

Update

Akkumulieren

Target Price: 16,70 EUR

Branche: Software/Technologie
Land: Deutschland
WKN: AOZ1JH
Reuters: PSAGn.DE
Webseite: www.psi.de

Kurs aktuell:		15,55
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	16,85	7,60
Marktkap. (Mio. EUR)		244,1
Anzahl Aktien (in Mio.)		15,7

Aktionäre

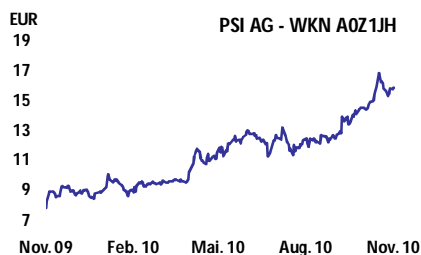
Streubesitz	51,3%
RWE Rheinland Westfalen Netz AG	17,8%
Mitarbeiterkonsortium (inkl. 4,09% Mitarbeiterpool)	10,6%
DWS Investment GmbH	8,4%
Harvinder Singh	8,1%
Allianz Global Investors	3,8%

Performance

4 Wochen	9,0%
13 Wochen	31,1%
26 Wochen	33,7%
52 Wochen	98,3%
lfd. Jahr	69,0%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0,0%
2009	0,21	50,0%
2010e	0,27	50,0%
2011e	0,35	50,0%



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

PSI AG

Weiteres Wachstum und steigende Marge möglich

- Gemessen am Umsatz war das dritte Quartal das bislang schwächste in diesem Jahr. PSI erzielte Umsatzerlöse in Höhe von 36,4 Mio. Euro, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahresquartal von 4,6 Prozent entspricht. Auf 9-Monatsbasis konnte der Umsatz um 13,4 Prozent auf 113,5 Mio. Euro gesteigert werden. In den ersten neun Monaten steigerte PSI das EBIT um 17 Prozent auf 5,4 Mio. Euro.
- Die höchsten Zuwachsraten konnte der Bereich Infrastrukturmanagement verzeichnen. Umsatz: +50 Prozent auf 19,7 Mio. Euro, EBIT mehr als verdreifacht (auf 1,3 Mio. Euro). Das Segment Energiemanagement: Umsatz +4 Prozent auf 45,1 Mio. Euro, EBIT +50 Prozent auf 4,6 Mio. Euro. Segment Produktionsmanagement: Umsatz +12 Prozent (auf 48,7 Mio. Euro), EBIT 0,2 Mio. Euro nach 1,7 Mio. Euro in 2009.
- Erfreulich entwickelte sich der operative Cashflow, der mit 4,9 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahreswert (0,1 Mio. Euro) lag. Im ersten Halbjahr war er noch negativ ausgefallen (-2,7 Mio. Euro). Auch der Auftragseingang nahm um 6 Prozent zu, der Auftragsbestand nahm dagegen leicht ab (-8 Prozent).
- PSI bleibt gut aufgestellt. Investitionen konnten in den ersten neun Monaten abgeschlossen werden und sollen kurzfristig Umsatzbeiträge liefern (Cells, Rohstoffförderungs-Leitwarte). Gleichzeitig wurden in Russland Großaufträge gewonnen und der Markteintritt in die Türkei wird vorbereitet. Für den amerikanischen Markt werden Produkte entwickelt und die dortigen Aktivitäten in einer Gesellschaft gebündelt. PSI schafft damit die Voraussetzungen für weiteres Wachstum.
- Die eingeführte einheitliche Produktplattform wird künftig zu Effizienzsteigerungen führen. Damit sollte die Marge ab nächstem Jahr steigen. Den positiven Ausblick hat die Gesellschaft mit gezielten Neueinstellungen untermauert. Wir haben unsere Schätzungen angepasst, um die künftige Margensteigerung zu reflektieren. Unser neues Kursziel lautet 16,70 Euro und die Empfehlung „Akkumulieren“.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	128,9	147,0	161,2	174,1	184,5
EBITDA	8,87	11,45	14,66	19,03	22,22
EBIT	6,23	7,81	10,84	15,13	18,28
Nettoergebnis	4,14	6,60	8,39	11,02	11,77
EPS	0,34	0,46	0,53	0,70	0,75
BVPS	2,79	4,67	4,69	5,01	5,40
CFPS	0,65	0,74	0,85	1,13	1,32
RoE	12,28%	9,96%	11,40%	14,01%	13,89%
RoS	3,21 %	4,49 %	5,21 %	6,33 %	6,38 %
EBIT margin	4,84 %	5,32 %	6,73 %	8,69 %	9,90 %

Inhalt

1. Unternehmensprofil.....	3
2. Geschäftsentwicklung.....	3
2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung.....	3
2.2. Segmente.....	4
3. Aktie.....	6
4. Finanzteil	7
4.1. Gewinn- und Verlustrechnung	7
4.2. Bilanzen	8
4.3. Kapitalflussrechnung	9
5. Bewertung.....	10
5.1. DCF-Modell.....	10
5.2. WACC	11
5.3. Fair Value – Sensitivitäten.....	11
6. Kontakt.....	12
7. DISCLAIMER.....	13

1. Unternehmensprofil

PSI AG ist ein Konzern mit rund 1400 Mitarbeitern, der auf Basis eigener Softwareprodukte Lösungen zur Prozesssteuerung entwickelt und vertreibt. Diese Lösungen automatisieren komplexe Kernprozesse der PSI-Kunden in den Segmenten Energie-, Produktions- und Infrastrukturmanagement. PSI nimmt national und international eine führende Position ein. Gegründet wurde die Gesellschaft bereits im Jahre 1969. Sie ist an elf deutschen und 18 internationalen Standorten in Europa, Asien und Nordamerika tätig. Die PSI AG ist im Prime Standard der Deutschen Börse notiert.

PSI entwickelt Softwareprodukte und auf dieser Software basierende komplette Systeme für die Führung großer Energienetze und komplexer Produktions- und Logistikprozesse mit dem Ziel, die Wertschöpfungsprozesse der Kunden effizienter zu gestalten.

Im Bereich Energieleitsysteme (für Strom, Gas, Wärme, Öl und Wasser) ist PSI Marktführer in Europa. Kunden sind große Energieversorger (z.B. Eon, RWE), die von PSI Lösungen für Betriebsmanagement, Netznutzung, Pipelinemanagement, Leckerkennung und -ortung, Portfoliomanagement, Energiehandel und Vertrieb beziehen.

Internationale Konzerne wie VW und ArcelorMittal sowie große mittelständische Unternehmen gehören zu den Kunden im Segment Produktionsmanagement und Logistik. PSI entwickelt Anwendungen für die Bereiche Metals, Automotive sowie Maschinen- und Anlagenbau. Leittechnische Lösungen werden für Produktion, Telematik und Mining entwickelt. In der Sparte Logistik wird die Software u.a. in der Flughafenlogistik verwendet. Außerdem stellt PSI Systeme zur Optimierung von Prozessen bereit.

Im Bereich Infrastruktur werden neben leittechnischen Lösungen für Verkehrssysteme und Betriebe (S-Bahn Berlin, S-Bahn Hamburg) Anwendungen für das Netz- und Servicemanagement von Telekommunikationsunternehmen (Vodafone) sowie Leitsysteme für Katastrophenschutz und Öffentliche Sicherheit für Behörden und Organisationen (Sächsisches Landeshochwasserzentrum) entwickelt.

2. Geschäftsentwicklung

2.1. Allgemeine Geschäftsentwicklung

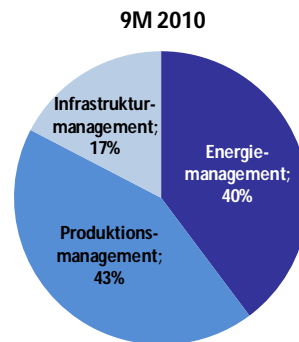
Gemessen am Umsatz war das dritte Quartal das bislang schwächste in diesem Jahr. PSI erzielte Umsatzerlöse in Höhe von 36,4 Mio. Euro, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahresquartal von 4,6 Prozent entspricht. Auf 9-Monatsbasis konnte der Umsatz sogar um 13,4 Prozent auf 113,5 Mio. Euro gesteigert werden. Das operative Ergebnis fiel in Q3 mit 1,7 Mio. Euro deutlich besser aus als vor einem Jahr (1,2 Mio. Euro). In den ersten neun Monaten steigerte PSI das EBIT um 17 Prozent auf 5,4 Mio. Euro. Das EBITDA konnte um 24 Prozent gesteigert werden und lag bei 8,5 Mio. Euro. Aufgrund höherer latenter Steuern fiel das Konzernergebnis mit 3,6 Mio. Euro um 7 Prozent niedriger aus als vor Jahresfrist.

Erfreulich entwickelte sich der operative Cashflow, der mit 4,9 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahreswert (0,1 Mio. Euro) lag. Im ersten Halbjahr war er noch deutlich negativ ausgefallen (-2,7

Mio. Euro). Auch der Auftragseingang nahm zu, um 6 Prozent auf 122 Mio. Euro. Der Auftragsbestand nahm dagegen leicht ab (-8 Prozent) auf 107 Mio. Euro.

2.2.Segmente

Umsatzverteilung nach Segmenten

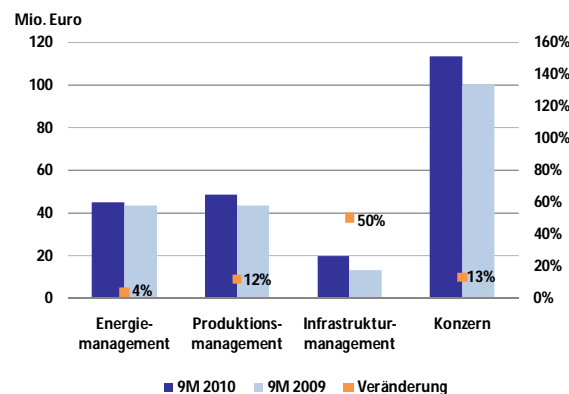


Quelle: Unternehmen

Energiemanagement

Das Segment Energiemanagement konnte den Umsatz in den ersten neun Monaten um 4 Prozent auf 45,1 Mio. Euro steigern. Das operative Ergebnis nahm sogar um 50 Prozent auf 4,6 Mio. Euro zu. In Russland konnten Großprojekte gewonnen werden, so dass wir hier auch für die Zukunft mit weiteren Auftragseingängen rechnen. Außerdem investiert PSI im Bereich Elektrische Energie in Produkte für den amerikanischen Markt.

Umsatz nach Segmenten

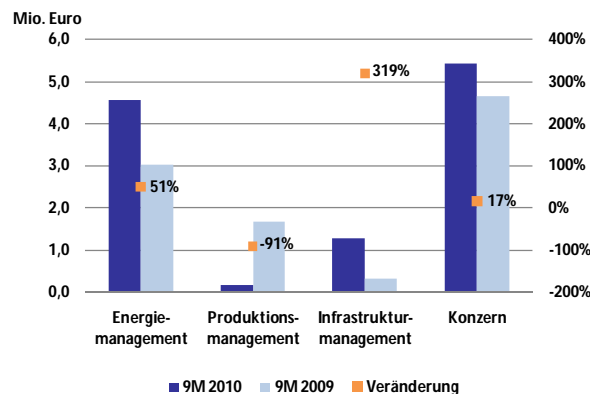


Quelle: Unternehmen

Eine Steigerung von 12 Prozent beim Umsatz konnte das Segment Produktionsmanagement verzeichnen (auf 48,7 Mio. Euro). Aufgrund von Investitionen zur Erweiterung des Produktportfolios (Rohstoffförderungs-Leitwarte) fiel das Betriebsergebnis deutlich schlechter aus als vor Jahresfrist. Vor zwölf Monaten hatte das EBIT 1,7 Mio. Euro betragen, während zum 30.09.2010 nur 0,2 Mio. Euro verbucht werden konnten. In Q4 soll das neue Produkt jedoch bereits einen Umsatzbeitrag

liefern. Neben den Investitionen belasteten höhere Abschreibungen aus Kaufpreisallokation (0,7 Mio. Euro gegenüber 0,2 Mio. Euro im Vorjahr).

EBIT nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Die höchsten Zuwachsraten konnte der Bereich Infrastrukturmanagement verzeichnen. Der Umsatz stieg um 50 Prozent auf 19,7 Mio. Euro und das operative Ergebnis wurde sogar mehr als verdreifacht (1,3 Mio. Euro). Für das starke Wachstum sorgten wie erwartet insbesondere die Tochtergesellschaften in Südostasien und Polen sowie der Bereich Transport und Telekommunikation. Die Investitionen in die Cellls sind mittlerweile abgeschlossen und die Vertriebsaktivitäten werden verstärkt. (Cellls ist eine Kommunikationslösung, mit der ein Handy als Funkgerät genutzt werden kann und Mitarbeiter mithilfe von GPS- oder Zellpositionsübertragung koordiniert und geortet werden können).

Ausblick

Die PSI AG konnte in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres Investitionen zum Abschluss bringen und die Vertriebsaktivitäten der entsprechenden Produkte verstärken. Ab Q4 sind daher erste Zuflüsse aus den neuen Produkten zu erwarten (Cellls, Rohstoffförderungs-Leitwarte). Durch die einheitliche Produktplattform, die für die operative Anwendung frei gegeben wurde, sollten Effizienzsteigerungen realisiert werden. Daneben wurden margenschwache Projekte abgeschlossen, die im Krisenjahr 2009 ausgehandelt wurden. Für die Zukunft gehen wir daher von steigenden Margen aus.

Die Gesellschaft hat 20 neue Mitarbeiter mit dem Fokus auf das Auslandsgeschäft eingestellt (entspricht einer Erhöhung der Gesamtanzahl um 1,4 Prozent). Dies verdeutlicht den optimistischen Ausblick des Managements. Eine starke Nachfrage ist aktuell insbesondere aus Deutschland und Asien zu spüren. Im Infrastrukturmanagement erwartet PSI in den nächsten Quartalen große Aufträge aus der Golfregion.

Auch der Branchenverband BITKOM hat seine Prognose angehoben. Für den Bereich Software in Deutschland erwartet der Verband in 2011 ein Wachstum von 4,2 Prozent und damit beim Marktvolumen eine Rückkehr auf das Vorkrisenniveau. Für das europäische Ausland erwartet der Verband, dass sich der im Zuge der Wirtschaftskrise entstandene Investitionsstau in der IT- und

Telekommunikationsbranche in den kommenden zwei Jahren auflöst, so dass sich auch hier wieder Wachstum einstellen wird.

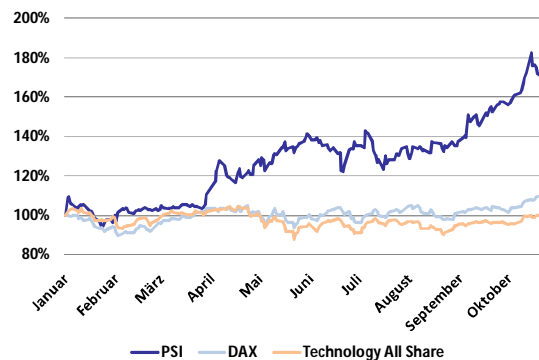
PSI investiert weiter in die internationale Expansion. So wird seit diesem Jahr der Markteintritt in die Türkei vorbereitet. In den USA werden die Aktivitäten in einer Gesellschaft gebündelt. Außerdem investiert PSI im Bereich Elektrische Energie in Produkte für den amerikanischen Markt (Entwicklung nach amerikanischen Standards).

Wir haben unsere Schätzungen angepasst und kommen zu einem neuen fairen Wert von 16,72 Euro.

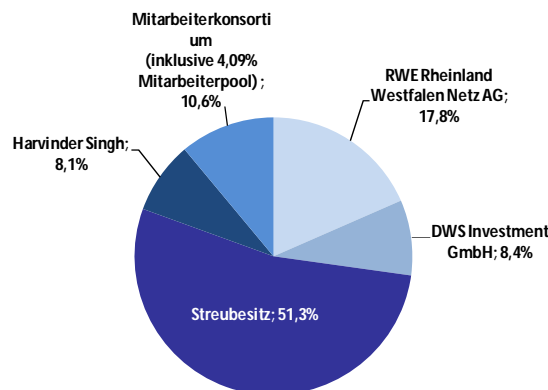
3. Aktie

Im Jahr 2010 läuft die Aktie der PSI AG deutlich besser als der DAX und der Technology All Share Index. Nach Überwindung einer leichten Schwächephase im Februar notierte die PSI Aktie stets im Plus, mit dem Höchststand von 16,80 Euro Mitte Oktober, was einen Zuwachs von 83 Prozent bedeutet. DAX und Technology All Share notieren jeweils nur leicht über ihrem Jahresanfangskurs. Die Aktie von PSI liegt aktuell bei 15,30 Euro, was einer Performance von 66 Prozent gegenüber dem Jahresbeginn bedeutet.

Aktienkursverlauf 2010



Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Die Aktionärsstruktur bleibt stabil. Seit unserem letzten Update ergaben sich keine nennenswerten Änderungen.

4. Finanzteil

4.1. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - PSI AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	123.184	128.851	146.985	161.200	174.096	184.542	195.614
Sonstige betriebliche Erträge	3.183	2.449	3.590	3.074	3.038	3.396	3.169
Bestandsveränderung	-72	-48	71	-16	2	20	2
Materialaufwand	-25.646	-22.142	-28.487	-29.500	-30.839	-32.712	-35.041
Rohergebnis	100.649	109.110	122.159	134.758	146.297	155.245	163.744
Personalaufwand	-71.745	-75.331	-83.628	-90.272	-96.623	-101.498	-105.632
Abschreibungen	-3.119	-2.638	-3.631	-3.823	-3.899	-3.938	-4.017
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-21.720	-24.911	-27.086	-29.822	-30.641	-31.530	-33.254
Betriebsergebnis	4.065	6.230	7.814	10.841	15.133	18.279	20.841
Zinserträge	459	682	607	707	801	807	871
Zinsaufwendungen	-1.583	-1.632	-1.758	-2.014	-2.154	-2.265	-2.422
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten U.	0	0	282	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	2.941	5.280	6.945	9.534	13.780	16.820	19.290
Ertragsteuern	-1.074	-1.140	-342	-1.140	-2.756	-5.046	-5.787
Konzernjahresüberschuss	1.867	4.140	6.603	8.394	11.024	11.774	13.503
Anzahl Aktien (in Tausend Stück)	12.113	12.082	14.201	15.697	15.697	15.697	15.697
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,15	0,34	0,46	0,53	0,70	0,75	0,86
Profit & Loss (Year on Year)							
Umsatzerlöse		4,6 %	11,2 %	9,7 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %
Sonstige betriebliche Erträge		-23,1 %	17,9 %	-14,4 %	-1,2 %	11,8 %	-6,7 %
Bestandsveränderung		-33,3 %	59,7 %	-123,0 %	-113,6 %	796,0 %	-90,3 %
Materialaufwand		-13,7 %	19,7 %	3,6 %	4,5 %	6,1 %	7,1 %
Rohergebnis		8,4 %	9,6 %	10,3 %	8,6 %	6,1 %	5,5 %
Personalaufwand		4,7 %	8,4 %	7,9 %	7,0 %	5,0 %	4,1 %
Abschreibungen		-15,4 %	2,0 %	5,3 %	2,0 %	1,0 %	2,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen		14,7 %	8,7 %	10,1 %	2,7 %	2,9 %	5,5 %
Betriebsergebnis		62,2 %	30,7 %	38,7 %	39,6 %	20,8 %	14,0 %
Zinserträge		48,6 %	-25,5 %	16,4 %	13,4 %	0,7 %	8,0 %
Zinsaufwendungen		3,1 %	1,3 %	14,5 %	7,0 %	5,2 %	6,9 %
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten U.							
Ergebnis vor Steuern		94,4 %	32,6 %	37,3 %	44,5 %	22,1 %	14,7 %
Ertragsteuern		13,2 %	-38,6 %	233,3 %	141,8 %	83,1 %	14,7 %
Konzernjahresüberschuss		142,2 %	52,2 %	27,1 %	31,3 %	6,8 %	14,7 %
Profit & Loss (% of Revenues)							
Umsatzerlöse	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Sonstige betriebliche Erträge	2,6%	1,9%	2,4%	1,9%	1,7%	1,8%	1,6%
Bestandsveränderung	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Materialaufwand	-20,8%	-17,2%	-19,4%	-18,3%	-17,7%	-17,7%	-17,9%
Rohergebnis	81,7%	84,7%	83,1%	83,6%	84,0%	84,1%	83,7%
Personalaufwand	-58,2%	-58,5%	-56,9%	-56,0%	-55,5%	-55,0%	-54,0%
Abschreibungen	-2,5%	-2,0%	-2,5%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-2,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,6%	-19,3%	-18,4%	-18,5%	-17,6%	-17,1%	-17,0%
Betriebsergebnis	3,3%	4,8%	5,3%	6,7%	8,7%	9,9%	10,7%
Zinserträge	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%
Zinsaufwendungen	-1,3%	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten U.	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ergebnis vor Steuern	2,4%	4,1%	4,7%	5,9%	7,9%	9,1%	9,9%
Ertragsteuern	-0,9%	-0,9%	-0,2%	-0,7%	-1,6%	-2,7%	-3,0%
Konzernjahresüberschuss	1,5%	3,2%	4,5%	5,2%	6,3%	6,4%	6,9%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

4.2. Bilanzen

Bilanzen - PSI AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Sachanlagen	7.745	8.002	9.344	11.740	11.817	12.302	12.464
Immaterielle Vermögenswerte	15.030	18.658	48.585	47.063	45.039	42.909	40.815
Anteile an assoziierten Unternehmen	0	0	359	359	359	359	359
Sonstige Finanzanlagen	20	0	0	0	0	0	0
Aktive latente Steuern	3.642	2.373	2.904	3.081	3.002	2.972	2.845
Summe langfristige Vermögenswerte	26.437	29.033	61.192	62.243	60.217	58.542	56.483
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Vorräte	990	1.681	2.837	3.121	3.265	3.428	3.463
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, netto	22.255	23.253	33.751	33.751	36.070	37.268	39.131
Forderungen aus langfristiger Auftragsfertigung	19.130	22.636	32.686	34.974	35.407	37.198	38.686
Sonstige Vermögenswerte	2.790	2.365	3.504	2.786	2.885	3.242	3.214
Zahlungsmittel	18.948	23.650	20.765	20.014	22.005	24.799	30.389
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64.113	73.585	93.543	94.646	99.632	105.935	114.883
Bilanzsumme	90.550	102.618	154.735	156.889	159.850	164.477	171.366
Passiva							
<u>Eigenkapital</u>							
Gezeichnetes Kapital	31.009	30.464	40.185	40.185	40.185	40.185	40.185
Kapitalrücklage	31.772	31.642	35.244	35.244	35.244	35.244	35.244
Gewinnrücklage	0	0	0	0	0	0	0
Eigene Anteile	0	-26	0	0	0	0	0
Sonstige Rücklagen	-582	275	-1.589	538	132	298	-322
Bilanzgewinn/-verlust	-32.772	-28.632	-7.551	-2.359	3.153	9.040	15.792
Summe Eigenkapital	29.427	33.723	66.289	73.608	78.714	84.767	90.899
<u>Langfristige Verbindlichkeiten</u>							
Finanzverbindlichkeiten	0	0	843	757	882	800	952
Pensionsrückstellungen	27.391	26.653	30.096	30.397	30.093	30.695	31.816
Passive latente Steuern	1.990	2.164	2.314	2.360	2.337	2.313	2.290
Sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Summe langfristige Verbindlichkeiten	29.381	28.817	33.253	33.514	33.312	33.808	35.058
<u>Kurzfristige Verbindlichkeiten</u>							
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	9.386	9.558	14.610	13.802	13.940	13.382	13.650
Sonstige Verbindlichkeiten	14.291	18.113	23.147	21.811	20.024	19.195	18.407
Verb. aus langfristiger Auftragsfertigung	6.685	11.126	15.398	12.864	12.122	11.868	11.654
Finanzverbindlichkeiten	305	341	1.561	635	1.098	867	982
Rückstellungen	1.075	940	477	655	640	590	716
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	31.742	40.078	55.193	49.767	47.824	45.902	45.409
Bilanzsumme	90.550	102.618	154.735	156.889	159.850	164.478	171.366

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

4.3. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - PSI AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit							
Konzernergebnis vor Ertragsteuern	2.941	5.280	6.945	9.534	13.780	16.820	19.290
Abschreibung auf immaterielle Vermögenswerte	1.498	992	1.758	1.950	1.911	2.048	2.049
Abschreibung auf Sachanlagen	1.458	1.617	1.873	1.873	1.989	1.890	1.968
Aufwendungen aus Anlageabgängen	22	33	28	28	30	28	29
Zinserträge	-459	-682	-437	-707	-801	-807	-871
Zinsaufwendungen	1.583	1.632	1.758	2.014	2.154	2.265	2.422
Fremdwährungsgewinne / -verluste	63	-148	1	63	50	-103	-10
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge / Aufwendungen	-1.336	0	-166	0	0	0	0
Brutto Cashflow	5.770	8.724	11.760	14.755	19.112	22.143	24.877
<u>Veränderung des Working Capitals</u>							
Veränderung der Vorräte	747	712	2.260	-284	-144	-163	-34
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-5.587	-4.225	-10.198	-2.288	-2.752	-2.989	-3.351
Veränderung der sonstigen Vermögenswerte	-1.203	1.136	-824	718	-99	-357	28
Veränderung der Rückstellungen	-990	-1.286	-1.503	347	-328	578	1.098
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.058	-12	2.291	-3.342	-604	-811	53
Veränderung der sonstigen Verbindlichkeiten	3.478	5.705	1.269	-1.336	-1.787	-829	-788
Gezahlte Zinsen	-96	-90	-161	-96	-100	-132	-119
Gezahlte Ertragsteuern	-137	-771	-493	-1.140	-2.756	-5.046	-5.787
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	3.040	9.893	4.401	7.334	10.542	12.394	15.976
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit							
Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-176	-338	-477	-428	-475	-474	-498
Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen	-1.415	-1.792	-2.394	-2.931	-3.566	-3.476	-3.767
Auszahlungen für Investitionen in Finanzanlagen	-20	0	-77	-100	-110	-142	-153
Einzahlungen aus Abgängen von immateriellen Vermögenswerten	0	0	0	0	0	0	0
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen	28	0	0	0	0	0	0
Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen	1.632	20	0	79	104	112	146
Auszahlungen für Investitionen in Tochterunternehmen, abzüglich erworbener Zahlungsmittel	0	-3.098	-13.350	0	0	0	0
Erhaltene Zinsen	457	682	429	523	545	499	522
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	506	-4.526	-15.869	-2.857	-3.503	-3.481	-3.750
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit							
Veränderung des Gezeichneten Kapitals	0	0	3.046	0	0	0	0
Auszahlungen für den Erwerb eigener Aktien	0	-701	-1	-1.100	0	0	0
Veränderung der Kapitalrücklage	0	0	6.001	0	0	0	0
Einzahlungen aus der Aufnahme von kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten	62	36	-463	-926	463	-232	116
Dividendenausschüttung	0	0	0	-3.202	-5.512	-5.887	-6.752
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	62	-665	8.583	-5.228	-5.049	-6.119	-6.636
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode							
Zahlungswirksame Veränderungen der Finanzmittelfonds	3.608	4.702	-2.885	-751	1.991	2.794	5.590
Cashflows zu Beginn der Periode	15.340	18.948	23.650	20.765	20.014	22.005	24.799
Cashflows am Ende der Periode	18.948	23.650	20.765	20.014	22.005	24.799	30.389

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5. Bewertung

5.1.DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der PSI AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.11.2010 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 2,5 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 11/2010)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	161,2	174,1	184,5	195,6	205,4	215,7
Veränderungsrate	10%	8%	6%	6%	5%	5%
EBIT	10,8	15,1	18,3	20,8	22,3	23,4
Veränderungsrate	167%	40%	21%	14%	7%	5%
Marge	6,7%	8,7%	9,9%	10,7%	10,9%	10,9%
Beteiligungsergebnis	1,3	1,4	1,5	1,6	1,2	1,3
EBT ex. Zinsergebnis	12,1	16,5	19,7	22,4	23,5	24,7
operativer Steueraufwand	-1,1	-2,8	-5,0	-5,8	-4,7	-4,9
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	9,4%	16,7%	25,6%	25,8%	20,0%	20,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3,8	3,9	3,9	4,0	3,9	4,1
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	1,9%	1,9%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,3	-0,3	0,6	1,1	0,0	0,0
Anteil Umsatz	0,2%	-0,2%	0,3%	0,6%	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-6,3	-5,8	-4,7	-3,1	-9,7	-9,7
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-3,9%	-3,3%	-2,5%	-1,6%	-4,7%	-4,5%
Investitionen	-3,4	-4,0	-4,0	-4,3	-3,7	-4,1
Investitionsquote (%Umsatz)	-2,1%	-2,3%	-2,2%	-2,2%	-1,8%	-1,9%
Sonstige Anpassungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash-Flow (adj.)	5,5	7,5	10,5	14,4	9,4	10,1

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5.2.WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

// WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,5%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+3 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,03
Eigenkapitalkostensatz	9,0%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	244
Wert des Fremdkapitals	88
Gearing	36,2%
WACC	7,87%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

5.3.Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 16,72. Er ist damit um 7,5 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 15,55). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,03$		7,37%	7,62%	7,87%	8,12%	8,37%
Wachstum	1,5%	16,86	16,07	15,33	14,66	14,03
	2,0%	17,66	16,78	15,97	15,22	14,54
	2,5%	18,63	17,63	16,72	15,89	15,13
	3,0%	19,82	18,66	17,62	16,68	15,83
	3,5%	21,32	19,95	18,73	17,64	16,67

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,03$		7,37%	7,62%	7,87%	8,12%	8,37%
Wachstum	1,5%	264,7	252,2	240,7	230,1	220,3
	2,0%	277,3	263,3	250,6	238,9	228,2
	2,5%	292,5	276,7	262,4	249,4	237,5
	3,0%	311,2	292,9	276,6	261,8	248,4
	3,5%	334,7	313,1	294,0	277,0	261,7

6. Kontakt

PSI AG

Dircksenstraße 42-44
D-10178 Berlin

Tel.: + 49 (0) 30 / 28 01 – 27 27

Fax: + 49 (0) 30 / 28 01 – 10 00

Head of IR: Herr Karsten Pierschke

Mail: ir@psi.de

<u>DR. KALLIWODA</u> RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda 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
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.
Maximilian F. Kaessens 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
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
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/Main.	<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
Factset

Analysts of this research:

Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick–von Flotow



7. DISCLAIMER

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

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

Nur mit dem Unternehmen PSI 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.