0%	-1,9%
Investitionen	-1,06	-1,06	-1,07	-1,12
Investitionsquote (%Umsatz)	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-2,1%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>0,52</b>	<b>1,84</b>	<b>2,04</b>	<b>1,98</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)	β = 1,2	Diskontierungszinssatz				
		7,38%	7,63%	7,88%	8,13%	8,38%
Wachstum	1,0%	3,03	2,95	2,87	2,80	2,73
	1,5%	3,10	3,01	2,93	2,85	2,78
	2,0%	3,19	3,09	<b>3,00</b>	2,92	2,84
	2,5%	3,30	3,19	3,08	2,99	2,90
	3,0%	3,43	3,30	3,18	3,08	2,98

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)	β = 1,2	Diskontierungszinssatz				
		7,38%	7,63%	7,88%	8,13%	8,38%
Wachstum	1,0%	60,34	58,72	57,21	55,81	54,52
	1,5%	61,84	60,05	58,40	56,89	55,48
	2,0%	63,61	61,62	<b>59,80</b>	58,13	56,59
	2,5%	65,75	63,50	61,46	59,60	57,89
	3,0%	68,38	65,79	63,45	61,35	59,44

## b. Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung des Unternehmens haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Die Anwendung eines relativen Bewertungsmodells beruht auf dem Gedanken, dass vergleichbare Unternehmen korrespondierende Marktwerte besitzen. Dementsprechend werden vorrangig börsennotierte Unternehmen ausgewählt, welche ähnliche Produkte liefern oder ein gleichartiges Geschäftsmodell besitzen. Eine Analyse der Finanzkennzahlen aller Unternehmen liefert eine Einschätzung, inwiefern das Bewertungsergebnis des Unternehmens auf eine geringe Vergleichbarkeit mit seiner Peergruppe, oder eben auf eine Unter- bzw. Überbewertung zurückzuführen ist.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Die zukunftsorientierten Finanzdaten der Vergleichsunternehmen repräsentieren den Mittelwert aller Analystenschätzungen, die über das Produkt ThomsonReutersKnowledge zur Verfügung stehen. Der Marktwert der finanziellen Verbindlichkeiten wird bei allen Unternehmen mit dem Buchwert approximiert.

Peer Group Multiples		Enterprise Value Multiples					Equity Value Multiples			
Peers	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		Price / Eps		Price / Bvps	
	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014
Atoss Software AG	2,3	2,2	9,6	9,2	9,6	9,0	14,1	13,3	n.a.	n.a.
CompuGroup Medical AG	2,8	2,7	12,8	11,6	15,8	14,3	13,9	11,0	3,1	2,5
IBS Excellence Collaboration Manufactur	2,5	2,3	19,9	19,9	25,7	24,0	25,5	24,0	n.a.	n.a.
InVision AG	3,1	2,6	46,2	15,4	100,4	18,7	137,4	18,7	n.a.	n.a.
Nemetschek AG	2,1	1,9	9,8	9,0	11,5	9,6	12,9	11,2	2,7	2,4
Software AG	3,4	3,2	12,5	11,6	13,2	12,0	13,9	12,7	2,3	2,1
update software AG	0,7	0,6	49,9	12,0	16,6	10,0	18,0	11,6	n.a.	n.a.
<b>Beta Systems Software AG</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,3</b>	<b>21,1</b>	<b>19,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
Median	2,4	2,2	12,6	11,6	14,5	11,0	16,1	13,0	2,5	2,2
Mean	2,2	2,0	20,6	11,6	25,1	13,1	32,1	15,3	2,3	2,0
<b>Peer Benchmark</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>12,6</b>	<b>11,6</b>	<b>14,5</b>	<b>11,0</b>	<b>16,1</b>	<b>13,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Discount (-)/Premium (+)	-80%	-80%	-65%	-65%	-45%	-34%	31%	51%	-53%	-50%
<b>Valuation</b>										
<b>Peer Benchmark</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>12,6</b>	<b>11,6</b>	<b>14,5</b>	<b>11,0</b>	<b>16,1</b>	<b>13,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Beta Systems Software AG financials	41,5	44,2	4,5	4,9	2,5	2,7	0,1	0,1	1,8	1,9
Implied Enterprise Value	98,1	98,6	57,0	56,5	35,9	29,7				
+ Cash and Cash Equivalents	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1				
- Financial Debt	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2				
- Pension Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
- Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
- Preferred Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
+ Change in Equity Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Implied Equity Value	120,0	120,5	78,9	78,4	57,8	51,6				
Number of Shares	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9				
<b>Implied fair value per share</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>
Weights	17%	17%	17%	17%	17%	17%	25%	25%	25%	25%
<b>Results</b>			<b>4,24</b>					<b>2,9</b>		
Weights	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>Fair Value Implied by Both Peer Multiples:</b>						<b>3,7 EUR</b>				
<b>Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %</b>										
<b>Fair Value per Share 3,7 EUR</b>										

Source: Dr. Kalliwoda | Research 2013

Auf Basis unserer Peer Multiples liegt der Implied Fair Value bei EUR 3,70 je Aktie.

## 4 Geschäftsentwicklung

### a. Allgemeine Geschäftsentwicklung im GJ 2011/12

Im Geschäftsjahr 2011/12 erwirtschaftete die Beta Systems Software AG einen Umsatz in Höhe von EUR 41,6 Mio. Im Vorjahr lagen die Erlöse bei EUR 25,2 Mio., was darauf zurückzuführen war, dass das Rumpfgeschäftsjahr 2011 nur die Monate Januar bis September umfasste und das saisonal stärkste vierte Quartal nicht berücksichtigte. Im Q4 werden normalerweise die höchsten Lizenz-(Software-)umsätze generiert.

Insgesamt zeigten im GJ 2011/12 alle Geschäftsbereiche eine starke Entwicklung auf. In den letzten Quartalen konnte die Beta Systems ihr Geschäftsmodell erfolgreich hin zu profitableren und nachhaltigeren Vertragsabschlüssen mit höheren Cashflows umstellen. Im GJ 2011/12 verzeichneten die Segmente Software (+144,1% auf EUR 15,9 Mio.) und Services (+40% auf EUR 5,2 Mio.) im Vergleich zum Vorjahr die stärksten Anstiege.

Ertragskennzahlen			
Angaben in T € wenn nicht anders angegeben	Okt. 2011 - Sep. 2012	Jan. 2011 - Sep. 2011	Abweichung
Umsatzerlöse	41.569	25.209	16.360
Betriebsergebnis (EBIT)	2.714	-6.384	9.098
EBITDA	4.769	-4.706	9.475
Ergebnis vor Ertragssteuern	3.076	-5.887	8.963
Ergebnis der Geschäftsperiode	2.144	-7.299	9.443
Ergebnis je Stammaktie (in €) <sup>1)</sup>	0,15	-0,55	0,70

Bilanzkennzahlen			
	30.09.2012	30.09.2011	Abweichung
Zahlungsmittel	25.109	4.561	20.548
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20.931	22.421	-1.490
kurzfristige Finanzierung	570	1.066	-496
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.106	2.603	-1.497
Eigenkapital	33.453	22.869	10.584
Bilanzsumme	51.563	42.672	8.891
Eigenkapitalquote	64,9%	53,6%	11,3%
Anzahl der Mitarbeiter	242	284	-42

<sup>1)</sup> verwässert und unverwässert, inkl. aufgegebenem Geschäftsbereich

Quelle: Beta Systems Software AG, 2012

Aus unserer Sicht entwickelte sich im vergangenen Geschäftsjahr das operative Ergebnis besonders erfreulich. Im Vorjahresvergleich verbesserte sich das EBIT von EUR -6,4 Mio. auf EUR 2,7 Mio. (EBIT-Marge von 6,5%), was den Erfolg der Restrukturierungsmaßnahmen der Beta Systems verdeutlicht. Die positive Entwicklung resultierte vor allem aus einer restrukturierungsbedingten Verbesserung der Kostenstruktur – mit einem positiven Effekt von EUR 6,8 Mio. - sowie sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von EUR 2,3 Mio., die auf den Verkauf der Tochtergesellschaft DETEC Software GmbH an die UNICOM Systems Inc., Auflösung von Rückstellungen sowie Erträgen aus der Fremdwährungsbewertung zurückgingen. Die Ergebnisverbesserung wurde von den Segmenten Software und Wartung getragen, die ein EBIT von EUR 7,3 Mio. bzw. EUR 6,9 Mio. beisteuerten.

Trotz eines positiven Nettoergebnisses in Höhe von EUR 2,1 Mio. (RGJ 2011: EUR -7,3 Mio.) reduzierte sich der operative Cashflow von EUR 8,4 Mio. im Vorjahr auf EUR 5,9 Mio. Obwohl sich die abgeschlossene Restrukturierung und Optimierung der Vertriebsaktivitäten positiv auswirken, wurde ein Rückgang des operativen Cashflow verzeichnet, da das RGJ 2011 nicht das liquiditätsschwache vierte Quartal umfasste. Die liquiditätswirksamen Einzahlungen aus den Wartungserlösen sind im letzten Quartal eines Jahres normalerweise am niedrigsten.

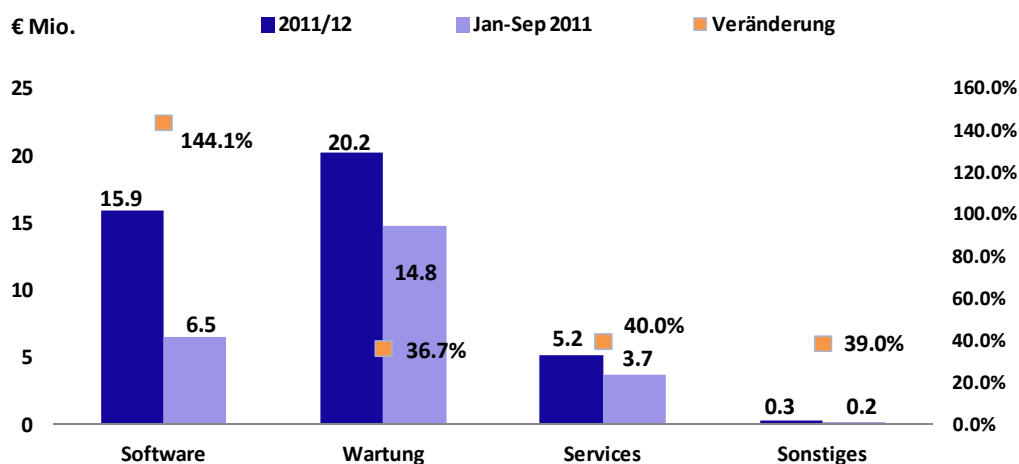
Insgesamt stiegen die liquiden Mittel der Beta Systems zwischen September 2011 und September 2012 von EUR 4,6 Mio. auf EUR 25,1 Mio. Neben einem hohen operativen Cashflow in Höhe von ca. EUR 6 Mio. wirken sich hierbei Cash-Zuflüsse aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit in Höhe von EUR 7,4 Mio. bzw. EUR 7,3 Mio. positiv aus. Diese stammten vor allem aus (a) abschließenden Einzahlungen aus der Aufgabe des Geschäftsbereichs ECM in Höhe von EUR 3,8 Mio. (Vorjahr: EUR 5 Mio.) (b) der Veräußerung der DETEC Software GmbH in Höhe von EUR 3,7 Mio. (net of cash) im Juli 2012 sowie (c) einmaligen Einzahlungen aus der Barkapitalerhöhung im August 2012 in Höhe von EUR 8,6 Mio. (net of cost).

Zum 30. September 2012 betragen die Bankverbindlichkeiten der Beta Systems insgesamt EUR 1,2 Mio. Die Bilanz des Unternehmens wies einen Netto-Cash-Bestand in Höhe von EUR 21,9 Mio. aus bei einer Eigenkapitalquote von 64,9%.

## 5 Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Segmente in GJ 2011/12

Die folgenden Schaubilder zeigen die sich verbessernden Umsätze im GJ 2011/2012 in allen drei Segmenten sowie die starken operativen Ergebnisse in den Bereichen Software und Wartung. Trotz Umsatzsteigerung erwirtschaftete der Bereich Services nur ein ausgeglichenes EBIT.

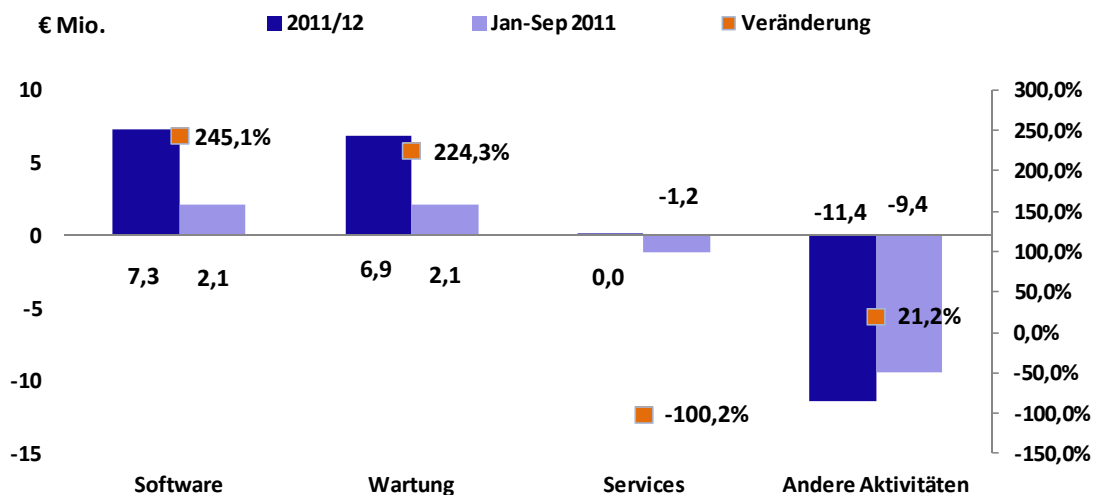
### Umsätze GJ 2011/2012 vs. Rumpfgeschäftsjahr 2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH



## EBIT GJ 2011/2012 vs. Rumpfgeschäftsjahr 2011



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

## 6 Ausblick

Nach den sehr guten Zahlen für das GJ 2011/12, die auf der Ebene des EBIT und Nettoergebnisses über unseren Schätzungen lagen (EUR 1,5 Mio. bzw. EUR 2 Mio.), haben wir unser Kursziel von EUR 2,57 auf EUR 3 angehoben. In den letzten Quartalen hat sich die Beta Systems erfolgreich restrukturiert und gut für die Zukunft aufgestellt. Die neuen Verträge – bspw. mit dem IT-Dienstleister der Sparkassen IBM/Finanzinformatik (Ausbau des Identity Access Managements und der Rechenzentrumsinformatik), Lufthansa Systems (SAM-Identity-Management-Software) und Banca Intesa in Serbien (drei-Jahres-Vertrag für das SAM Entry Package Identity-Management-Einstiegspaket) sind langfristiger Natur und werden für einen stabilen, regelmäßigen Cashflow insbesondere im Bereich Wartung sorgen. Des Weiteren erachten wir den Fokus auf die Themen Daten-, Dokumenten- und Benutzermanagement sowie Governance, Risk & Compliance (GRC) als sehr aussichtsreich, wobei Beta Systems alle Leistungen d.h. Software, Beratungsleistung und Betriebsunterstützung aus einer Hand anbietet.

Die Untersuchungsergebnisse unabhängiger Research-Häuser scheinen die Richtigkeit der vom Unternehmen gewählten Strategie zu bestätigen. Laut Chartis soll der weltweite Markt für GRC-Softwarelösungen für Financial-Services-Unternehmen im Jahr 2013 um 12% auf USD 1,5 Mrd. steigen. IDC und PAC nennen als Trendthemen im Bereich IT unter anderem GRC sowie die Datenanalyse (Big Data, Business Intelligence). Getrieben wird diese Entwicklung durch wachsende Regularien und Compliance-Anforderungen, steigende Datenmengen und Cloud Computing sowie zunehmende Mobilität der Geschäfts- und Unternehmens-IT.

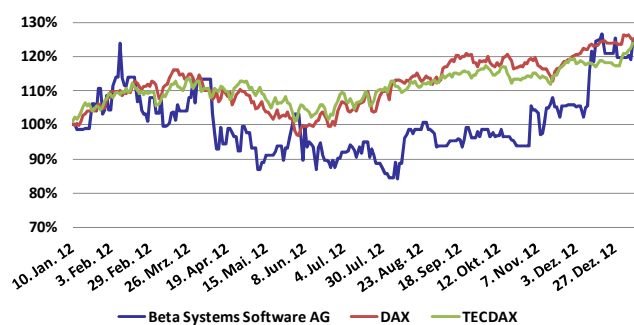
Trotz eines negativen Effekts der Veräußerung der DETEC Software GmbH auf die Wartungseinnahmen von etwa EUR 3 Mio. gehen wir nun für das GJ 2012/13 von einem Umsatz in Höhe von EUR 41,5 Mio. und einem EBIT von EUR 2,5 Mio. (6% Marge) aus. Dies entspricht der Unternehmensguidance von EUR 41-42 Mio. beim Umsatz bzw. EUR 2-3 Mio. beim EBIT.

Ab dem GJ 2013/14 sollte die Beta Systems unserer Meinung nach insbesondere von neuen bzw. weiterentwickelten Produkten im Bereich GRC profitieren. In unserem Modell prognostizieren wir ein jährliches Erlöswachstum im hohen einstelligen Prozentbereich und zweistellige Wachstumsraten beim EBIT.

## 7 Aktie

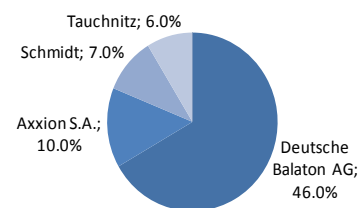
Seit unserem letzten Update am 11.09.2012 entwickelte sich die Aktie der Beta Systems Software AG stärker als der DAX und TecDAX. Auf Jahressicht fällt ihre Performance jedoch ähnlich aus wie die der beiden Indizes. Der Grund dafür ist ihre schwache Entwicklung zwischen Januar und September. Seit 10 Januar 2012 stieg der Aktienkurs der Beta Systems von EUR 1,68 auf derzeit EUR 2,08.

**Aktienkursverlauf 2012/13**



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

**Aktionärsstruktur (Stand 10.01.2013)**



Quelle: Unternehmen, Dr. Kalliwoda Research GmbH

## 8 Finanzteil

### a. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2011	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E
<b>Umsatzerlöse aus:</b>						
• Software	6.499	15.863	18.084	19.711	21.091	22.568
• Wartung	14.776	20.200	17.200	18.576	19.691	20.872
• Service	3.716	5.203	5.879	6.409	6.857	7.337
• Andere	218	303	336	367	392	420
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>25.209</b>	<b>41.569</b>	<b>41.500</b>	<b>45.062</b>	<b>48.031</b>	<b>51.196</b>
Umsatzkosten	-1.991	-2.796	-2.791	-3.031	-3.231	-3.444
Bruttoergebnis vom Umsatz	23.218	38.773	38.708	42.032	44.800	47.753
• Personalaufwand	-17.886	-23.075	-23.036	-25.014	-26.662	-28.419
• Abschreibungen	-1.678	-2.055	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000
• Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-10.038	-10.929	-12.200	-12.981	-13.461	-14.269
<b>Operatives Ergebnis (EBIT)</b>	<b>-6.384</b>	<b>2.714</b>	<b>2.472</b>	<b>3.036</b>	<b>3.677</b>	<b>4.065</b>
• Zinserträge	713	571	350	340	330	320
• Zinsaufwendungen	-216	-209	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)</b>	<b>-5.887</b>	<b>3.076</b>	<b>2.822</b>	<b>3.376</b>	<b>4.007</b>	<b>4.385</b>
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-1.182	-932	-847	-1.013	-1.202	-1.315
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag vor Sondereffekten</b>	<b>-7.069</b>	<b>2.144</b>	<b>1.975</b>	<b>2.364</b>	<b>2.805</b>	<b>3.069</b>
Einmalige Erträge aus Verkauf ECM (inkl. Periodenergebnis ECM für H1 2010)	-230	-	-	-	-	-
<b>Jahresüberschuss (-fehlbetrag)</b>	<b>-7.299</b>	<b>2.144</b>	<b>1.975</b>	<b>2.364</b>	<b>2.805</b>	<b>3.069</b>
Ergebnis je Aktie	-0,55	0,15	0,10	0,12	0,14	0,15
<b>Veränderung zum Vorjahr</b>						
Umsatzerlöse aus:						
• Software	n.a	144,08%	14,00%	9,00%	7,00%	7,00%
• Wartung	n.a	36,71%	-14,85%	8,00%	6,00%	6,00%
• Service	n.a	40,02%	13,00%	9,00%	7,00%	7,00%
• Andere	n.a	38,99%	11,00%	9,00%	7,00%	7,00%
Umsatzerlöse	n.a	64,90%	-0,17%	8,59%	6,59%	6,59%
Umsatzkosten	n.a	40,43%	-0,17%	8,59%	6,59%	6,59%
Bruttoergebnis vom Umsatz	n.a	67,00%	-0,17%	8,59%	6,59%	6,59%
• Personalaufwand	n.a	29,01%	-0,17%	8,59%	6,59%	6,59%
• Abschreibungen	n.a	22,47%	-51,34%	0,00%	0,00%	0,00%
• Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	n.a	8,88%	11,63%	6,40%	3,70%	6,00%
Operatives Ergebnis (EBIT)	n.a	-142,51%	-8,93%	22,85%	21,10%	10,54%
• Zinserträge	n.a	-19,92%	-38,70%	-2,86%	-2,94%	-3,03%
• Zinsaufwendungen	n.a	-3,24%	-100,00%	n.a	n.a	n.a
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	n.a	-152,25%	-8,26%	19,66%	18,68%	9,42%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	n.a	-21,15%	-9,17%	19,66%	18,68%	9,42%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag vor Sondereffekten	n.a	-130,33%	-7,87%	19,66%	18,68%	9,42%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	n.a	-129,37%	-7,87%	19,66%	18,68%	9,42%
Ergebnis je Aktie	n.a	-129,37%	-7,87%	19,66%	18,68%	9,42%
<b>Anteil am Umsatz</b>						
Umsatzerlöse	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Umsatzkosten	-7,90%	-6,73%	-6,73%	-6,73%	-6,73%	-6,73%
Bruttoergebnis vom Umsatz	92,10%	93,27%	93,27%	93,27%	93,27%	93,27%
• Personalaufwand	-70,95%	-55,51%	-55,51%	-55,51%	-55,51%	-55,51%
• Abschreibungen	-6,66%	-4,94%	-2,41%	-2,22%	-2,08%	-1,95%
• Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-39,82%	-26,29%	-29,40%	-28,81%	-28,03%	-27,87%
Operatives Ergebnis (EBIT)	-25,32%	6,53%	5,96%	6,74%	7,66%	7,94%
• Zinserträge	2,83%	1,37%	0,84%	0,75%	0,69%	0,63%
• Zinsaufwendungen	-0,86%	-0,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-23,35%	7,40%	6,80%	7,49%	8,34%	8,56%
Ertragsteuer (Ertragsteuergutschrift)	-4,69%	-2,24%	-2,04%	-2,25%	-2,50%	-2,57%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag vor Sondereffekten	-28,04%	5,16%	4,76%	5,25%	5,84%	6,00%
Jahresüberschuss (-fehlbetrag)	-28,95%	5,16%	4,76%	5,25%	5,84%	6,00%

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

## b. Bilanzen

Bilanzen - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2011	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E
<b>Aktiva</b>						
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>						
Kassenbestand und Zahlungsmittel	4.561	25.109	27.539	28.219	30.234	32.469
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22.421	20.931	20.498	21.826	22.803	23.815
Fertigungsaufträge (POC)	82	237	261	287	315	347
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	6.296	1.641	1.805	1.986	2.184	2.403
Laufende Ertragsteuern	270	127	0	0	0	0
<b>Summe kurzfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>33.630</b>	<b>48.045</b>	<b>50.103</b>	<b>52.317</b>	<b>55.537</b>	<b>59.033</b>
Sachanlagen	1.804	1.346	1.366	1.386	1.406	1.426
Firmenwert	3.372	507	507	507	507	507
Andere immaterielle Vermögensgegenstände	1.258	174	184	196	207	220
Erworbene Softwareproduktrechte	1.744	451	478	507	537	569
Aktive latente Steuern	0	354	0	0	0	0
Sonstige langfristige Forderungen	865	686	755	830	913	1.004
<b>Summe langfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>9.043</b>	<b>3.518</b>	<b>3.290</b>	<b>3.425</b>	<b>3.570</b>	<b>3.726</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>42.673</b>	<b>51.563</b>	<b>53.393</b>	<b>55.742</b>	<b>59.107</b>	<b>62.760</b>
<b>Passiva</b>						
Kurzfristige Finanzierung	1.066	570	580	590	600	610
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.603	1.106	1.043	1.066	1.066	1.060
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	5.305	7.866	8.063	8.264	8.471	8.683
Laufende Ertragssteuerschulden	845	296	303	311	319	327
Rückstellungen	1.266	302	332	365	402	442
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	5.000	5.140	5.269	5.400	5.535	5.674
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>16.085</b>	<b>15.280</b>	<b>15.590</b>	<b>15.997</b>	<b>16.392</b>	<b>16.795</b>
Finanzielle Schulden	884	387	397	407	417	427
Pensionsverpflichtungen	1.207	1.278	1.406	1.546	1.701	1.871
Passive latente Steuern	1.589	1.165	572	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	38	0	0	0	0	0
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>3.718</b>	<b>2.830</b>	<b>2.375</b>	<b>1.953</b>	<b>2.118</b>	<b>2.298</b>
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>19.803</b>	<b>18.110</b>	<b>17.965</b>	<b>17.950</b>	<b>18.510</b>	<b>19.093</b>
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>22.869</b>	<b>33.453</b>	<b>35.428</b>	<b>37.792</b>	<b>40.597</b>	<b>43.666</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>42.672</b>	<b>51.563</b>	<b>53.393</b>	<b>55.742</b>	<b>59.107</b>	<b>62.760</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

## c. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Beta Systems						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2011	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E
Jahresüberschuss(-fehlbetrag)	-7.069	2.144	1.975	2.364	2.805	3.069
Abschreibungen	1.678	2.055	1.000	1.000	1.000	1.000
Veränderung des Working Capital	13.178	3.218	573	-1.246	-939	-1.000
Sonstiges	598	-898	-208	-539	37	40
<b>Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (fortzuführende Geschäftsfb.)</b>	<b>8.385</b>	<b>6.519</b>	<b>3.340</b>	<b>1.578</b>	<b>2.903</b>	<b>3.109</b>
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (aufgegebene Geschäftsfb.)	0	-591	0	0	0	0
<b>Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit</b>	<b>8.385</b>	<b>5.928</b>	<b>3.340</b>	<b>1.578</b>	<b>2.903</b>	<b>3.109</b>
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit (fortzuführende Geschäftsfb.)</b>	<b>-354</b>	<b>3.535</b>	<b>-1.060</b>	<b>-1.062</b>	<b>-1.065</b>	<b>-1.067</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit (aufgegebene Geschäftsfb.)	4.982	3.819	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>4.628</b>	<b>7.354</b>	<b>-1.060</b>	<b>-1.062</b>	<b>-1.065</b>	<b>-1.067</b>
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (fortzuführende Geschäftsfb.)</b>	<b>-9.676</b>	<b>7.266</b>	<b>150</b>	<b>163</b>	<b>177</b>	<b>193</b>
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (aufgegebene Geschäftsfb.)	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-9.676</b>	<b>7.266</b>	<b>150</b>	<b>163</b>	<b>177</b>	<b>193</b>
Konsol. U. Wechselkursbed. Veränderungen	42	-34	0	0	0	0
<b>Zunahme (Abnahme) der Zahlungsmittel</b>	<b>3.379</b>	<b>20.514</b>	<b>2.430</b>	<b>679</b>	<b>2.015</b>	<b>2.235</b>
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	1.223	4.644	25.109	27.539	28.219	30.234
<b>Zahlungsmittel am Ende der Periode</b>	<b>4.644</b>	<b>25.109</b>	<b>27.539</b>	<b>28.219</b>	<b>30.234</b>	<b>32.469</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

## 9 Kontakt

Beta Systems Software AG

Alt-Moabit 90d  
D-10559 Berlin

Telefon: + 49 (0) 30 – 726118 - 170

Telefax: + 49 (0) 30 – 726118 - 800

Head of IR: Stefanie Frey

E-Mail: stefanie.frey@betasystems.com

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Dr. Peter Arendarski</b> E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
<b>Maximilian F. Kaessens</b> E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Robin-Andreas Braun</b> E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Patrick Bellmann</b> E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Nele Rave</b> E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; German School London,	<u>Legal Advisor</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

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

Analyst of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda,  
CEFA



## DISCLAIMER

<b>KAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	<b>BUY</b>
<b>AKKUMULIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	<b>ACCUMULATE</b>
<b>HALTEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	<b>HOLD</b>
<b>REDUZIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	<b>REDUCE</b>
<b>VERKAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % 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.