

23. April 2007

## COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q1/2005



Sektor: Software

### EREIGNIS: Geschäftsbericht 2006 - Ausblick

<b>Empfehlung:</b>	Kaufen	<b>Fair value (alt):</b>	€ 7.30
<b>Fair value (neu):</b>	€ 7.50	<b>Letzter Preis:</b>	€ 4.59

### Kursverlauf



Quelle: Cortal Consors (BNP Paribas)

## Software-Experten für Versorger & Industrie

- Hohe Wachstumschancen durch das Auslandsgeschäft und der Liberalisierung der Energiemärkte
- Die Frühindikatoren Auftragseingang und Auftragsbestände weiterhin stark
- Die eingeleiteten Umstrukturierungsprozesse wirken positiv auf Kosten und Rentabilität

### SWOT

- + breite Kundenbasis
- + regionaler Fokus/Strategie
- + Produktentwicklungen
- + langjährige Erfahrungen
- + Plattformstrategie
- + Portfoliobereinigungen
- - geringe Marge

#### ANALYST

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

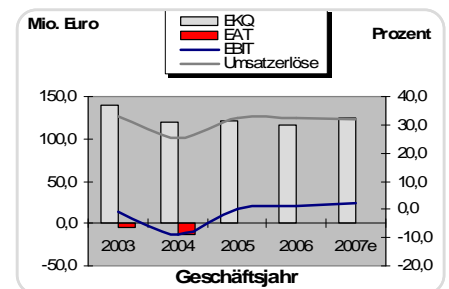
See also  
Kalliwoda Recommendations  
on Terminal: Bloomberg  
Reuters  
Thomson Financials  
JCF Factset

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 Energie-, Produktions- und Infrastrukturmanagement. PSI nimmt national und international eine führende Position ein. Gegründet wurde die Gesellschaft bereits im Jahre 1969.

### HISTORY & ESTIMATES



Figures in EUR	2003	2004	2005	2006	2007e
EPS (Dr. Kalliwoda Research)	-0,43	-1,11	0,00	0,04	0,09
Revenues (mln)	140,1	119,3	121,2	117,04	125,50
net Income (adj.)	-4,8	-12,3	0,0	0,4	1,1
EBIT (mln)	-1,0	-9,1	0,2	1,0	2,4
Working capital (mln)	16,9	18,9	18,9	15,3	19,9
Equity ratio (in %)	32,9	25,5	32,4	32,4	32,0

Price (curr)	4,72	Shares out (mln)	12,11
52W high	6,98	6M Avrg Vol (mln/€)	0,0952
52w low	3,93	Free Float (in %)	83,95 %
Market Cap (mln)	57,2	Weight in Technical All Share	0,147 %
Last Dividend	0,00	Kürzel	PSA2
Accounting Stand.	IFRS	Reuters code	PSAG.DE
Web Page	www.psi.de	WKN	696822

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2007



## Inhaltsübersicht

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Geschäftsentwicklung .....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Strategie .....</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>Prognose .....</b>	<b>7</b>
<b>5</b>	<b>Produkte und Lösungen .....</b>	<b>7</b>
<b>6</b>	<b>Branchenkonjunktur .....</b>	<b>8</b>
<b>7</b>	<b>SWOT-Analyse.....</b>	<b>9</b>
<b>8</b>	<b>Bilanzanalyse .....</b>	<b>10</b>
<b>9</b>	<b>Finanzplanung .....</b>	<b>12</b>
<b>10</b>	<b>Unternehmensbewertung.....</b>	<b>14</b>
	<b>10.1 Discounted Cashflow Methode.....</b>	<b>14</b>
	<b>10.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) .....</b>	<b>15</b>
	<b>10.3 Fair Value – Sensitivitäten .....</b>	<b>15</b>
<b>11</b>	<b>Vergleichende Marktbewertung (Trading Approach) .....</b>	<b>16</b>
<b>12</b>	<b>Zusammenfassende Auswertung der Analyseergebnisse .....</b>	<b>22</b>
<b>13</b>	<b>Kontakt.....</b>	<b>23</b>
<b>14</b>	<b>DISCLAIMER.....</b>	<b>24</b>



**Gründungsjahr 1969**

**Kerngeschäft der PSI AG  
Entwicklung von Software-  
lösungen für Versorger und  
Industrie**

**Ausweitung des Auslands-  
geschäfts geplant**

**Deregulierung der Energie-  
märkte birgt hohe  
Potenziale**

## 1 Unternehmensprofil

Die 1969 von fünf ehemaligen AEG-Mitarbeitern gegründete und seit 1998 börsennotierte PSI AG ist ein führender Anbieter von Spezialsoftwarelösungen. Das Kürzel PSI steht für »Produkte und Systeme der Informationstechnologie« und unterstreicht die frühe Ausrichtung auf das zukunftsorientierte Geschäftsfeld im IT-Bereich. Das Kerngeschäft der PSI AG bildet die Entwicklung von Leitsystemen zur Steuerung und Überwachung komplexer Netze für die Bereiche Energie – PSI ist in diesem Segment Marktführer – Telekommunikation und Verkehr, wobei der neue Geschäftsbereich Infrastrukturmanagement das Angebotspektrum für Verkehrslösungen und Telekommunikation mit einschließt.

Ein weiterer Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Bereich Produktionsmanagement. Hierbei entwickelt PSI schwerpunktmäßig Softwareprodukte für die Produktionsplanung und Fertigungssteuerung im Kundensegment Automobile, Metallverarbeitung und Logistik. Die PSI AG ist bis dato in erster Linie im Inland tätig. Das Auslandsgeschäft spielte bisher lediglich eine untergeordnete Rolle. Mit dem Strategiepapier Grow East sieht PSI allerdings die Ausweitung der Marktanteile im Auslandsgeschäft, vor allem in Osteuropa, China und Südostasien, vor.

Zukünftige Chancen ergeben sich daneben insbesondere durch die fortschreitende Deregulierung der Energiemärkte. Durch die Liberalisierung sind die Energieversorger gezwungen, sich der zunehmenden Wettbewerbsintensität auf den Märkten im Energiebereich zu stellen. Die stetige Informationsversorgung zur Kontrolle der Wirtschaftlichkeit sowie der optimale Ressourceneinsatz der Netze unter Berücksichtigung der effizienten Kapazitätsauslastung sind daher für den Kundenstamm der PSI geboten.



## Referenzen

## Unabhängig von einzelnen Kunden

## Anzahl und Ausbildungsstand der Mitarbeiter

Zum Kundenkreis der PSI AG gehören unter anderem so namhafte Unternehmen wie RWE, EON, EnBW, Vattenfall, E-Plus, Vodafone, Volkswagen und die BASF AG. Daneben konnten in jüngster Vergangenheit auch zunehmend Neukunden aus dem asiatischen und osteuropäischen Raum gewonnen werden. Der Auslandsanteil der Umsätze lässt sich zur Zeit auf rund 20 Mio. Euro beziffern. Durch die mannigfaltigen Einsatzbereiche der Softwarelösungen der PSI AG ist die Branchenkonzentration und die Abhängigkeit von einzelnen Kunden relativ gering

Die PSI AG beschäftigte zum Geschäftsjahresende 1049 Mitarbeiter. Davon arbeiteten 508 Mitarbeiter im Segment Netzmanagement, 449 Mitarbeiter im Produktionsmanagement und 92 Mitarbeiter im Segment Informationsmanagement. Der Anteil der Mitarbeiter mit Hochschulabschluss beläuft sich auf über 80 Prozent.

## Management

Der Vorstand der PSI AG setzt sich aus 2 Vorstandsmitgliedern zusammen. Zuständig für die Bereiche Marketing, Vertrieb und Technik ist der Vorstandsvorsitzende Herr Dr. Harald Schrimpf. Herr Dr. Schrimpf ist seit Mitte 2002 für die Gesellschaft tätig. Der gelernte Diplom-Ingenieur der Elektrotechnik war vor dem Einstieg bei der PSI AG unter anderem für DaimlerChrysler, EADS und gedas in Führungspositionen tätig.

Die Bereiche Personal, Finanzen und Organisation werden durch das langjährige Vorstandsmitglied, Herrn Armin Stein, verantwortlich geleitet. Herr Stein ist gelernter Diplom-Kaufmann sowie Diplom-Ingenieur; Herr Stein ist seit 2001 in dieser Position tätig. Zuvor war Herr Stein Geschäftsführer der AEG Softwaretechnik GmbH.



### Gezeichnetes Kapital

Das gezeichnete Kapital der PSI AG ist aufgeteilt in 12,113 Mio. Inhaberaktien. Die Besitzverhältnisse stellten sich zum Bilanzstichtag wie folgt dar.

### Besitzverhältnisse

Mitarbeiter-Aktionärspool	5,17 Prozent
ENERGY Innovations Portfolio AG & Co. KgaA	5,18 Prozent
Streubesitz	89,15 Prozent
Ausgegebene Aktien: 12,113 Mio. Stck.	100,00 Prozent

### Betriebsergebnis leicht positiv

## 2 Geschäftsentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006 konnte PSI den Wachstumskurs weiter fortsetzen. Das Betriebsergebnis war mit rund 1 Mio. Euro deutlich positiv. Die Umsatzerlöse stiegen allerdings nur moderat an.

### Betriebliche Altersversorgung eingefroren – Rückstellungen übersteigen nahezu das Eigenkapital

Mit Hilfe der eingeleiteten organisatorischen Maßnahmen im Personalbereich (Einfrieren der betrieblichen Altersversorgung) und der zahlreichen Vertriebsfolge ist PSI für die Zukunft gut gerüstet. Vor allem die kontinuierlich wachsenden Auslandsanteile tragen dazu bei, dass PSI sich von der Binnennachfrage abkoppeln kann. Positiv dürften sich ebenfalls die geschlossenen Vertriebspartnerschaften in Osteuropa und Asien auswirken. Im Geschäftsjahr 2006 konnte das Konzernergebnis leicht von 20 TEUR auf 427 TEUR gesteigert werden.

### Segment Netzmanagement mit 60 % der Umsatzerlöse dominierend

Sowohl die EBIT-Marge, Eigenkapitalrendite als auch die Eigenkapitalquoten liegen allerdings noch unter dem Branchendurchschnitt. Auf der Segmentebene dominiert weiterhin das Geschäftsfeld Netzmanagement, das fast 60 Prozent der Umsatzerlöse bei einem Segmentergebnis von 2,5 Mio. Euro generierte. Schwächer als erwartet verlief die Entwicklung im Segment Informationsmanagement, wobei die Verluste mit 1,5 Mio. Euro in Grenzen gehalten werden konnten.



### 3 Strategie

**Konzentration auf die Wachstumsmärkte in Osteuropa und China**

Die Sicherstellung der dauerhaften Erfolge soll in erster Linie durch die Fortentwicklung der Geschäftsaktivitäten in den Wachstumsmärkten Osteuropa, Südostasien und China gewährleistet werden. Mit Hilfe der Umstrukturierung der Segmente ist daneben eine anpassungsfähige und wettbewerbsfähige Organisation und Führungsstruktur als Basis geschaffen worden.

**PSI ist relativ branchenunabhängig**

Hinsichtlich der Branchenfokussierung möchte sich die PSI AG weiterhin auf Kunden, die in den Bereichen Strom, Gas, Wasser, Öl, Maschinen- und Anlagenbau, Telekommunikation und Verkehr tätig sind, stützen, wobei die Sortimentsbreite aus Kostengründen leicht abgespeckt wurde.

**Zunehmende Bedeutung des Energiehandels**

Weitere Marktchancen ergeben sich zukünftig im Bereich Energiehandel und Energievertrieb. Für diesen Bereich kann man den Kunden neue funktionelle Erweiterungen anbieten. Weitere Effizienzsteigerungen auf Produktebene ergeben sich durch die Schaffung einer konzernweiten Plattformstrategie.

**Einsparpotenzial durch eine einheitliche Plattform**

Hinsichtlich der Geschäftsbereichsstrategie konnte man sich gerade im Segment Netzmanagement strategische Wettbewerbsvorteile schaffen. Ziel der PSI AG kann es unseres Erachtens nur sein, die Marktanteile in diesem Segment auszubauen und den Bekanntheitsgrad weiter zu steigern. Zusätzliche positive Effekte sollen sich durch eine volumenorientierte Strategie ergeben, die sich auf die Stückkosten auswirkt. Der Weg vom reinen IT-Dienstleister zu einem führenden Softwarehersteller ist damit in weiten Teilen abgeschlossen.

**Der Weg vom IT-Dienstleister zu einem Softwarehersteller**

Die angekündigte Desinvestitionen im Segment Informationsmanagement konnte bislang allerdings nicht umgesetzt werden. Durch die Umsegmentierung werden zukünftig die Erfolge im Bereich Informationsmanagement durch die Erfolge der neu hinzugetretenen Bereiche Verkehr, Telekommunikation überlagert.

**Umsegmentierung statt Desinvestition?**

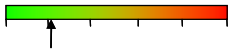
Aus Sicht der Finanzstrategie verfolgt die PSI AG primär das Ziel das profitable Wachstum zu stärken. Die Steigerung der EBIT-Marge soll vor allem durch die Internationalisierung (Stückzahleffekte) und durch die Konvergenz der Produktplattformen (F&E-Kostenersparnis) erreicht werden.

**Ziel: Nachhaltiges profitables Wachstum**



#### 4 Prognose

Wir sind zuversichtlich, dass im Geschäftsjahr 2007 das Betriebsergebnis weiter deutlich gesteigert werden kann. Wir rechnen daher mit einem EBIT in Höhe von 2,4 Mio. Euro für 2007 und einem Konzernjahresüberschuss in Höhe von 1,1 Mio. Euro (0,09 Euro je Aktie). PSI hat bereits im ersten Quartal ein Betriebsergebnis von 0,8 Mio. Euro angesagt. Mit dem von Seiten der führenden Wirtschaftsforschungsinstituten prognostizierten Wachstum der Binnenwirtschaft und der optimistischen Branchenprognose von IDC und Bitkom stehen sämtliche Zeichen auf Grün.



#### 5 Produkte und Lösungen

##### Energiemanagement

PSI entwickelt in diesem Bereich Software-Produkte und Lösungen für die Steuerung und Überwachung der Versorgung mit Elektrischer Energie, Gas, Öl und Wasser. Das Angebotsspektrum reicht dabei von der Beratung und Projektarbeit bis hin zur Standardprodukten für Netznutzungsmanagement, Energiehandel (PSI*merkur*), Vertrieb, Allokation und Abrechnung im liberalisierten Energiemarkt. Als einer der europäischen Marktführer entwickelt PSI daneben Gasmanagementsysteme. Neben dem Standard SCADA umfassen die Lösungen umfangreiche Funktionen für Planung, Vertragsmanagement, Prognose, Simulation, Leckerkennung, Gasqualitätsüberwachung und Optimierung. Beim Transport von Flüssigkeiten wie Rohöl, petrochemischen Produkten, Flüssiggas oder Wasser bietet PSI Leitsysteme, die für den Einsatz in mittelgroßen und großen Pipelines und Pipelinesysteme geeignet ist. Weitergehende Funktionen wie beispielsweise Leckerkennung und -ortung (PSI*nessi*) tragen dazu bei, dass gleichzeitig umweltrechtliche Aspekte berücksichtigt werden.

Segment  
Energiemanagement





## Segment Produktionsmanagement

### Produktionsmanagement

Im Segment Produktionsmanagement entwickelt PSI Softwareprodukte und Individuallösungen für die Produktionsplanung und Produktionssteuerung. Die Software unterstützt dabei den Kundenkreis beim effizienteren Umgang mit den Ressourcen und erhöht damit vor allem Produktivität und Wirtschaftlichkeit. Zum Kundenkreis im Segment Produktionsmanagement gehören u.a. Maschinenbauer, Automobilhersteller und –zulieferer sowie Unternehmen der Metall erzeugenden Industrie. Darüber hinaus bietet PSI Logistics Systeme zur Lagerverwaltung und zur Passagier- und Luftfrachtabwicklung an Flughäfen an.

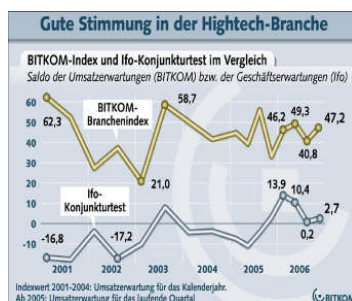
## Segment Infrastrukturmanagement

### Infrastrukturmanagement

Im neu geschaffenen Segment Infrastrukturmanagement entwickelt PSI innovative Leitsysteme für die Geschäftsfelder Telekommunikation, Verkehr, Öffentliche Sicherheit, Umwelt- und Katastrophenschutz. Im Bereich Öffentlicher Personennahverkehr (ÖPNV) und Schienenverkehr werden dabei PSI-Lösungen für die Betriebsleittechnik, Fahrgastinformation, Betriebshofmanagement, Zugabfertigung und Sicherheit eingesetzt. Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben liefert PSI darüber hinaus Komponenten, die für den Betrieb einer Einsatzleitzentrale notwendig sind. Dazu gehören Hardware, Funk, Meldesysteme, Arbeitsplatzausstattung und Alarmierungssysteme.

## 6 Branchenkonjunktur

Für die Softwarebranche sprechen derzeit eine Reihe von Faktoren, die einen Einstieg lohnenswert erscheinen lassen. Der anhaltende konjunkturelle Aufschwung, die Stimmungslage in der ITK-Branche sowie die hervorragende Konstitution der Kunden aus der Energiewirtschaft und Metallindustrie dürften sich auch weiterhin positiv auf dem Softwaremarkt bemerkbar machen.







## 7 SWOT-Analyse

Die SWOT-Analyse stellt wesentliche Indikatoren, die sich aus dem Unternehmensumfeld als auch der Unternehmensumwelt ergeben, systematisch dar. Die herauskristallisierten Chancen und Stärken, die sich tendenziell positiv auf unsere Prognosen auswirken, gleichen sich mit den zu berücksichtigenden Schwächen und Risiken aus. Eine theoriengeleitete Gewichtung der Faktoren kann allerdings nicht erfolgen. Überzeugend und viel versprechend ist aus unserer Sicht vor allem der in kurzer Zeit erarbeitete Export-Auftragseingang, der sich mittlerweile auf 33 Mio. Euro beläuft. Mit Hilfe der eingeleiteten Maßnahmen sollte es der Gesellschaft gelingen, künftig wettbewerbsfähige Bilanzkennzahlen zu erzielen. Alsdann sollte mit dem bei der Anlegerschaft wieder gewonnenen Vertrauen auf mittelfristiger Sicht die Durchsetzung von Kapitalmaßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitals durchführbar sein.

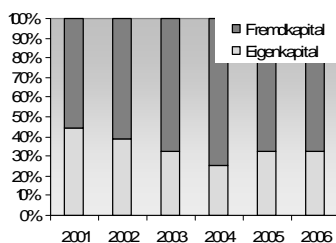
PSI AG	
<b>Stärken</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ hoher Innovationsgrad</li><li>■ langjährige Erfahrungen</li><li>■ hoch qualifizierte Mitarbeiter</li><li>■ Kundenstruktur</li><li>■ diversifiziertes Leistungsspektrum</li></ul>	<b>Schwächen</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Eigenkapitalquote</li><li>■ geringe Marge</li><li>■ geringes Handelsvolumen</li><li>■ Auslandsgeschäft</li><li>■ Shareholder Value</li></ul>
<b>Chancen</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Deregulierung der Energiemärkte</li><li>■ Auslandsmärkte (Osteuropa, China)</li><li>■ Investitionsbereitschaft Energiebereich</li><li>■ Wertschöpfungstiefe</li><li>■ Branchenkonjunktur</li></ul>	<b>Risiken</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ fragmentiertes Produktportfolio</li><li>■ finanzkräftige Wettbewerber</li><li>■ Verhandlungsmacht der Abnehmer</li><li>■ Kundenbindung bei Wettbewerber</li><li>■ hoher Fixkostenblock</li></ul>



### Investitionspolitik „Substanzaufbau“

### Analyse der Forderungen

### Ausgewählte Kennzahlen konnten verbessert werden



## 8 Bilanzanalyse

Die vergangenheitsbezogene Jahresabschlussanalyse wertet nachfolgend einige Aspekte, die sich aus der Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage im Jahresabschluss ergeben, aus.

Die Investitionen ins Anlagevermögen sind weiterhin auf einem niedrigem Niveau, allerdings überstiegen die getätigten Investitionen im Geschäftsjahr 2006 die Abschreibungen, sodass von einem Substanzverzehr nicht die Rede sein kann. Die Anlagenintensität stieg gegenüber dem Geschäftsjahr 2005 von 30,82 Prozent leicht auf 33,9 Prozent.

Der ausgewiesene Forderungsbestand blieb weitestgehend konstant. Gemessen an der Bilanzsumme belaufen sich die Forderungen zum Bilanzstichtag auf 43 Prozent der Gesamtaktiva. Im Zeitraum 2001 bis 2006 konnte die durchschnittliche Debitorenlaufzeit von 178 Tage auf 114 Tage verbessert werden. Die positive Entwicklung des Debitorenbestandes weist vor allem auf ein organisiertes Mahn- und Inkassowesen und ein aktiv geleitetes Working-Capital-Management hin.

Die Eigenkapitalquote ist verglichen mit den Wettbewerbern weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Positiv ist allerdings, dass man die Eigenkapitalquote im Zeitraum 2004 bis 2006 von 25,4 Prozent auf 32,4 Prozent steigern konnte. Ein Großteil der Schulden besteht gegenüber den eigenen Mitarbeitern, sodass ein Druck von Seiten der Kreditinstitute nicht besteht. Ein zusätzlicher positiver Aspekt ist die Rückführung der Effektivverschuldung von 78 Mio. Euro in 2001 auf 40 Mio. Euro in 2006. Ein Großteil der Schulden ist durch kurzfristig verfügbare Mittel gedeckt.



### **Working-Capital**

Das Working-Capital konnte in den vergangenen Jahren kontinuierlich verbessert werden. Die kurzfristig zur Verfügung gestellten Fremdmittel konnten zum Bilanzstichtag aus den liquiden und liquiditätsnahen Mittel des Umlaufvermögens bedient werden.

### **Umsatzentwicklung etwas enttäuschend**

Etwas enttäuschend verlief die Umsatzentwicklung im Geschäftsjahr 2006. Unsere Erwartungen wurden insgesamt nicht erfüllt. Allerdings sind wir zuversichtlich, dass das vom Vorstand angekündigte profitable Wachstum 2007 mit den Absatzerfolgen auf der Vertriebsseite deutlich die Wachstumszahlen der vergangenen Jahre übertreffen werden.

### **Aufwandsstruktur: Personalkosten dominieren**

Hinsichtlich der Aufwandsstruktur verursachen die hoch qualifizierten Mitarbeiter mit über 60 Prozent einen Großteil der Gesamtkosten. Das Lohnniveau ist mit rund 68 TEUR im IT-Bereich im Mittelfeld angesiedelt. Die Produktivität der Belegschaft konnte gegenüber dem Vorjahr leicht von 110 TEUR auf 111 TEUR gesteigert werden.

### **Cashflow-Situation „Solide“**

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit war 2006 bedingt durch verspätete Abschlusszahlungen defizitär. Die Zahlungsmittelabflüsse, die sich aus dem operativen Geschäft und der Investitionstätigkeit ergaben, gingen zu Lasten den Finanzmittelbestandes.

### **Rentabilitätskennzahlen „Auf Erholungskurs“**

Hinsichtlich der Rentabilität hinkt die PSI AG aufgrund des vollzogenen Turnarounds den Wettbewerbern weiter hinterher. Die Eigenkapitalrentabilität belief sich 2006 auf 1,48 Prozent, die Umsatzrentabilität bewegte sich um 0,36 Prozent. Aufgrund der noch mageren Renditekennziffern sind moderne Verfahren der Performancemessung (Übergewinnverfahren) im Rahmen der Shareholder-Value Ansätze noch nicht auf die PSI AG übertragbar.



## 9 Finanzplanung

### Bilanzen und Planbilanzen 2007 bis 2009

Alle Angaben in TEUR	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	8.495	7.992	7.908	7.850	7.800	7.750
Immaterielle Vermögenswerte	17.565	15.971	16.426	16.500	16.500	16.500
Anteile an assoziierten Unternehmen, bewertet „at equit	663	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzanlagen	1.334	186	67	67	67	67
Aktive latente Steuern	2.977	2.970	4.302	4.200	4.000	3.800
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>31.034</b>	<b>27.119</b>	<b>28.703</b>	<b>28.617</b>	<b>28.367</b>	<b>28.117</b>
Vorräte	2.809	2.154	1.737	1.750	1.750	1.750
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, netto	22.163	17.504	18.530	18.000	18.000	18.000
Forderungen aus langfristiger Auftragsfertigung	16.954	18.643	17.966	18.000	18.000	18.000
Sonstige Vermögenswerte	4.954	3.620	2.384	2.500	2.500	2.500
Zahlungsmittel	18.868	18.947	15.340	18.757	22.830	26.882
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>65.748</b>	<b>60.868</b>	<b>55.957</b>	<b>59.007</b>	<b>63.080</b>	<b>67.132</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>96.782</b>	<b>87.987</b>	<b>84.660</b>	<b>87.624</b>	<b>91.447</b>	<b>95.249</b>
Eigenkapital						
Gezeichnetes Kapital	28.193	31.009	31.009	31.009	31.009	31.009
Kapitalrücklage	30.898	31.772	31.772	31.772	31.772	31.772
Gewinnrücklage	1.181	1.181	1.181	1.181	1.181	1.181
Eigene Anteile	-129	0	0	0	0	0
Sonstiges Bilanzergebnis	-9	0	0	0	0	0
Bilanzverlust	0	-11	32	32	32	32
Bilanzverlust	-35.494	-35.474	-35.047	-35.047	-35.047	-35.047
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>24.640</b>	<b>28.477</b>	<b>28.947</b>	<b>28.947</b>	<b>28.947</b>	<b>28.947</b>
Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Pensionsrückstellungen	22.669	23.637	25.157	27.000	29.500	31.500
Passive latente Steuern	3.397	1.980	2.297	2.500	2.500	2.500
Sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0			
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>26.066</b>	<b>25.617</b>	<b>27.454</b>	<b>29.500</b>	<b>32.000</b>	<b>34.000</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10.273	10.022	8.412	9.000	9.500	10.000
Sonstige Verbindlichkeiten	19.099	12.862	11.885	11.000	12.000	13.000
Verbindlichkeiten aus langfristiger Auftragsfertigung	12.339	8.720	6.069	6.500	7.000	7.500
Finanzverbindlichkeiten	2.317	97	393	500	500	500
Rückstellungen	2.048	2.192	1.500	2.177	1.500	1.302
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>46.076</b>	<b>33.893</b>	<b>28.259</b>	<b>29.177</b>	<b>30.500</b>	<b>32.302</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>96.782</b>	<b>87.987</b>	<b>84.660</b>	<b>87.624</b>	<b>91.447</b>	<b>95.249</b>



Gewinn- und Verlustrechnungen – Plan-GuV

Alle Angaben in TEUR	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	115.193	116.520	117.038	125.500	128.000	132.000
Sonstige betriebliche Erträge	3.887	5.121	3.031	3.012	3.300	3.300
Bestandsveränderung	259	-407	-110	126	100	0
Materialaufwand	-22.451	-24.795	-23.893	-24.598	-25.600	-26.400
Personalaufwand	-75.749	-70.536	-70.831	-75.300	-74.240	-76.560
Abschreibungen	-3.716	-3.665	-3.130	-3.765	-3.840	-3.960
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-26.499	-22.088	-21.057	-22.590	-23.680	-24.024
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-9.076</b>	<b>150</b>	<b>1.048</b>	<b>2.385</b>	<b>4.040</b>	<b>4.356</b>
Zinserträge	290	396	318	377	384	396
Zinsaufwendungen	-3.432	-1.843	-1.701	-1.381	-1.280	-1.584
Erträge/Aufw. aus assoziierten U.	-87	42	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-12.305</b>	<b>-1.255</b>	<b>-335</b>	<b>1.381</b>	<b>3.144</b>	<b>3.168</b>
Ertragsteuern	34	1.275	762	-251	-256	-264
<b>Konzernjahresfehlbetrag</b>	<b>-12.271</b>	<b>20</b>	<b>427</b>	<b>1.130</b>	<b>2.888</b>	<b>2.904</b>
Durchschnittlich im Umlauf befindliche Aktien (in Taus)	11.010	11.986	12.113	12.113	12.113	12.113
Konzernfehlbetrag je Aktie (in Euro)	-1,11	0	0,04	0,09	0,24	0,24

**Anmerkung:**

Wir rechnen in der Detailplanungsphase mit verhältnismäßig moderaten Wachstumsraten des Umsatzes, die zwischen einem und sieben Prozent schwanken. Der Restrukturierungsprozess dürfte weitestgehend abgeschlossen sein, sodass mit außerplanmäßigen Wertminderungen nicht mehr zu rechnen ist. Mit dem Einfrieren der betrieblichen Altersversorgung dürfte das Betriebsergebnis überproportional stark ansteigen.



## 10 Unternehmensbewertung

### 10.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein zweistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2007 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.

#### Entity Approach

#### Bewertungsstichtag 01.04.2007

#### 2-Phasen-Modell

#### Wachstum im Terminal Value 2,5 Prozent

Ermittlung der operativen Free-cash flows						
Angaben in TEUR	Pro-Forma Ergebnisse			Plan		
	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern	-9.076	150	1.048	2.385	4.040	4.356
- adaptierte Steuern auf das EBIT	0	58	403	-203	-343	-1.677
<b>=NOPLAT</b>	-9.076	208	1.451	2.182	3.697	2.679
+ Abschreibungen	3716,0	3665,0	3130,0	3765,0	3840,0	3960,0
<i>Rückstellungen</i>	24.717	25.829	26.657	29.177	31.000	32.802
+ Erhöhung (-Verminderung) Rückstellungen	573	1.112	828	2.520	1.823	1.802
<b>= (operativer) Brutto-Cash-flow</b>	-4.787	4.985	5.409	8.467	9.360	8.441
- Investitionen ins Anlagevermögen	-4.800	-1.600	-3.500	-1.800	-2.000	-1.850
<i>Working Capital</i>	18868	18947	15340	19887	26848	33804
- Erhöhung (+ Verminderung) des WC	-1898	-79	3607	-4547	-6961	-6956
<b>= Operativer Free Cash-flow (oFCF)</b>	-11.485	3.306	5.516	2.120	399	-365

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007





## 10.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die Zielkapitalstruktur sich in den kommenden Geschäftsjahren verbessern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart).

DCF-Parameter	
Risk-free rate	4,04
Risk premium	7,00
Beta	1,50
Longterm growth rate	2,5
Cost of equity	14,35
Cost of debt	7,46
WACC	11,25

Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematische Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 6 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex Prime Software Index.

## 10.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 7,50. Er ist damit um 58,9 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 4,59). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 5,82 Euro und 10,67 Euro.



Sensitivität: Aktie									
Wachstum	9,25	9,75	10,25	10,75	11,25	11,75	12,25	12,75	13,25
1,50%	8,32	7,89	7,50	7,15	6,84	6,55	6,29	6,04	5,82
2,00%	8,80	8,32	7,88	7,51	7,14	6,83	6,54	6,29	6,03
2,50%	9,34	8,81	8,30	7,89	<b>7,50</b>	7,13	6,83	6,53	6,28
3,00%	9,96	9,33	8,82	8,29	7,87	7,51	7,12	6,82	6,53
3,50%	10,67	9,95	9,32	8,83	8,29	7,86	7,49	7,14	6,81

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

Sensitivität: Marktkapitalisierung									
Wachstum	9,25	9,75	10,25	10,75	11,25	11,75	12,25	12,75	13,25
1,50%	100,78	95,57	90,85	86,61	82,85	79,34	76,19	73,16	70,50
2,00%	106,59	100,78	95,45	90,97	86,49	82,73	79,22	76,19	73,04
2,50%	113,14	106,72	100,54	95,57	<b>90,85</b>	86,37	82,73	79,10	76,07
3,00%	120,65	113,01	106,84	100,42	95,33	90,97	86,24	82,61	79,10
3,50%	129,25	120,52	112,89	106,96	100,42	95,21	90,73	86,49	82,49

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

## 11 Vergleichende Marktbewertung (Trading Approach)

Die Bewertung eines Unternehmens soll entsprechend dem DVFA-Leitfaden für Unternehmensbewertungen im Aktienresearch grundsätzlich mit Hilfe von mindestens zwei unterschiedlichen Bewertungsverfahren erfolgen. Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertmethoden u.a. die Multiplikatormethoden, die für Plausibilisierungszwecke im Rahmen von Unternehmensbewertungen zunehmend angewandt werden. Die Multiplikatorverfahren basieren dabei auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.



Sämtliche Angaben entstammen aus folgenden Quellen:

- Finanzberichterstattung der PSI AG sowie die der Vergleichsunternehmen
- Brancheninformationen
- Börseninformationsdienst FactSet JCF

Auswahl der Vergleichsunternehmen

Die Auswahl der Vergleichsunternehmen richtet sich primär nach der Branchenzugehörigkeit und dem Sitz der Gesellschaft. Eine weitere Differenzierung der im ersten Schritt identifizierten Vergleichsunternehmen wurde nicht vorgenommen, sodass letztendlich in unsere Vergleichsgruppe neun Unternehmen aufgenommen wurden. Im Ergebnis stellen sich die Vergleichsunternehmen wie folgt dar:

	Vergleichsunternehmen	Sitz	Geschäftsmodell
1	Nemetschek	+	+
2	Software AG	+	+
3	Wirecard	+	+
4	Itelligence	+	+
5	IDS Scheer	+	+
6	Brain Force	-	+
7	Computerlinks	+	+
8	Cenit	+	+
9	Cancom	+	+
10	PSI	+	+



## **BRAIN FORCE HOLDING AG**

BRAIN FORCE ist der internationale Anbieter von Managed Services. An der Spitze des Konzerns steht die in Wien angesiedelte BRAIN FORCE HOLDING AG. BRAIN FORCE verfügt derzeit über 1200 feste und freie Mitarbeiter und ist mit 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern präsent. Im Geschäftsjahr 2006 erzielte BRAIN FORCE einen Umsatz von 88,53 Millionen Euro, ein EBITDA von 6,51 Millionen Euro und ein EBIT von 2,92 Millionen Euro.

### **ComputerLinks**

COMPUTERLINKS versteht sich als Partner von Resellern, Systemintegratoren und OEMs. COMPUTERLINKS ist heute größter europäischer Value Added Distributor für marktführende internationale Hersteller. Die strategischen Ziele lauten Ausbau der europäischen Marktführerschaft durch Gründung weiterer Standorte, Erweiterung der bestehenden Herstellerverträge auf alle europäischen Niederlassungen sowie sinnvolle Diversifizierung des Produktportfolios. Derzeit beschäftigt die Gesellschaft 377 Mitarbeiter.

### **Cancom IT Systeme AG**

Die CANCOM-Gruppe zählt zu den vier größten herstellerunabhängigen Systemhäusern Deutschlands. CANCOM ist u.a. einer der größten deutschen Lizenzierungspartner von Microsoft im Bereich Mittelstandslizenzen und einer der größten HP-Partner in Deutschland. CANCOM verfügt über 24 Standorte in Deutschland, Großbritannien, Österreich und der Schweiz. Der Firmensitz befindet sich in Jettingen-Scheppach.



## **IDS Scheer**

Das Software- und Beratungshaus IDS Scheer entwickelt Lösungen für Geschäftsprozessmanagement in Unternehmen und Behörden. Mit der ARIS Platform for Process Excellence bietet IDS Scheer ein integriertes und vollständiges Werkzeug-Portfolio für Strategie, Design, Implementierung und Controlling von Geschäftsprozessen. Dank des Ansatzes ARIS Value Engineering (AVE) bauen die Berater von IDS Scheer in den Organisationen ihrer Kunden Brücken zwischen Unternehmensstrategie, Prozessen, IT-Lösungen und der Kontrolle des laufenden Betriebs. IDS Scheer wurde 1984 von Prof. Dr. Dr. h.c. mult. August-Wilhelm Scheer gegründet und betreut derzeit ca. 6.000 Kunden in über 70 Ländern mit eigenen Niederlassungen bzw. Partnern. Die IDS Scheer Gruppe erwirtschaftete 2006 einen Umsatz von etwa 354 Mio. Euro. Das Unternehmen beschäftigt weltweit über 2800 Mitarbeiter und ist an der Frankfurter Börse im TecDAX gelistet.

## **Itelligence**

Itelligence ist ein international führender IT-Komplettdienstleister im SAP-Umfeld. Als Full Service Provider hat sich itelligence auf das SAP-Geschäft konzentriert. itelligence beschäftigt weltweit rd. 1.100 Mitarbeiter, davon rd. 550 in Deutschland/Österreich und ist in 15 Ländern mit 31 Niederlassungen vertreten, davon 10 Geschäftsstellen in Deutschland. In 2006 erzielte die Gruppe einen Gesamtumsatz von 163,8 Mio. Euro.

## **Software AG**

Software AG gehört zu den Weltmarktführern bei unternehmenskritischen Softwareinfrastruktur-Lösungen, die auf offenen Standards beruhen. Sie ist führend bei serviceorientierten Architekturen (SOA) und unterstützt ihre Kunden dabei, leistungsfähige Unternehmensanwendungen zu entwickeln, ganz besonders in heterogenen IT-Umgebungen. Die Software AG hat mehr als 35 Jahre internationale Erfahrung und ist mit 2.700 Mitarbeitern in 70 Ländern vertreten. Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Deutschland und ist im TecDAX der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. 2006 erzielte die Software AG einen Umsatz von 483 Millionen Euro.



## **Nemetschek**

Die Nemetschek Gruppe ist ein international führendes IT-Unternehmen der AEC-Branche (Architecture, Engineering, Construction). Das Softwarehaus entwickelt integrierte Lösungen für alle Phasen des Lebenszyklus von Gebäuden und Immobilien – vom Planen über das Bauen bis hin zum Nutzen. Die Produkte sind aktuell bei über 270.000 Unternehmen in 142 Ländern und in 16 Sprachen im Einsatz und optimieren den gesamten Entstehungs- und Nutzungsprozess von Bauwerken hinsichtlich Qualität, Kosten und Zeitaufwand. Nemetschek wurde 1963 von Prof. Nemetschek gegründet und beschäftigt in 2007 weltweit über 1.000 Mitarbeiter. Der Konzern erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2006 einen Umsatz von 107,5 Mio. EUR.

## **Wirecard**

Die Wirecard AG ist einer der führenden internationalen Anbieter für elektronische Zahlungssysteme und Risikomanagement. Das Unternehmen bietet seinen Kunden eine Vielzahl nationaler und globaler Zahlungsoptionen sowie Branchen- und Länderspezifisches Risikomanagement zur Minimierung von Forderungsausfällen. Die Wirecard Bank AG ist Principal Member von VISA, MasterCard Europe, JCB International und ergänzt das Leistungsportfolio. Die Wirecard Software-Plattform wird weltweit von über 6.000 Unternehmen, darunter dba, Gulf Air, HSE24 und QVC, genutzt. Die Wirecard AG ist an der Frankfurter Wertpapierbörse im TecDAX notiert.

## **Cenit**

Als Spezialist für Product Lifecycle Management, Enterprise Content Management Lösungen und Application Management Outsourcing ist das Unternehmen seit 1988 aktiv. CENIT ist im Prime Standard der Deutschen Börse notierte und beschäftigt heute über 570 Mitarbeiter. CENIT arbeitet u.a. für Kunden wie Allianz, BMW, DaimlerChrysler, EADS Airbus, LBS, Metro oder VW. Ein Großteil der Kunden kommt aus dem Mittelstand, dort insbesondere aus dem Umfeld der Automobilindustrie und dem Maschinenbau wie zum Beispiel Dürr, ISE, Emil Bucher oder Webasto.





Zusammengestellte Schätzungen der Vergleichsunternehmen (Angaben in Euro)

Peer Group - Referenzunternehmen Prime Software Performance Index										
Mio. € bzw. € je Aktie	Kurs	Market Cap.	Umsatzerlöse		EBITDA		EBIT		EPS	
			2006	2007e	2006	2007e	2006	2007e	2006	2007e
Brain Force Holding AG	3,30	51,55	91,29	109,51	7,10	10,93	3,05	5,92	0,20	0,29
Computerlinks	16,45	112,25	383,44	445,76	15,21	17,92	14,44	17,43	1,30	1,54
Cancom IT	3,87	40,00	257,50	295,85	5,20	6,90	4,10	5,70	0,20	0,35
IDS Scheer	15,42	495,55	345,49	379,44	38,72	48,91	31,56	42,60	0,61	0,81
Itelligence	4,43	102,45	157,25	170,99	10,71	13,50	6,66	9,44	0,19	0,26
Software AG	66,80	1.916,00	483,40	531,21	118,24	137,25	110,24	128,63	2,59	3,02
Nemetschek	25,55	250,06	107,50	110,00	20,76	22,21	17,91	18,82	1,40	1,52
Wirecard	9,98	787,99	80,81	123,75	19,61	33,50	18,59	32,13	0,20	0,34
Cenit	12,65	107,53	80,70	86,35	11,95	14,04	11,01	13,01	0,94	1,10
PSI AG	4,57	55,60	122,10	129,50	4,63	7,97	2,10	3,20	0,08	0,27

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

Aufbereitung der Multiplikatoren und Darstellung der Bewertungsbandbreiten										
in Mio. € bzw. in € je Aktie	EV/Umsatzerlöse		EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Brain Force	0,56	0,83	7,26	8,35	16,90	15,42	16,50	11,38	3,34	5,41
Computerlinks	0,29	0,86	7,38	21,40	7,77	22,00	12,65	10,68	3,77	3,91
Cancom IT	0,16	0,87	7,69	37,32	9,76	45,18	19,35	11,06	1,59	1,93
IDS Scheer	1,43	0,91	12,80	7,06	15,70	8,11	25,28	19,04	9,13	11,23
Itelligence	0,65	0,92	9,57	11,65	15,38	16,66	23,32	17,04	4,24	5,52
Software AG	3,96	0,91	16,20	3,52	17,38	3,76	25,79	22,12	22,81	24,21
Nemetschek	2,33	0,98	12,05	4,84	13,96	5,71	18,25	16,81	16,66	17,11
Wirecard	9,75	0,65	40,18	2,41	42,39	2,52	49,90	29,35	23,00	25,96
Cenit	1,33	0,93	9,00	5,75	9,77	6,20	13,46	11,50	13,64	15,07
PSI AG	0,46	0,94	12,01	15,32	26,48	38,16	57,13	16,93	1,72	2,47
Mittelwert	2,27	0,87	13,57	11,37	16,56	13,95	22,72	16,55	10,91	12,26
Median	1,33	0,91	9,57	7,06	15,38	8,11	19,35	16,81	9,13	11,23
Minimum	0,16	0,65	7,26	2,41	7,77	2,52	12,65	10,68	1,59	1,93
Maximum	9,75	0,98	40,18	37,32	42,39	45,18	49,90	29,35	23,00	25,96
Spektrum	277,7	113,2	62,8	90,6	34,8	44,6	7,7	54,4		
	162,7	117,8	44,3	56,3	32,3	26,0	30,2	55,2		
Equity Value	220,22	115,54	53,56	73,45	33,54	35,30	18,94	54,80		
Market Cap.	55,60	55,60	55,60	55,60	55,60	55,60	55,60	55,60		

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



## 12 Zusammenfassende Auswertung der Analyseergebnisse

Auf Basis des KGV-Multiplikatoren ergibt sich für PSI AG eine Bandbreite von EUR 54,4 und 55,2 Mio. Euro. Dies entspricht weitestgehend der aktuellen Marktkapitalisierung. Allerdings wird der KGV-Multiplikator durch den Verschuldungsgrad und den unterschiedlichen steuerlichen Sachverhalten beeinflusst. Daher ist die Heranziehung des EV/EBITDA-Multikators unseres Erachtens zweckmäßiger.

Die sich danach ergebende Bandbreite entspricht einem Kursziel in Höhe von EUR 7,48 bis EUR 4,65. Aufgrund der günstigen Auftragslage, der erfolgreichen Umstrukturierung und der zahlreichen Neuaufträge im Ausland entspricht unseres Erachtens ein Kurs von 7,50 Euro eher dem Fair Value. Insgesamt halten wir unter Berücksichtigung aller Umstände die ermittelten Unternehmenswerte aus der vergleichenden Marktbewertung für plausibel.

Darüber hinaus sind wir der Auffassung, dass der Erfolgskurs im Geschäftsjahr 2007 aufrecht erhalten werden kann. Mit Hilfe der organisatorischen Maßnahmen und der Produktentwicklungen im Bereich Energiehandel und Energievertrieb ist man unseres Erachtens bestens für die Zukunft gerüstet. Allerdings hat sich gezeigt, dass die PSI AG bei bestimmten Bilanzkennzahlen wie Eigenkapitalquote und Renditekennzahlen Schwächen aufweist. Als fairer Wert für die PSI AG ergibt sich aus unserem DCF-Modell ein Shareholder Value von knapp 91 Mio. Euro bzw. 7,50 Euro je Aktie. Wir bestätigen unsere Empfehlung vom 28. November 2006 und raten weiter zum Kauf.



## 13 Kontakt

PSI AG

Telefon: + 49 (0) 30 / 28 01 – 27 27

Telefax: + 49 (0) 30 / 28 01 – 10 00

Dircksenstraße 42-44  
D-10178 Berlin

Head of IR: Herr Karsten Pirschke

Mail: ir@psi.de

<b>DR. KALLIWODA   RESEARCH</b>		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Wolfgang Neuner</b> E-Mail: <a href="mailto:wn@kalliwoda.com">wn@kalliwoda.com</a>	MBA (Candidate 2008 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg**

**Reuters**

**Thomson Financial**

**JCF Factset**

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA





## 14 DISCLAIMER

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

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH 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.

Company	Date	Rating	Price	Price target
PSI AG	18.07.2005	Buy	3,95	6,20
PSI AG	07.11.2005	Buy	4,20	5,80
PSI AG	22.05.2006	Buy	5,85	9,40
PSI AG	18.10.2006	Buy	4,75	7,41
PSI AG	28.11.2006	Buy	4,14	7,30
PSI AG	17.04.2007	Buy	4,61	7,50

## 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.