

22. Mai 2006

COMPANY REPORT

Coverage: Seit Q1/2005



Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Ergebnis Q1/ 2006

Rating (alt): KAUFEN

Rating (neu): KAUFEN

Fair Value (alt) € 6,20

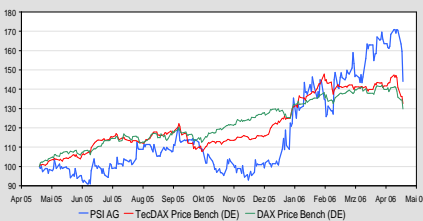
Fair Value (neu) € 9,40

Letzter Preis: € 5,85

Segment Öl + Gas wieder auf Wachstumskurs

- Gutes Portfolio an High End Leitsystemen
- Interesse institutioneller Investoren wächst. Volatilität der Aktie steigt.
- TecDax-Aufnahme in 2 Jahren ?

Price Base 100 for PSI AG (DE) in EUR as of 17/05/06



SWOT

- + Fertigungs- und Umwelt-Leitwarten mit Folgeaufträgen
- +Energiesegment mit intern. Präsenz (Grossauftrag in Russland und Malaysia)
- + Segment Öl und Gas mit steigendem Auftragseingang
- - Markt in Deutschland weitgehend abgearbeitet ?
- - Niedrige Gewinnmargen.

ANALYST

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

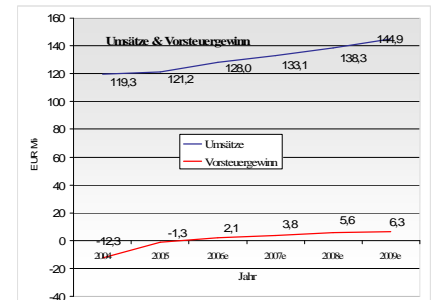
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

Copyright © 2006 DR. KALLIWODA | RESEARCH

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	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,43	-1,11	0,00	0,21
EPS Consensus	-0,43	-1,11	0,04	0,22
Revenues (incl. oth.inc.)(mln)	140,1	119,3	121,2	128,0
net Income (adj.)	-4,4	-12,3	0,0	2,5
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	6,1
P/E	-16,1	-5,8	3542,8	27,8
P/S	0,5	0,6	0,6	0,6

Price (curr)	5,85	Shares out (mln)	12,11
52W high	7,15	3M Avrg Vol (000s)	79,5
52w low	3,68	Free Float (in %)	88,3%
Market Cap (mln)	70,9	Weight in Prime All Share	0,010%
Last Dividend	0	Reuters code	PSA2
No. Employees	1047	Bloomberg	PSA2
Web Page	www.psi.de	WKN	696822

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	FINANCIALS: PSI AG MELDET GEPRÜFTE ZAHLEN Q1/2006.....	3
1.1	Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e	3
2.	FACTS & TRIGGERS.....	5
3.	GEWINN & VERLUST-SCHÄTZUNGEN BIS 2009.....	7
4.	BILANZ & CASHFLOW-PROGNOSEN BIS 2009	8
5.	VALUATION.....	9
5.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren und Sensitivitätsanalyse	9
6.	ANHANG: P&L 2004+2005 + SCHÄTZUNGEN DER Q2-Q4 2006e.....	10
7.	CONTACT	11
8.	DISCLAIMER	12



1. FINANCIALS: PSI AG MELDET GEPRÜFTE GESCHÄFTSZAHLEN Q1/2006

Die PSI AG, bestehend aus den drei Hauptgeschäftsfeldern Netzmanagement, Produktionsmanagement und Informationsmanagement, hat in Q1/2006 den Auftragseingang um 31% auf EUR 42 Mio. (Q1/2005: 32 Mio. Euro) gesteigert. Das Betriebsergebnis war knapp positiv mit EUR 0,008 Mio. (Q1/2005: EUR 0,2 Mio.). Der Umsatz war mit EUR 28,4 Mio. exakt so hoch wie im Vorjahresquartal. Die Auftragseingänge in den Segmenten Gas, Elektrische Energie und Schwerindustrie entwickeln sich am besten, während das „Sorgenkind“ Informationsmanagement (Behörden und Dienstleister) durch Personalabbau bedingt nur noch einen Umsatz von EUR 1 Mio. erzielt hat. Insgesamt hat sich der Auftragsbestand gegenüber Q4/2005 um 11 Mio. Euro auf EUR 81 Mio. erhöht. PSI beschäftigt derzeit 1.049 Mitarbeiter (1065 im Vorjahresquartal). Folgende Abbildung zeigt die wichtigsten Ergebnisse und Kennzahlen zu Q1/2006.

PSI AG : Q1/2006 und Q1/2005 im Vergleich						
				Q1/2006	Q1/2005	Veränder.
Umsatz	EUR Mio			28,40	28,39	0,0%
EBIT	EUR Mio			0,01	0,17	-95,4%
EBT	EUR Mio			-0,35	-0,12	-183,1%
Liquide Mittel	EUR Mio			15,59	24,30	-35,8%
Umsatz je Mitarbeiter	EUR Mio			0,027	0,027	1,5%
Netzmanagement						
Umsatz	EUR Mio			15,99	15,55	2,8%
EBIT	EUR Mio			0,38	0,32	19,0%
EBT	EUR Mio			0,20	0,16	18,9%
Produktionsmanagem.						
Umsatz	EUR Mio			11,39	10,95	4,0%
EBIT	EUR Mio			0,17	0,32	-45,7%
EBT	EUR Mio			0,05	0,18	-73,2%
Informationsmanagem.						
Umsatz	EUR Mio			1,02	1,89	-46,0%
EBIT	EUR Mio			-0,40	-0,49	-19,7%
EBT	EUR Mio			-0,45	-0,52	-14,4%

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

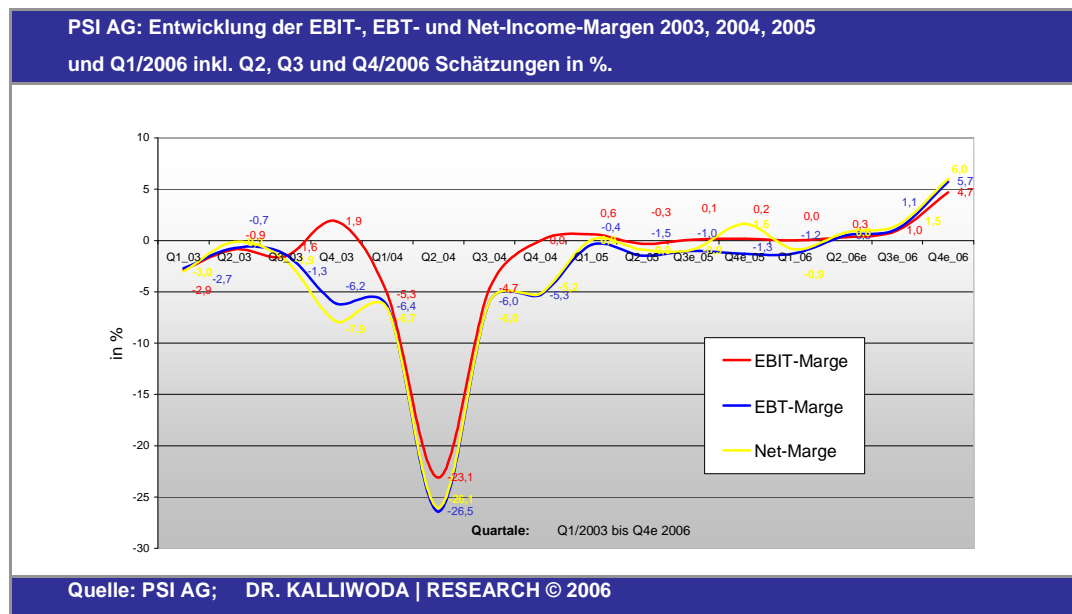
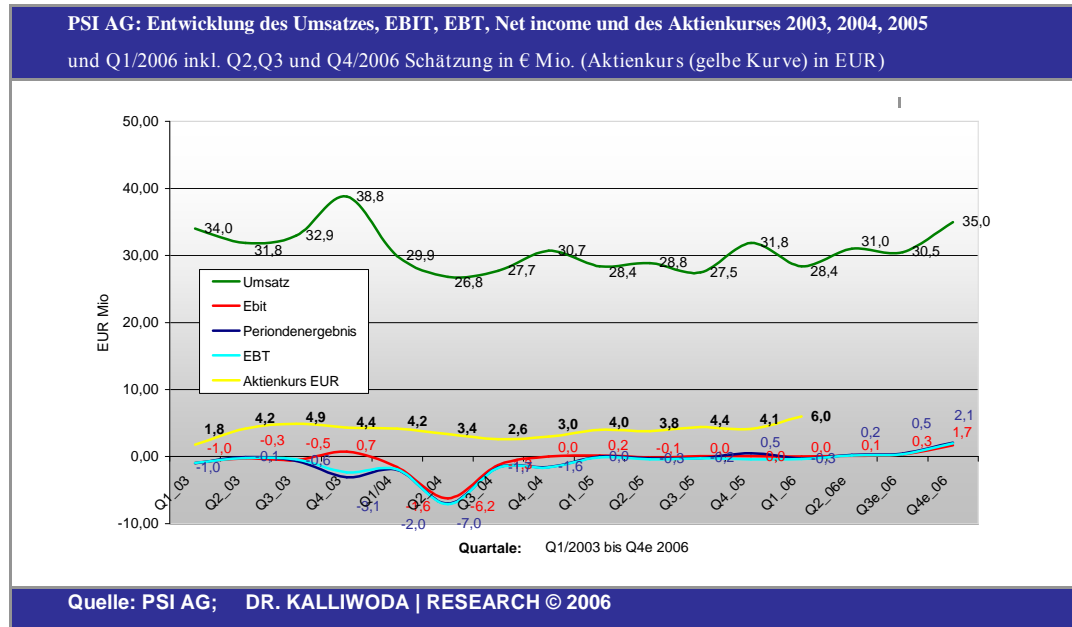
Laut Aussagen des Managements hat sich im April der Auftragstrend des 1 Quartals weiter fortgesetzt. Die Auslastung aller PSI-Geschäftseinheiten konnte in den letzten Wochen erhöht werden.

1.1 Ergebnishistorie und Quartalschätzungen bis Q4/2006e

Die Q1/2006 Zahlen der PSI AG verdeutlichen den zyklischen Geschäftsverlauf. Obwohl das erste Quartal gut verlief, ist es schwächer als das vorherige Q4/2005. IT/Software-Unternehmen erzielen meist im letzten Quartal eines Geschäftsjahres die besten Ergebnisse (Kunden nutzen ihre Jahresbudgets). Wir gehen davon aus, dass auch in 2006 grössere Projekte, je nach Quartalszurechnung Umsatz- und Gewinnvolatilitäten verursachen. Folgende Graphiken veranschaulichen die Umsatz- und Gewinnvolatilitäten.



Zu 1.1 Ergebnishistorie und Quartalschätzungen bis Q4/2006e



Typisch für das Projektgeschäft sind partielle zeitliche Verschiebungen der Auftragsabschlüsse und der Leistungserbringung. Zudem hat die PSI AG in 2005 nur EUR 5,379 Mio. (4,66% vom Gesamtumsatz) mit Lizenzen verdient im Vergleich zu EUR 92,433 Mio. (79,33% vom Gesamtumsatz) mit Softwareerstellung und Pflege. Ein höherer Lizenzanteil würde zu kontinuierlicheren Ergebnisreihen führen. Entscheidend ist jedoch, dass die internationale Kundenbasis der PSI AG offenbar vergrößert werden kann. Kostensenkungsprogramme, wie z.B. der Personalabbau im Geschäftssegment Informationsmanagement sollten die Margenschwäche des Konzerns verbessern. Daher erwarten wir Umsätze von EUR 31 Mio. in Q2/2006, EUR 30,5 Mio. in Q3/2006 und EUR 35 Mio. in Q4/2006 bei EBIT-Margen von 0,3% (Q2), 1,0% (Q3) und 4,7% (Q4/2006).



Zu 1.1 Zu 1.1 Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e







Es gilt noch zu berücksichtigen, dass aufgrund der hohen Verlustvorträge der PSI AG in den nächsten Geschäftsjahren nur geringe Steuern zu entrichten sind. Daher ähneln unsere geschätzten Jahresüberschüsse (siehe Kapitel 3 Gewinn & Verlustrechnung) den EBIT und EBT-Reihen.

2. FACTS & TRIGGERS

1) Netzmanagement Produkte wieder profitabel (Energie, Telekommunikation, Verkehr)	
Die Auftragseingänge speziell in den Segmenten Gas/Öl und elektrische Energie steigen weiter an. Gründe sind die ansteigende Investitionsbereitschaft der Unternehmen sowie die Qualität der Leitsysteme zur Führung von Netzinfrastrukturen und Produktions- und Logistikprozessen. Netzmanagement Leitsysteme steuern den größten Gewinn im PSI Konzern bei. Besonders interessant finden wir das Know-how der PSI AG bei Pipelinemanagement-Systemen und der Leckerkennung und -ortung. Langjährige Erfahrung hat der Konzern bei Fahrgastinformationssystemen, bei Elektronischen Stellwerken und beim Transportmanagement und Cargologistik. Der Wettbewerb im Transportlogistik-Segment ist unserer Meinung jedoch am stärksten. Die Markteintrittsbarrieren im Energie-Netzmanagement sind signifikant höher.	
2) Verbesserung des Binnenmarktes Deutschland (mit pos. Spill over Effekten im Ausland)	
Die PSI AG ist als Software-Hersteller für Steuerungsaufgaben von Versorgern und Industrie gut vertreten. Hierbei konzentriert sich die PSI AG auf wenige, starke und zusammenhängende Themen. Daher schafft es PSI, bei den Auslandsrepräsentanzen der Deutschen Kunden Projekte im Ausland zu generieren. Dies wiederum forciert positive Spill-over-Effekte bei potentielle Neukunden.	
3) Export mit besonderer Konzentration auf östliche Exportmärkte	
Die PSI AG konzentriert sich auf zusammenwachsende internationale Märkte. Der Export in östliche Exportmärkte, bzw. rasch wachsende Volkswirtschaften mit starken Investitionen in Versorgung, Schwerindustrie und Logistik werden priorisiert, weil es in solchen Ländern noch verhältnismäßig wenig vergleichbare lokale Technologie-Anbieter gibt. Die PSI AG hat in Polen und in China eigene Tochterunternehmen gegründet. Das Ziel wird verfolgt, weniger von der Wirtschaftsentwicklung im Heimatmarkt Deutschland zu sein. Uns gefällt die Konzentration auf das Kerngeschäft der PSI AG. In der Firmenhistorie der PSI wurden zu viele Geschäftssegmente gleichzeitig ins Leben gerufen, was sich als Fehlentscheidung herausstellte.	
4) Mittelfristige TecDax 30 Aufnahme ?	
PSI wird derzeit mit einem Kurs-Umsatzverhältnis von 0,63 bewertet (Marktkapitalisierung von EUR 72 Mio. zum 31.12.2005 und Umsatz von EUR 116,5 Mio. (31.12.2005). Bei einem Ratio von 1 wäre die Aufnahme in den TecDax 30 wahrscheinlich. Eine Aufnahme in den TecDax 30 ist jedoch von weiteren Determinanten, wie der Börsenliquidität abhängig. Die tägliche Börsenliquidität ist unregelmässig.	



Zu 2. FACTS & TRIGGERS

5) Erster Großauftrag in China: Nachfrage in der Stahlindustrie:	
<p>Taiyuan Iron and Steel Group ist einer der größten chinesischen Stahlproduzenten. Der Konzern setzt die Produktions- und Logistikleitsysteme der PSI AG in drei Werken ein. China ist eines der wichtigsten Auslandsmärkte für die PSI. Der effiziente Umgang mit Energie und Rohstoffen ist Basis für die produzierenden Konzerne Chinas. Dennoch ist die Marktdurchdringung zäh und noch zu gering. Der deutsche Kooperationspartner SMS Demag unterstützt PSI in China und anderen asiatischen Ländern. Wir gehen davon aus, dass weitere Chancen in Shanghai (im Bezirk Anjing ist eine Autostadt entstanden (60 Quadratkilometer) bestehen. Eine zweite Autostadt entsteht in der Industriemetropole Changchun mit ca. 120 Quadratkilometern („Detroit des Ostens“). Hier sehen wir eine zusätzliche Chance für die PSI AG zur Positionierung insbesondere im Energie- und Stahlproduktionssegment: Referenzprojekte in Asien bestehen in Malaysia (Leitsysteme für die gesamte malaysische Halbinsel). Dort unterstützt PSI mit mehreren Leitsystemen die Stromversorgung. Dennoch sind Vertragsverhandlungen in der Regel langwierig.</p>	
6) Software für logistische Knotenpunkte und Lagerkapazitäten	
<p>National Logistic Company ist der größte russische Logistikdienstleister in Russland. PSI hat insbesondere in den Lagerstandorten für die Auftragsbearbeitung Software-Konzepte installiert (Warehouse Management Software). Wir sind der Meinung, dass sich solche Projekte erst dann stark rentieren, wenn das Roll-out vor Ort noch verstärkt wird. Die anfänglichen Transaktionskosten wie Vertragsverhandlungen und Projektanbahnung und Einweisung von Spezialisten dürfen nicht vernachlässigt werden.</p>	
7) Kostenstruktur bereinigt	
<p>Die PSI AG hat die noch verbliebenen Minderheitsbeteiligungen veräußert. Es bestehen jetzt nur noch hundertprozentige Tochterunternehmen, die eine klare Struktur ohne Interessenkollisionen zulassen.</p>	
8) Verluste beim Informationsmanagement (Behörden, Dienstleister)	
<p>Das Geschäftssegment Informationsmanagement ist nicht profitabel. Eine Einzelaktivität soll an einen strategischen Investor verkauft werden. Wie lange der Such- und Verhandlungsprozess dauert, ist noch unklar.</p>	
9) Einsatz der Umwelt-Leitwarte beim jüngsten Elbe-Hochwasser	
<p>Die neue Umwelt-Leitwarte hat beim jüngsten Elbe-Hochwasser gute Dienste geleistet.. Die PSI AG hat Folgeaufträge gewinnen können. Investitionen sind jedoch geringer als im verarbeitenden Gewerbe und Energiewirtschaft.</p>	
10) Ergebnisschwankungen und volatiler Aktienverlauf	
<p>Die Umsatzvolatilität führt zu relativ hohen Reaktionen am Aktienmarkt. PSI AG ist phasenweise ein High-Beta-Stock mit schwankender Börsenliquidität.</p>	



3. G&V SCHÄTZUNGEN BIS 2009

Gegenüber unserem letzten Company Report (7. Dez. 2005) haben wir unsere Umsatzschätzungen ab 2008 leicht angehoben. Von 2006 bis 2009 rechnen wir insgesamt mit einer Umsatzverbesserung von € 124,9 Mio. in 2006 bis € 141,5 Mio. in 2009. In 2006 erwarten wir gemäß unserer Industrie-Segment-Einschätzung ein EBIT von € 2,1 Mio., in 2007 € 3,2 Mio., in 2008 € 5,0 Mio. und in 2009 EUR 7,3 Mio. Das EBT in 2006 schätzen wir ebenfalls auf EUR 2,1 Mio. In 2007 gehen wir von € 3,8 Mio. aus, für 2008 erwarten wir ein EBT von EUR 5,6 Mio. und für 2009 EUR 6,3 Mio. Siehe folgende Tabelle.

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	124,9	130,0	135,0	141,5	4,0%
% change	522,9%	-16,3%	1,2%	7,2%	4,1%	3,8%	4,8%	
b) Other operating Income	2,6	3,89	5,1	3,1	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	128,1	133,1	138,3	144,5	
COGS	-28,5	-22,5	-24,8	-27,3	-28,3	-30,4	-31,9	
% of revenues	20%	19%	20%	21%	21%	-22%	-32%	
Gross income	111,6	96,9	96,4	100,8	104,8	107,9	113,0	43,2%
% change	462,4%	-13,2%	-0,5%	4,5%	4,0%	3,0%	4,8%	
Gross margin	80%	81%	80%	79%	79%	78%	113%	82%
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	-72,1	-75,0	-77,9	-81,6	
% of revenues	58%	-63%	-56%	-56%	-78%	4%	-56%	
Other op. Income	-24,8	-26,5	-22,1	-23,5	-23,0	-22,0	-21,0	
EBITDA	5,3	-5,4	3,8	5,2	7,2	8,8	11,2	
% of revenues	4%	-5%	3%	4%	6%	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	2,1	3,2	5,0	7,3	96,4%
% of revenues	-1%	-8%	0%	1,6%	2,4%	3,7%	5,2%	
EBIT margin in %	0,0	-0,1	0,0	1,6	2,4	3,7	5,2	96,4%
Financial result	-2,9	-3,2	-1,4	0,1	0,6	0,6	-1,0	
Pre tax income	-4,0	-12,3	-1,3	2,1	3,8	5,6	6,3	-0,7%
% of revenues	-2,9%	-10,7%	-1,1%	1,7%	2,9%	4,2%	4,5%	
Taxes	-0,4	0,0	1,3	0,4	-0,4	-0,6	-0,6	
Tax rate	-10,4%	0,3%	101,6%	-18,6%	10,0%	10,0%	10,0%	
Minorities	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Net income (Ex adj.)	-4,8	-12,27	0,0	2,5	3,4	5,1	5,7	17,1%
% of revenues	-3%	-11%	0%	2,0%	2,6%	3,8%	4,0%	
Net margin (incl. other oper. Income)	-3%	-10%	0%	2,0	2,6	3,8	4,0	
# shares out (mln)	11,011	11,010	12,11	12,11	12,11	12,11	12,11	
EPS (EUR)	-0,43	-1,11	0,00	0,21	0,28	0,42	0,47	

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH 2006 ©

Wir errechnen von 2005 bis 2009 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 4%. Die Gewinnreife von 2005 bis 2009 steigt gemäß unserer Szenarien um durchschnittlich 17% p.a. Dabei unterstellen wir eine sich verbessernde Herstellungs- und Kosteneffizienz.



4. 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. Den operativen Cashflow der PSI AG erwarten wir bei EUR 6,8 Mio. für das Gesamtjahr 2006. Bei unseren Prognosen für die Operating Cash Flows bis 2009 erhalten wir eine jährliche Wachstumsrate von 5,9%.

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 ©



5. VALUATION

Auf der Basis unseres Discounted-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 14,7% und einem Beta von 1,6 errechnen wir einen fairen Wert von € 9,40 je Aktie und eine Marktkapitalisierung der PSI AG von EUR 113,9 Mio. und empfehlen die Aktie unverändert zum **Kauf**.

5.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren + Sensitivitätsanalyse

Die Bewertung der PSI AG erfolgte mittels unseren dreistufigen Discounted-Cash-Flow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen (siehe auch die letzten Company Reports vom 18. Juni 2005 und 07. Nov. 2005). Der risikolose Zinssatz beträgt 3,5%. Die Risikoprämie kalkulieren wir mit 7% und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax30 mit 1,60 (aufgrund der gestiegenen Aktienkursvolatilität erhöhen wir das Beta um 0,1 gegenüber unseren letzten Studien). Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 14,7%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von EUR 9,40 gegenüber EUR 6,20 in unserer letzten Studie ab. Ein fairer Wert von EUR 9,40 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 61% vom derzeitigen Aktienkurs von EUR 5,85. Die **Sensitivitätsanalyse** (siehe Tabellen unten) zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von EUR 7,52 bis EUR 12,34.

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 9,40 je Aktie** (Marktkapitalisierung von EUR 113,9 Mio.).

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,5%
Risk premium	7,0%
Beta	1,60
Longterm growth rate	1,5%
Cost of equity	14,7%
Cost of debt (after Tax)	4,2%
WACC	14,7%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. €)	
Phase 1 (2005-2006)	5,8
Phase 2 (2007-2009)	62,0
Phase 3 (2010...terminal value)	50,3
Net debt	-4,1
Value of total equity	113,9
DCF value per share	9,40
Source: DR.KALLIWODA RESEARCH 2006 ©	

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

	(EURO)	Discount factor				
	$\beta = 1,6$	0,13	0,14	0,147	0,16	0,17
	0,0%	11,07	9,94	8,98	8,15	7,43
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	11,29	10,11	9,11	8,26	7,52
	1,0%	11,51	10,29	9,25	8,37	7,61
	1,5%	11,76	10,48	9,40	8,49	7,70
	2,0%	12,04	10,69	9,57	8,62	7,81
	2,5%	12,34	10,92	9,74	8,76	7,92

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH ©

SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)

	(Mio. EURO)	Discount factor				
	$\beta = 1,6$	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%	16,7%
	0,0%	134	120	109	99	90
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	137	122	110	100	91
	1,0%	139	125	112	101	92
	1,5%	142	127	113,9	103	93
	2,0%	146	129	116	104	95
	2,5%	149	132	118	106	96

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH ©



7. CONTACT



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		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
 DR.KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg
 Thomson Financials
 Reuters
 JCF Factset and on
 Multex.net**

Analyst of this analysis :
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA





9. DISCLAIMER

Rating Key/Anlage-Rating-System:

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.



Zu 9. 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.