

18. Oktober 2006

COMPANY REPORT

Coverage: Seit Q1/2005



Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Ausblick für Q3 & Q4/2006; H1 Ergebnis

Rating (alt): KAUFEN

Rating (neu): KAUFEN

Fair Value (alt) € 9,40

Fair Value (neu) € 7,41

Letzter Preis: € 4,75

Wachstum im Osten angestrebt

- **Auftragseingang und Auftragsbestand weiterhin ansteigend**
- **Liquidität gesichert**
- **Segment Informationsmanagement belastet Ergebnisse – Spin-off Vorbereitungen getroffen**



CHART + RSI: Okt 2002 bis Okt. 2006

SWOT

- + Fertigungs- und Umwelt-Leitwarten mit Folgeaufträgen
- + Energiesegment mit intern. Präsenz
- + Wachstumspot. in Asien
- - Umsatz/Mitarbeiter niedrig
- - Niedrige EBIT-Marge

ANALYST

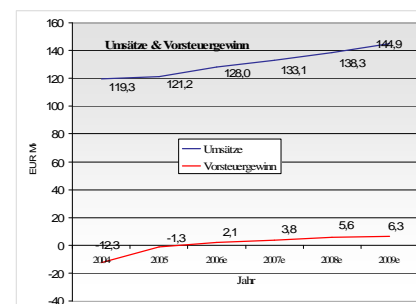
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

COMPANY DESCRIPTION

PSI AG ist ein Konzern mit mehr als 1000 Mitarbeitern, der auf Basis eigener Softwareprodukte Leitsysteme entwickelt und vertreibt. Diese Leitsysteme automatisieren komplexe Kernprozesse der PSI-Kunden in den Segmenten Netz-, Produktions- und Informationsmanagement. PSI hat z.B. RWE und E.ON als Kunden und nimmt national und international eine führende Position ein.

HISTORY & ESTIMATES



Figures in EUR	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,43	-1,11	0,00	0,16
EPS Consensus	-0,43	-1,11	0,04	0,13
Revenues (incl. oth.inc.)(mln)	140,1	119,3	121,2	125,1
net Income (adj.)	-4,4	-12,3	0,0	1,9
net cash per share	1,4	1,6	1,7	1,5
net Cash	17,0	18,9	20,6	18,6
Free Cash Flow	-6,2	5,7	-1,1	5,7
P/E	-12,1	-4,3	2664,6	28,0
P/S	0,4	0,4	0,4	0,4

Price (curr)	4,40	Shares out (mln)	12,11
52W high	6,9	6M Avrg Vol (000s)	6,8
52W low	3,75	Free Float (in %)	88,3%
Market Cap (mln)	53,3	Weight in Prime All Share	0,010%
Last Dividend	0	Reuters code	PSA2
No. Employees	1035	Bloomberg	PSA2
Web Page	www.psi.de	WKN	696822



Inhaltsübersicht

1.	Financials: PSI meldet Halbjahreszahlen 2006	3
2.	Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e.....	3
3.	Facts & Triggers	5
3.1	Gesamtwirtschaftliche Entwicklung	5
3.2	Benchmark	5
3.3	Segment „Informationsmanagement“	6
3.4	Auftraglage	7
3.5	Finanzwirtschaftliche Situation.....	7
3.6	Stabilisierung der Segmente „Netz- und Produktionsmanagement“	8
3.7	Aktionärsstruktur	9
4.	G&V Schätzung bis 2009	10
5.	Bilanz und Cash-Flow Prognosen bis 2009.....	11
6.	Bewertungsgrundlagen.....	12
6.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren.....	12
6.2	Sensitivitätsanalyse	12
7.	Anhang: P&L 2004+2005+1.Halbjahr 2006 + Q3+Q4/2006 Estimates	13
8.	Kontakt	14
9.	Disclaimer	15



1. FINANCIALS: PSI meldet Halbjahreszahlen 2006

Die PSI AG, bestehend aus den drei Geschäftsfeldern Netzmanagement (NM), Produktionsmanagement (PM) und Informationsmanagement (IM), hat im ersten Halbjahr 2006 den Auftragseingang um 26 % auf 72 Mio. EUR steigern können. Das Betriebsergebnis ist mit – 398 TEUR leicht negativ ausgefallen, wobei dies größtenteils auf das Segment Informationsmanagement mit einem Anteil am Betriebsergebnis in Höhe von – 980 TEUR zurückzuführen ist. Aus unserer Sicht positiv entwickelt hat sich der Geschäftsbereich Netzmanagement, der bei Umsätzen und positivem Betriebsergebnis wesentlich zum Turnaround beiträgt. Der Umsatz lag mit 56,47 Mio. EUR leicht unter dem Vorjahresniveau (57,24 Mio. EUR). Insgesamt hat sich der Auftragsbestand gegenüber dem ersten Quartal um 2 Mio. Euro auf EUR 83 Mio. erhöht. PSI beschäftigt derzeit 1.037 Mitarbeiter (1054 im Vorjahresquartal). Folgende Abbildung zeigt einige entscheidungsrelevante Ergebnisse und Kennzahlen:

PSI AG : Q2/2006 und Q2/2005 im Vergleich						
				Q2/2006	Q2/2005	Veränder.
Umsatz	EUR	Mio		28,07	28,84	-2,7% →
EBIT	EUR	Mio		-0,41	-0,10	310,0% ↓
EBT	EUR	Mio		-0,75	-0,43	-72,5% ↓
Liquide Mittel	EUR	Mio		13,83	17,12	-19,2% ↓
Umsatz je Mitarbeiter	EUR	Mio		0,027	0,027	1,5% →
Umsatz Netzmanagement	EUR	Mio		16,70	16,48	1,3% →
EBIT Netzmanagement	EUR	Mio		0,42	0,08	425,0% ↑
EBT Netzmanagement	EUR	Mio		0,27	-0,08	-451,9% ↑
Umsatz Produktionsmanagem.	EUR	Mio		10,74	11,22	-4,3% →
EBIT Produktionsmanagem.	EUR	Mio		-0,21	0,39	-153,8% ↓
EBT Produktionsmanagem.	EUR	Mio		-0,30	0,27	-212,2% ↓
Umsatz Informationsmanagem.	EUR	Mio		1,50	2,24	-32,9% ↓
EBIT Informationsmanagem.	EUR	Mio		-0,61	-0,51	19,6% ↓
EBT Informationsmanagem.	EUR	Mio		-0,64	-0,52	23,0% ↓

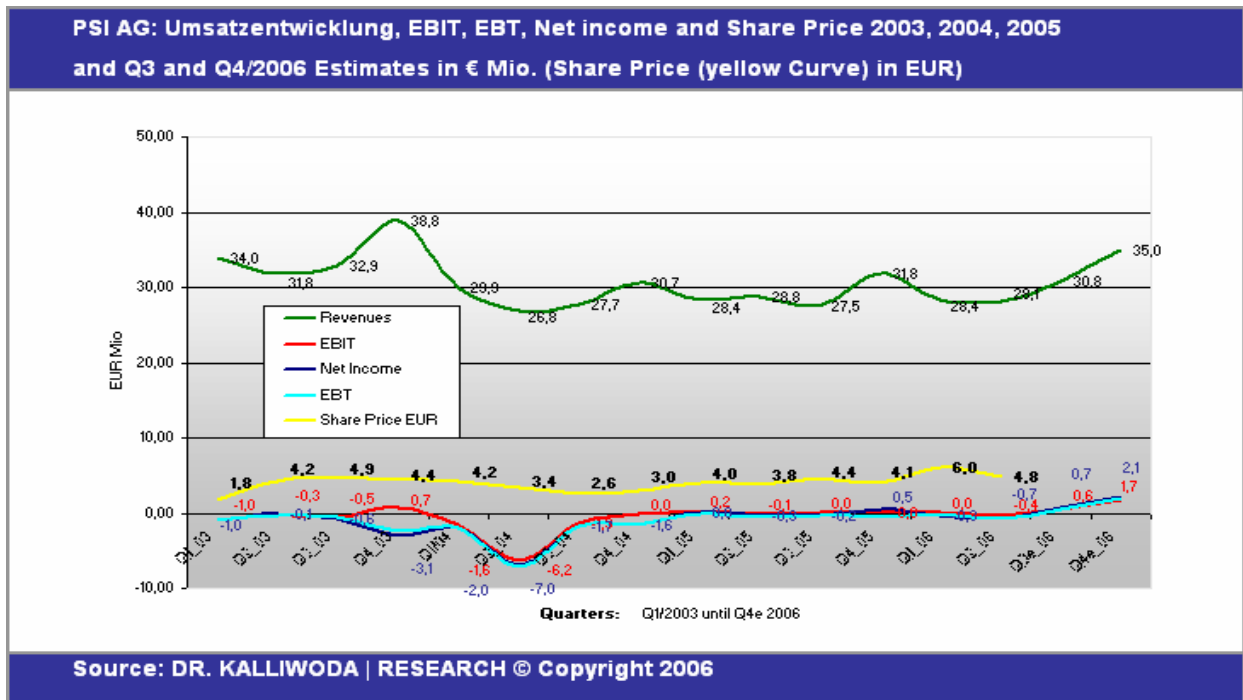
Quelle: PSI AG; DR.KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2006

2. Ergebnishistorie und Quartalschätzungen bis Q4/2006e

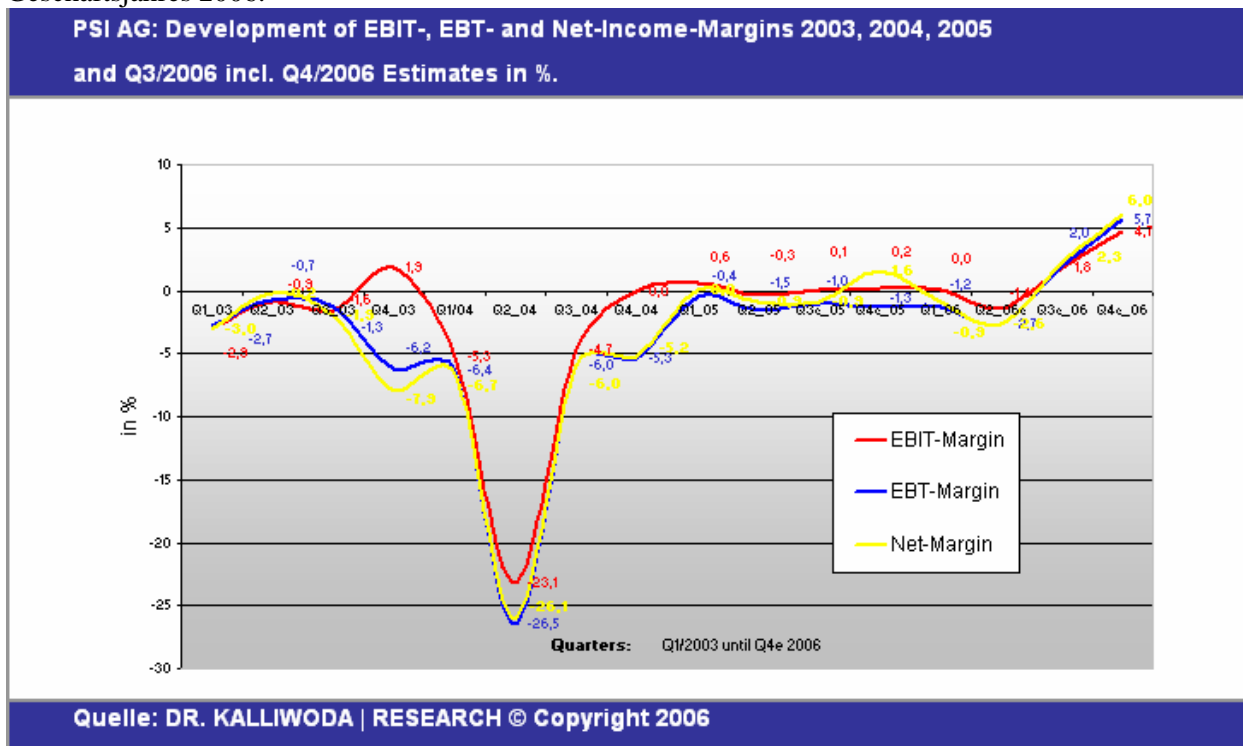
Die Darstellung der Ertragslage der PSI AG wird insbesondere durch die Teilgewinnrealisation bei Auftragsfertigung im Rahmen des IAS 11 sowie der Periodisierungsproblematik im Rahmen des Umsatzkostenverfahrens geprägt. Mit Ausnahme des enttäuschenden Segments Informationsmanagement liegen die Ergebnisse im Rahmen unserer Schätzungen. Da IT/Software-Unternehmen meist im letzten Quartal eines Geschäftsjahres die besten Ergebnisse (Kunden nutzen ihre Jahresbudgets) erzielen, gehen wir davon aus, dass auch in 2006 größere Projekte, je nach Quartalszurechnung Umsatz- und Gewinnvolatilitäten verursachen. Folgende Graphiken veranschaulichen die Umsatz- und Gewinnvolatilitäten der PSI AG.



Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e



Typisch für das Projektgeschäft sind partielle zeitliche Verschiebungen der Auftragsabschlüsse und der Leistungserbringung. Entscheidend ist jedoch, dass die internationale Kundenbasis der PSI AG ausgeweitet werden kann. Kostensenkungsprogramme, wie z.B. der Personalabbau im Geschäftssegment Informationsmanagement sollten die Margenschwäche des Konzerns verbessern. Daher erwarten wir Umsätze von 31 Mio. EUR im dritten Quartal und 35 Mio. EUR im vierten Quartal bei EBIT-Margen von 1,8 % für das dritte Quartal respektive 4,7 % für das vierte Quartal des Geschäftsjahres 2006.





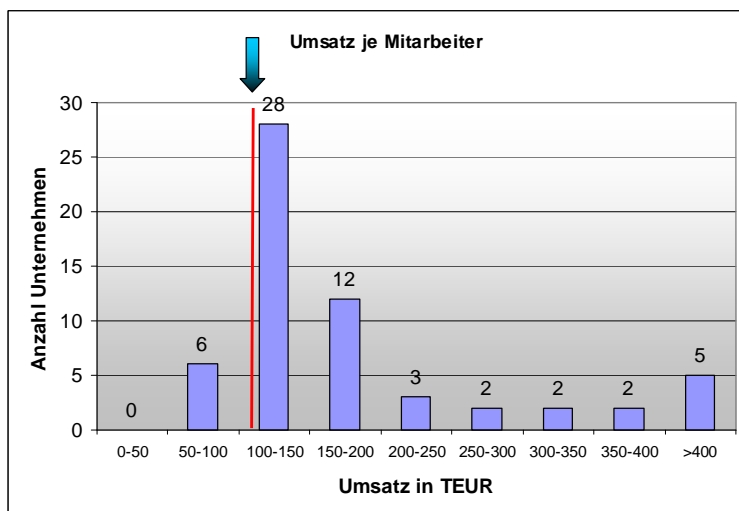
3. FACTS & TRIGGERS

3.1 Gesamtwirtschaftliche Situation

Trotz der Steigerung der Auslandsumsätze ist die Gesellschaft weitgehend von der Inlandsnachfrage abhängig. Wirtschaftsforschungsinstitute wie das HWWI, RWI, IMK und DIW sind sich darin einig, dass sich die belebende Inlandsnachfrage des Jahres 2006 im folgenden Wirtschaftsjahr nur eingeschränkt fortsetzen wird. Die restriktive Finanzpolitik sowie die Einsparungen der öffentlichen Haushalte können sich daher negativ auf die Volkswirtschaft und Stimmungslage der Unternehmer auswirken. Dies hätte unter Umständen zur Folge, dass Unternehmen sich im Jahre 2007 mit Investitionen vorerst zurückhalten. Geldpolitische Einflüsse sowie wechselkursbasierte Indikatoren haben bislang nur einen geringen Einfluss auf die Ertragssituation der Gesellschaft. Die Schätzungen für das Wirtschaftswachstum 2006 in Deutschland liegen derzeit zwischen 1,6 und 2,2 Prozent.

3.2 Benchmark

Um die nicht genutzten Potentiale der Gesellschaft aufzudecken, wurden einige auf Kennzahlen basierende Indikatoren mit dem Wettbewerbsumfeld verglichen. Die herangezogenen Wettbewerber sind wie die Gesellschaft im Prime Software Performance Index (CPXS) der Deutschen Börse AG gelistet. Es zeigte sich, dass der Indikator „Umsatz je Mitarbeiter“ im Branchenvergleich weiterhin im unteren Bereich angesiedelt ist. Unzureichende Anpassungsmaßnahmen im Personalbereich bzw. die nicht in Angriff genommene Forcierung der Vertriebsaktivitäten samt beschleunigter Projekt-Durchlaufzeiten belasten weiterhin die Ergebnisse der Gesellschaft.

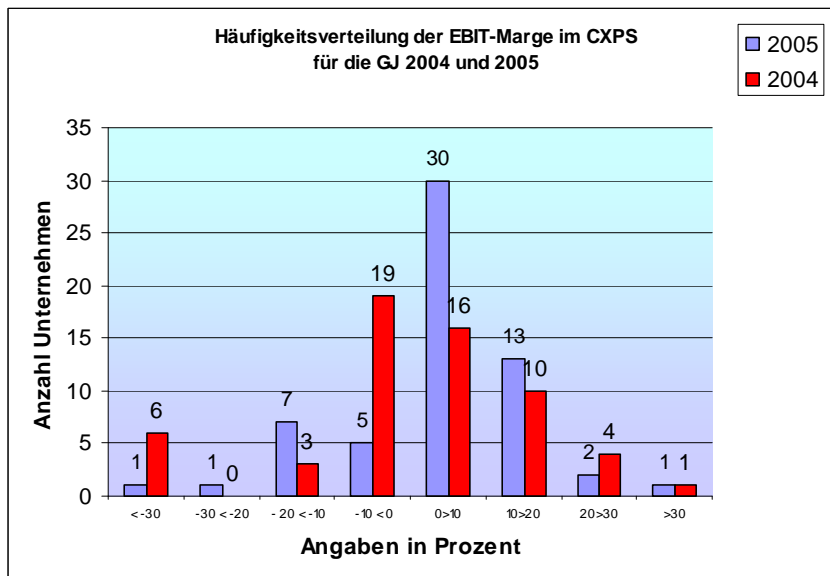


Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006

Ein weiterer Indikator, der im Branchenvergleich relativ mäßig ausfiel, ist die EBIT-Marge. Diese ist im Branchenvergleich mit 0,16 % im Geschäftsjahr 2005 relativ gering. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Margenschwäche wiederum vor allem durch das schlechte Abschneiden des Segments Informationsmanagement geprägt wurde.



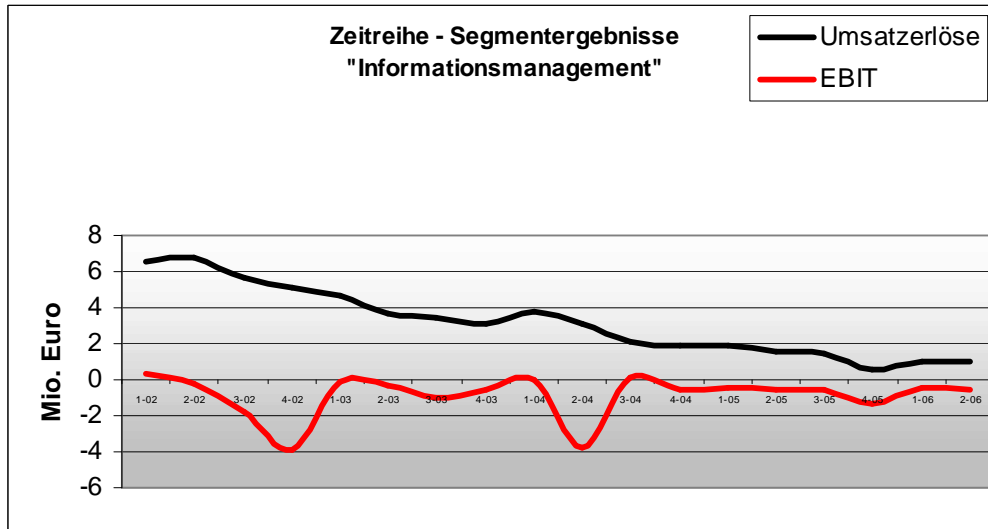
Um saisonale und branchenkonjunkturelle Schwankungen entgegen zu wirken, erscheinen weitere Optimierungen innerhalb der Kostenstrukturen unerlässlich. Im Vergleich zur Gesellschaft betrug die durchschnittliche EBIT-Marge im CPXS im Geschäftsjahr 2005 3,81 % [Median: 3,37 %] (Vorjahr: -0,89 % [Median: 0,14 %]). Bei unserer Untersuchung stellte sich heraus, dass die börsennotierten Softwarehäuser in Deutschland mit Ihrem relativ margenschwachen Geschäft in einem nationalen und internationalen Wettbewerbsumfeld teilweise schwach positioniert sind. Von den 60 untersuchten Gesellschaften konnten im Geschäftsjahr 2004 lediglich 31 Unternehmen eine positive EBIT-Marge aufweisen. Im Geschäftsjahr 2005 erholte sich die Branche leicht, sodass sich die Zahl der Unternehmen mit positiver EBIT-Marge auf 46 Gesellschaften erhöhte.



Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006

3.3 Segment „Informationsmanagement“

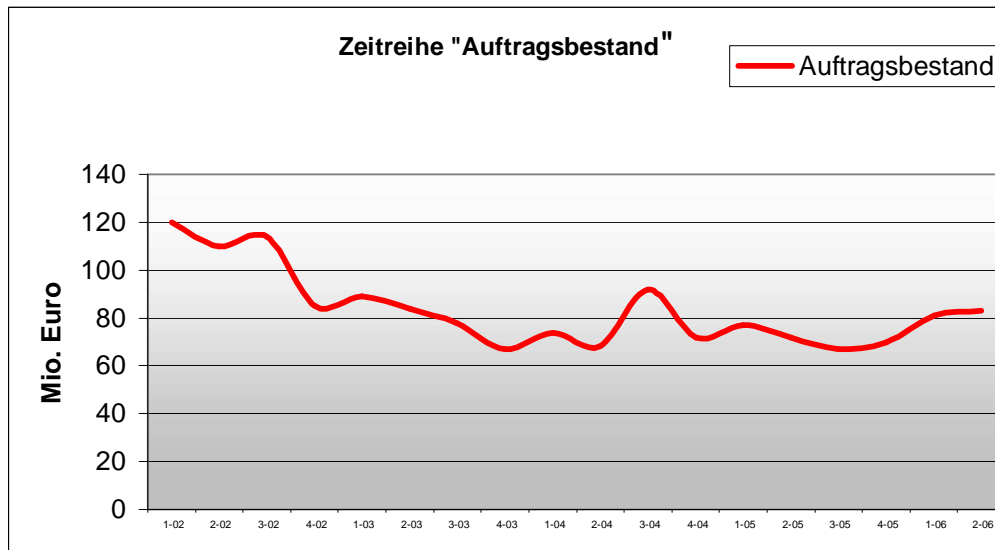
Das Segment Informationsmanagement belastete im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres weiterhin das Ergebnis der Gesellschaft. Die vor kurzem bekannt gegebene Ausgliederung der eGovernment-Tätigkeiten sowie der IT-Services aus dem Segment Informationsmanagement auf die neu gegründete Tochtergesellschaft EITC European IT Consultancy GmbH ändert zwar vorläufig nichts an der bilanziellen Darstellung, denn negative Ergebnisse gehen weiterhin zu Lasten der Gesellschaft. Der vollzogene Spin-off ermöglicht allerdings eine flexiblere Handhabung der Buy-Out-Aktivitäten und ist daher durchaus positiv zu werten. Da das Segment Informationsmanagement ein Großteil seiner Leistungen in der Vergangenheit an die beiden Segmente Netz- und Produktionsmanagement erbrachte, sind die bestehenden Potenziale der ausgegliederten Bereichen wahrscheinlich weiterhin von Interesse und daher möglichst vertraglich abzusichern. Die Auftragslage der EITC GmbH weist nach Angaben der Gesellschaft deutlich positive Züge auf. Einer raschen Veräußerung an einen strategischen Investor bzw. Stakeholder (MBO) sollte daher nichts mehr im Wege stehen.



Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006

3.4 Auftragslage

Sowohl Auftragseingänge als auch Auftragsbestände haben erfreulicherweise im Vergleich zum Vorjahr zugelegt. Der Anstieg des Auslandanteils sollte dazu beitragen, dass man sich von der Binnenkonjunktur allmählich lösen kann. Die nachstehende Abbildung verdeutlicht die Entwicklung der Auftragsbestände zum jeweiligen Stichtag.

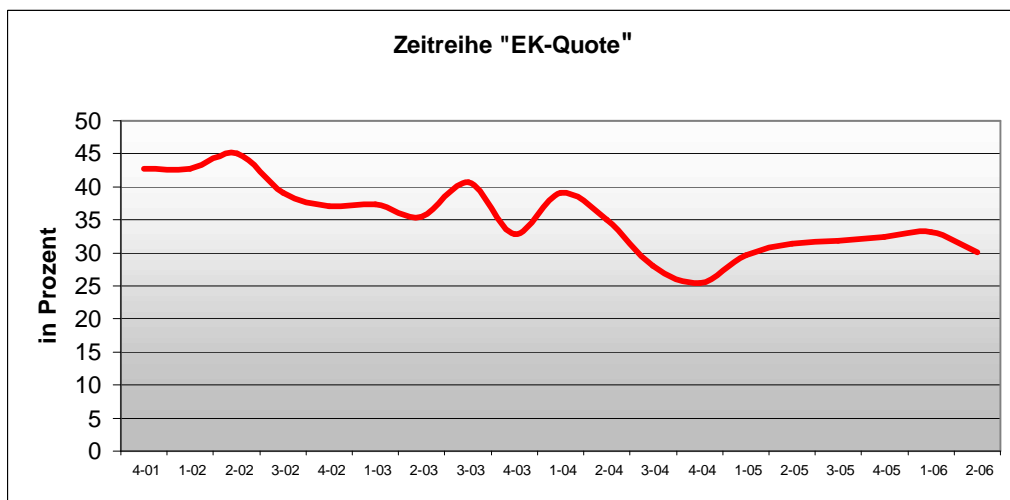


Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006

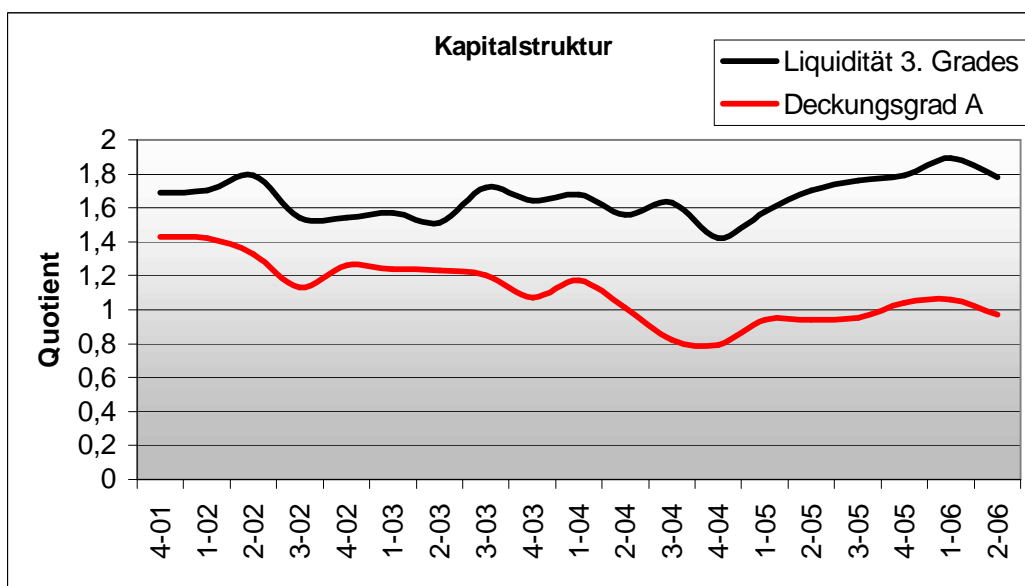


3. 5 Finanzwirtschaftliche Situation

Die positiven Entwicklungen im Segment Netzmanagement, das gesellschaftsrechtlich verankerte bedingte und genehmigte Kapital, die vorhandenen verrechenbare Verlustvorräte auf zukünftige Gewinne sowie ein gesundes Deckungsverhältnis des kurzfristigen Fremdkapitals veranlassen uns dazu, die Liquiditätslage zu diesem Zeitpunkt als gesichert einzustufen. Zwecks Verbesserung der Liquiditätslage erscheint zukünftig insbesondere die Abtretung des Forderungsbestandes sowie die Beschleunigung der Projekt-Durchlaufzeiten geeignet.



Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006

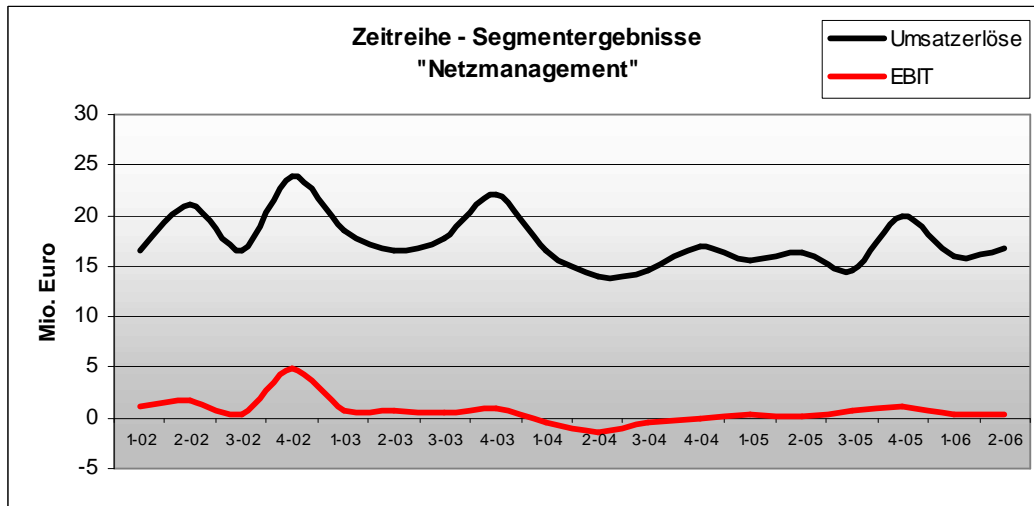


Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006

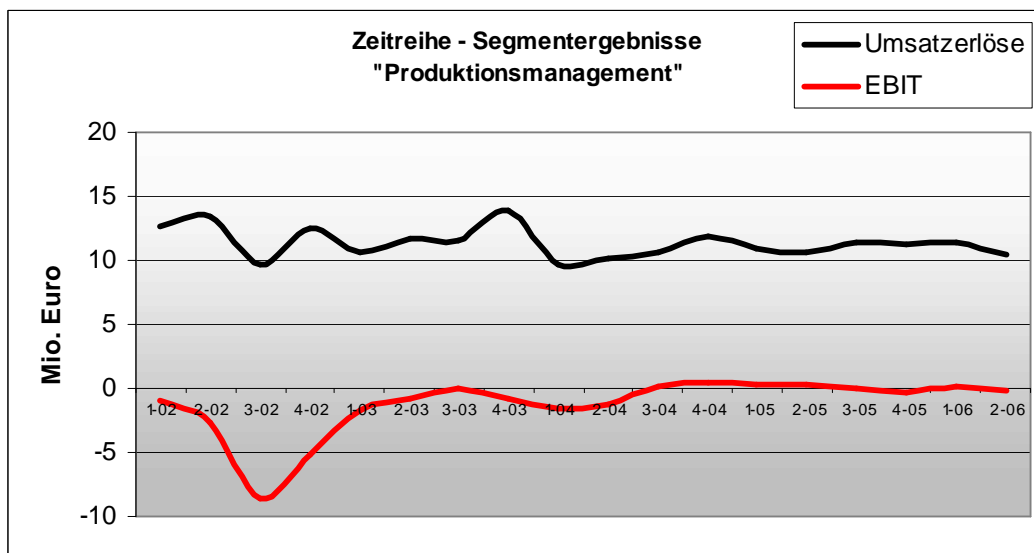


3. 6 Stabilisierung der Segmente „Netz- und Produktionsmanagement“

Das leicht negative Betriebsergebnis im Segment Produktionsmanagement wird seitens der Gesellschaft durch den Aufbau des Stahlgeschäfts in China begründet. Vermeldete Aufträge aus China, Österreich, Tschechien und der Golfregion werden unseres Erachtens dazu beitragen, dass die gesetzten Ziele für das Geschäftsjahr 2006 erreicht werden können.



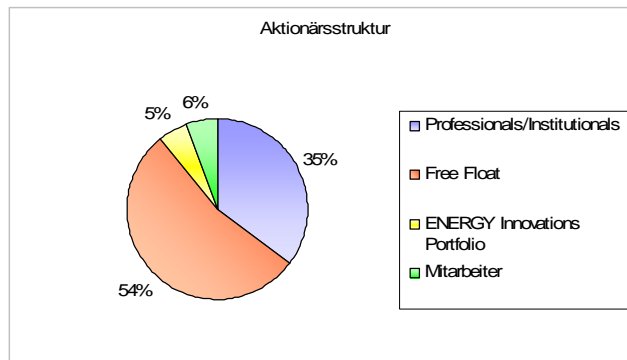
Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006



Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2006



3. 7 Aktionärsstruktur (Schaubild)



4. G&V SCHÄTZUNGEN BIS 2009

Gegenüber unserem letzten Company Report haben wir unsere Umsatzschätzungen ab 2008 leicht zurückgenommen. Von 2006 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von 122,2 Mio. EUR in 2006 bis 141,5 Mio. EUR in 2009. In 2006 erwarten wir gemäß unserer Industrie-Segment-Einschätzung ein EBIT von 1,8 Mio. EUR, in 2007 3,1 Mio. EUR, in 2008 5,0 Mio. EUR und in 2009 7,3 Mio. EUR. Wir errechnen von 2005 bis 2009 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 4%. Dabei unterstellen wir eine sich im Zeitablauf verbessernde Prozess- und Kosteneffizienz.

PROFIT & LOSS		PSI AG							
€ mln		2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR
									2004 bis 2008
a) Sales Revenues		137,6	115,19	116,5	122,2	130,0	135,0	141,5	4,0%
% change		522,9%	-16,3%	1,2%	4,9%	6,4%	3,8%	4,8%	
b) Other operating Income		2,6	3,89	5,1	2,9	2,8	3,1	3,0	-5,5%
c) Incr./decr. In finished goods and work in process		-0,1	0,26	-0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	
Sum a), b) and c)		140,1	119,3	121,2	125,2	133,1	138,3	144,5	
COGS		-28,5	-22,5	-24,8	-25,5	-27,2	-29,2	-30,6	
% of revenues		20%	19%	20%	20%	20%	-21%	-31%	
Gross income		111,6	96,9	96,4	99,6	105,9	109,1	114,3	43,6%
% change		462,4%	-13,2%	-0,5%	3,3%	6,4%	3,0%	4,8%	
Gross margin		80%	81%	80%	80%	80%	79%	114%	83%
R & D		0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,8	0,9	
% of revenues		0%	0%	0%	0%	1%	104%	1%	
S, S&A (Distr./Mark.)		-81,4	-75,7	-70,5	-71,6	-76,2	-79,2	-83,0	
% of revenues		58%	-63%	-57%	-57%	-79%	4%	-57%	
Other op. Income		-24,8	-26,5	-22,1	-23,0	-23,0	-22,0	-21,0	
EBITDA		5,3	-5,4	3,8	5,0	7,1	8,7	11,2	
% of revenues		4%	-5%	3%	4%	5%	6%	8%	
EBITDA margin		0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
EBIT		-1,0	-9,1	0,1	1,8	3,1	5,0	7,3	93,4%
% of revenues		-1%	-8%	0%	1,5%	2,4%	3,7%	5,1%	
EBIT margin in %		0,0	-0,1	0,0	1,5	2,4	3,7	5,1	93,4%
Financial result		-2,9	-3,2	-1,4	-0,3	0,5	0,5	-1,1	
Pre tax income		-4,0	-12,3	-1,3	1,5	3,6	5,5	6,2	-0,8%
% of revenues		-2,9%	-10,7%	-1,1%	1,2%	2,8%	4,1%	4,4%	
Taxes		-0,4	0,0	1,3	0,4	-0,4	-0,5	-0,6	
Tax rate		-10,4%	0,3%	101,6%	-26,6%	10,0%	10,0%	10,0%	
Minorities		-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Net income (Ex adj.)		-4,8	-12,27	0,0	1,9	3,3	4,9	5,6	16,3%
% of revenues		-3%	-11%	0%	1,6%	2,5%	3,7%	3,9%	
Net margin (incl. other oper. Income)		-3%	-10%	0%	1,6	2,5	3,7	3,9	
# shares out (min)		11,011	11,010	12,11	12,11	12,11	12,11	12,11	
EPS (EUR)		-0,43	-1,11	0,00	0,16	0,27	0,41	0,46	

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH 2006 ©



5. BILANZ & CASHFLOW-PROGNOSEN BIS 2009

Die folgende Tabelle zeigt die Bilanz der PSI AG mit unseren Schätzungen bis 2009. Wir kalkulieren für die PSI AG eine kontinuierliche Verbesserung der Bilanz.

BALANCE SHEET PSI AG														
EUR mln														
	2003e	in %	2004e	in %	2005	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2008e	in %
Intangible assets	16,7	13,93	17,6	18,17	16,0	18,2	16,0	17,43	16,0	16,78	16,0	16	16,0	15
(thereof goodwill)	16,7	8	17,6	9	16,0	18,2	16,0	17,43	16,0	16,78	16,0	16	16,0	15
Tangible assets	9,3	8	8,5	9	8,0	9	11,9	13	16,2	17	20,9	21	25,8	25
Financial assets	5,9	5	2,0	2	0,2	0	0,2	0	0,2	0	0,2	0	0,2	0
Fixed assets	48,6	27	45,6	29	40,1	27	44,0	31	48,3	34	53,0	37	58,0	40
Inventories	2,8	2	2,8	3	2,2	2	2,2	2	2,3	0	2,4	2	2,4	2
Trade debtors	59,3	49	39,1	40	36,1	41	37,5	41	38,5	40	39,5	39	40,7	39
Other current assets	4,9	4	3,0	3	3,0	3	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Cash & marketable sec.	21,1	18	23,8	25	22,4	26	23,8	26	22,1	23	21,1	21	19,9	19
Current assets	88,1	73	68,7	71	63,7	73	63,6	69	62,9	64	63,0	63	63,1	60
Total assets	119,91	100	96,78	100	87,86	100	91,61	100	95,20	100	100,06	100	105,08	100
Share capital	28,2	24	28,2	29	31,0	35	31,0	34	31,0	33	31,0	31	31,0	30
Reserves	8,9	7	-3,4	-4	-2,5	-3	-0,8	-1	1,4	1	4,7	5	7,9	8
Minority interests	2,4	2	-0,1	0	-0,1	0	-0,1	0	-0,1	0	-0,1	0	-0,1	0
Provisions	24,2	20	22,7	23	23,6	27	24,3	27	24,8	26	25,3	25	25,9	25
Financial liabilities	18,5	15	19,1	22	13,0	15	13,4	15	13,8	14	14,2	14	14,6	14
Other liabilities	26,8	22	24,7	29	20,9	24	21,7	24	22,3	23	25,0	23	25,8	22
Total liabilities	80,5	67	72,1	75	59,5	68	61,5	67	63,0	66	64,5	64	66,3	63
Total equity and liabilities	119,91	100	96,78	100	87,86	100	91,61	100	95,20	100	100,06	100	105,08	100

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH 2006 ©

CASH FLOW STATEMENT PSI AG															
€ mln															
	2003e	in %	2004	in %	2005	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2009e	in %	CAGR
Operating cash flow	-0,9		6,6		3,1		6,8		7,2		8,9		9,7		5,9%
Cash flow from investments	-5,3		-0,9		-4,2		-0,7		-0,7		-1,0		-1,0		
Free cash flow	-6,2		5,7		-1,1		6,1		6,5		7,9		8,7		

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, 2006 ©



6. Bewertungsgrundlagen

Auf der Basis unseres Discounted-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 14,0 % und einem Beta von 1,5 errechnen wir einen fairen Wert von € 7,41 je Aktie und eine Marktkapitalisierung der PSI AG von EUR 89,7 Mio. und empfehlen die Aktie unverändert zum **Kauf**.

6.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren

Die Bewertung der PSI AG erfolgte mittels unseres dreistufigen Discounted-Cash-Flow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Der risikolose Zinssatz beläuft sich auf 3,5%. Die Risikoprämie kalkulieren wir mit 7% und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax30 mit 1,50. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 14,0 %. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von EUR 7,41 gegenüber EUR 9,40 in unserer letzten Studie ab. Die Reduzierung ist insbesondere auf die nur unzureichend durchgeführten Anpassungsmaßnahmen des Segments Informationsmanagements herzuführen. Ein fairer Wert von EUR 7,41 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 56 % vom derzeitigen Aktienkurs von EUR 4,75. Die **Sensitivitätsanalyse** (siehe Tabellen unten) zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von EUR 5,99 bis EUR 9,65.

6.2 Sensitivitätsanalyse

Unsere Sensitivitätsanalyse zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien. Siehe hierzu untenstehende Tabellen. Wir haben eine langfristige Wachstumsrate (Terminal Growth) von 1,5% gewählt. Dies ist eine konservative Annahme, zumal das Exposure der PSI AG in den wachstumsstärkeren Emerging Markets (insb. China) und der sich aufhellenden Konjunktur in Europa weiter ansteigt. Eine langfristige Wachstumsrate von 2% wäre durchaus vertretbar.

Wir gelangen zu einem fairen Wert von EUR 7,41 je Aktie (Marktkapitalisierung von EUR 89,7 Mio.).

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,5%
Risk premium	7,0%
Beta	1,50
Longterm growth rate	1,5%
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (after Tax)	4,2%
WACC	14,0%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. €)	
Phase 1 (2005-2006)	5,7
Phase 2 (2007-2009)	51,0
Phase 3 (2010...terminal value)	37,1
Net debt	-4,1
Value of total equity	89,7
DCF value per share	7,41
Source: DR.KALLIWODA ? RESEARCH 2006 ©	

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

(EURO)	Discount factor					
	$\beta = 1,5$	0,12	0,13	0,140	0,15	0,16
0,0%	8,65	7,80	7,08	6,46	5,93	
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	8,82	7,93	7,18	6,54	5,99
	1,0%	9,00	8,07	7,29	6,63	6,06
	1,5%	9,19	8,22	7,41	6,72	6,14
	2,0%	9,41	8,39	7,54	6,82	6,22
	2,5%	9,65	8,57	7,68	6,93	6,30

Source: DR. KALLIWODA ? RESEARCH ©

SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)

(Mio. EURO)	Discount factor					
	$\beta = 1,5$	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
0,0%	105	94	86	78	72	
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	107	96	87	79	73
	1,0%	109	98	88	80	73
	1,5%	111	100	89,7	81	74
	2,0%	114	102	91	83	75
	2,5%	117	104	93	84	76

Source: DR. KALLIWODA ? RESEARCH ©

7. Anhang: P&L 2004+2005+2006 Q1+Q2+Estimates of Q3+Q4/2006e

SI AG2004, 2005, 1. Hj.2006 und Schätzungen Q3, Q4/2006e

	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004	Q4 2005e	Q4 2004	Change to Q4 2004	total 2005	total 2004	Change to total 2004	Q1/2006	Q2/2006	Q3/2006e	Q4/2006e	total 2006e
Umsatzerlöse netto	28,393	29,94	-5,16%	28,842	26,84	7,48%	27,455	27,73	-1,00%	31,830	30,69	3,72%	116,520	115,19	1,15%	28,399	28,071	30,751	35,000	122,221
Sonstige betriebliche Erträge	0,798	1,14		1,278	0,94		0,02	1,17		3,021	0,64		5,12	3,89		1,214	0,285	0,600	0,800	2,899
of reve	2,8%	4,0%		4,4%	3,3%		0,1%	4,1%		10,6%	2,2%		4,4%	3,3%		4,3%	1,0%	2,0%	0,7%	2,5%
Bestandsveränderungen	-0,1230	0,00	4000,00%	-0,037	-0,12	-69,42%	0,017	-0,04	-142,50%	-0,264	0,42	-162,41%	-0,407	0,26	-257,14%	0,080	-0,107			
of reve	0,4%	0,0%		0,1%	0,5%		-0,1%	0,1%		0,8%	-1,3%		0,3%	-0,2%		-0,3%	-0,4%			
Aufwand für bezogene Leistungen und Waren	-4,046	-9,93	-31,75%	-6,784	-4,51	50,32%	-4,555	-5,74	-20,69%	-9,410	-6,27	50,15%	-24,795	-22,45	10,44%	-4,958	-5,081	-6,500	-9,000	-25,539
of reve	14,2%	19,8%		23,5%	16,8%		16,6%	20,7%		29,6%	19,7%		21,3%	19,5%		17,5%	18,1%	21,1%	7,7%	21,9%
Personalaufwand	-18,316	-20,23	-9,47%	-17,842	-19,45	-8,28%	-16,454	-17,68	-6,93%	-17,924	-18,39	-2,52%	-70,536	-75,75	-6,88%	-18,816	-17,312	-17,600	-17,900	-71,628
of reve	64,5%	67,6%		61,9%	72,5%		59,9%	63,7%		56,3%	59,9%		60,5%	65,8%		66,3%	61,7%	57,2%	51,1%	58,6%
Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	-0,915	-0,93	-1,93%	-0,915	-0,89	2,69%	-0,848	-0,94	-9,79%	-0,987	-0,95	3,68%	-3,665	-3,72	-1,37%	-0,786	-0,780	-0,800	-0,800	-3,166
of reve	3,2%	3,1%		3,2%	3,3%		3,1%	3,4%		3,1%	3,1%		3,1%	3,2%		2,8%	2,8%	2,6%	2,3%	2,6%
bschreibung auf Firmen	0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00						
onstige betriebliche Aufwendu	-5,617	-5,56		-4,636	-9,01		-5,617	-5,79		-6,218	-6,14		-22,088	-26,50		-5,125	-5,482	-5,900	-6,450	-22,957
of reve	19,8%	18,6%		16,1%	33,6%		20,5%	20,9%		19,5%	20,0%		19,0%	23,0%		18,0%	19,5%	19,2%	18,4%	18,8%
Betriebsergebnis	0,174	-1,58	-111%	-0,094	-6,21	-98%	0,022	-1,29	-102%	0,048	0,00	-4900%	0,150	-9,08	-102%	0,008	-0,406	0,551	1,650	1,803
of reve	0,6%	-5,3%		-0,3%	-23,1%		0,1%	-4,7%		0,2%	0,0%		-0,1%	-7,9%		0,0%	-0,3%	0,5%	1,4%	1,5%
Finanz- und Beteiligungsergebnis	-0,325	-0,34		-0,338	-0,89		-0,303	-0,37		-0,481	-1,55		-1,447	-3,14		-0,359	-0,339	-0,050	0,250	-0,498
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten Unter.	0,027	0,00	#DIV/0!	0,000	0,00	#DIV/0!	0,000	0,00	#DIV/0!	0,015	-0,09	-117,24%	0,042	-0,09	-148,28%	0,000	0,000	0,100	0,100	0,200
of reve	-0,1%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	0,0%						
Ergebnis vor Steuern und	-0,124	-1,91	-94%	-0,432	-7,10	-94%	-0,281	-1,66	-83%	-0,418	-1,63	-74%	-1,255	-12,31	-90%	-0,351	-0,745	0,601	2,000	1,505
of reve	0,4%	-6,4%		-1,5%	6,4%		-1,0%	-6,0%		-1,3%	-5,3%		-1,1%	-10,7%		-1,2%	-2,7%	2,0%	5,7%	1,2%
Ertragsteuern	0,136	-0,08	-274%	0,171	0,00	5600%	0,037	0,003	1133%	0,931	0,040	2228%	1,275	0,034	3650%	0,100	0,100	0,100	0,100	0,400
of reve	-0,5%	0,3%		0,6%	0,0%		0,1%	0,0%		2,9%	0,1%		1,1%	0,0%		0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Konzernjahresübersch. vor Minderheitenanteilen	0,012	-1,992	-101%	-0,261	-7,095	-96%	-0,244	-1,655	-85%	0,513	-1,594	-132%	0,020	-12,271	-100%	-0,251	-0,645	0,701	2,100	1,905
Minderheitenanteile	0,000	0,152		0,000	0,10		0,000	0,02						0,00			0,008			
of reve	0,0%	6,7%		0,9%	-26,4%		-0,9%	-6,0%		1,6%	-5,2%		0,0%	-10,7%						
Konzernjahresüberschuss-/fehlbetrag (unverwässert)	0,012	-1,84	-100,65%	-0,261	-7,00	-96%	-0,244	-0,15	62,08%	0,513	-0,23	-318,43%	0,020000	-12,27	-100,16%	-0,251	-0,637	0,701	2,100	1,905
Ergebnis je Aktie (in Euro je Aktie, unverwässert)	0,001	-0,18	-100,57%	-0,022	-0,64	-96,66%	-0,020	-0,15	-86,62%	0,04	-0,23	-118,03%	0,00	-1,11	-100,15%	-0,02	-0,05	0,06	0,17	0,16
Ergebnis je Aktie (in Euro je Aktie, verwässert)	0,001	-0,17		-0,022	-0,64		-0,020	-0,01		0,042	-0,03		0,001669	-1,11						
Durchschnittl. Aktien im Umlauf (unverwässert)	11,563	11,013	4,99%	12,113	11,013		12,113	10,994		12,113	6,787		11,986	11,010		12,113	12,113	12,113	12,113	12,113
Durchschnittl. Aktien im Umlauf (verwässert)	11,563	11,01		12,113	11,013		12,113	10,994		12,113	6,787		11,986	11,010						



8. Kontakt



PSI AG

Dircksenstraße 42-44
D-10178 Berlin (Mitte)
Tel.: +49/ 30/2801-27 27
Fax: +49/30/2801-10 00
Karsten Pierschke: Head of Investor
Relations and Communications
Email: ir@psi.de
Web: www.psi.de

DR. KALLIWODA | RESEARCH

Primary Research | Fair Value Analysis | International Roadshows

Unterlindau 22
60323 Frankfurt
Tel.: 069-97 20 58 53
Fax.: 069-20 32 73 58
www.kalliwoda.com

Head:
Dr. Norbert Kalliwoda
E-Mail: nk@kalliwoda.com

CEFA-Analyst; University of
Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.

Sectors: IT, Software, Electricals &
Electronics, Mechanical
Engineering,
Logistics, Laser, Technology, Raw
Materials

Dr. Thomas Krassmann
E-Mail: tk@kalliwoda.com

Dipl.-Geologist, M.Sc.; University
of Göttingen & Rhodes
University, South Africa;

Sectors: Raw Materials, Mining,
Precious Metals, Gem stones.

Dr. Christoph Piechaczek
E-Mail: cp@kalliwoda.com

Dipl.-Biologist; Technical
University Darmstadt; Univ.
Witten-Herdecke

Sectors: Biotech & Healthcare;
Medical Technology Pharmaceutical

Dr. Erik Schneider
E-Mail: es@kalliwoda.com

Dipl.-Biologist; Technical
University Darmstadt; Univ.
Hamburg

Sectors: Biotech & Healthcare;
Medical Technology Pharmaceutical

David Schreindorfer
E-Mail: ds@kalliwoda.com

MBA, Economic Investment
Management (Candidate 2006);
Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).

Sectors: IT/Logistics; Quantitative
Modelling

Hellmut Schaarschmidt;
E-Mail: hs@kalliwoda.com

Dipl.-Geophysicists; University of
Frankfurt.

Sectors: Oil, Regenerative Energies,
Specialities Chemicals, Utilities

Nele Rave
E-Mail: nr@kalliwoda.com

Lawyer; Native Speaker, German
School London

Translations English

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Thomson Financial
Reuters
JCF Factset





9. Disclaimer

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

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH 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, 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 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 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 PSI AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH 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. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH 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's prior written consent. Please cite source when quoting.