

Update

BUY

Target Price: 13,90 EUR

PSI AG

Schätzungen angepasst 

Branche: Software/Technologie
Land: Deutschland
WKN: A0Z1JH
Reuters: PSAGn.DE
Webseite: www.psi.de

Kurs aktuell:		12,35
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	13,13	7,15
Marktkap. (Mio. EUR)		193,9
Anzahl Aktien (in Mio.)		15,7

Aktionäre

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

Performance

4 Wochen	-0,6%
13 Wochen	2,5%
26 Wochen	32,8%
52 Wochen	31,4%
lfd. Jahr	34,2%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0,0%
2009	0,21	50,0%
2010e	0,31	50,0%
2011e	0,34	50,0%



Die Ziele im Blick

- Sowohl auf Quartals- als auch auf Halbjahresbasis konnte der Umsatz deutlich gesteigert werden. Mit 77,1 Mio. Euro Umsatz in H1 lag der Zuwachs bei 18 Prozent, im Quartalsvergleich bei 15 Prozent. EBITDA (+19 Prozent) und EBIT (+6 Prozent) stiegen ebenfalls deutlich. Infolge höherer latenter Steuern lag das Konzernergebnis in H1 mit 2,2 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert (2,6 Mio. Euro). Das Management hat die Ziele für das Gesamtjahr bestätigt.
- Wie in Q1 konnten auch in den ersten sechs Monaten alle Segmente ihren Umsatz steigern. Den größten Zuwachs erzielte (u.a. akquisitionsbedingt) das Infrastrukturmanagement. Die Segmente Infrastrukturmanagement und Energiemanagement konnten ein höheres operatives Ergebnis melden. Aufgrund von Investitionen in das neue Produkt PSImining und Abschreibungen aus Kaufpreisallokation sank das Betriebsergebnis im Bereich Produktionsmanagement.
- PSI tätigte Investitionen in neue Produkte (PSImining, die neue Tochtergesellschaft Cellus GmbH mit ihren Lösungen im Bereich Push-To-Talk over Cellular) sowie Investitionen in den Ausbau des Standortes Aschaffenburg. Diese Investitionen belasten zwar aktuell das Ergebnis bzw. verringern die liquiden Mittel der Gesellschaft. In der Zukunft sollten sich die Investitionen jedoch auszahlen und zum weiteren Wachstum von PSI beitragen.
- Nicht nur der gestiegene Auftragszugang von PSI stimmt uns positiv. Das Management erwartet verstärkt Aufträge aus der Golf-Region. Auch in Südostasien, wo PSI mit der Tochter inControl Tech vertreten ist, erwarten wir weiter Wachstum. Im Heimatmarkt und Europa wird die weitere Entwicklung hin zu Smart Grids und Supergrids für Nachfrage bei PSI sorgen.
- Aufgrund der guten Zahlen und weiterhin positiven Aussichten haben wir unsere Schätzungen leicht angepasst. Der neue faire Wert liegt bei 13,91 Euro. Unsere Empfehlung lautet weiterhin Kaufen.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	128,9	147,0	161,2	174,1	184,5
EBITDA	8,87	11,45	15,47	18,03	21,82
EBIT	6,23	7,81	12,05	14,54	18,30
Nettoergebnis	4,14	6,60	9,60	10,55	11,79
EPS	0,34	0,46	0,61	0,67	0,75
BVPS	2,79	4,67	4,78	5,09	5,48
CFPS	0,65	0,74	0,90	1,06	1,30
RoE	12,28%	9,96%	12,79%	13,20%	13,71%
RoS	3,21 %	4,49 %	5,96 %	6,06 %	6,39 %
EBIT margin	4,84 %	5,32 %	7,47 %	8,35 %	9,91 %

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

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

Inhalt

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

1. Unternehmensprofil

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

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

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

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

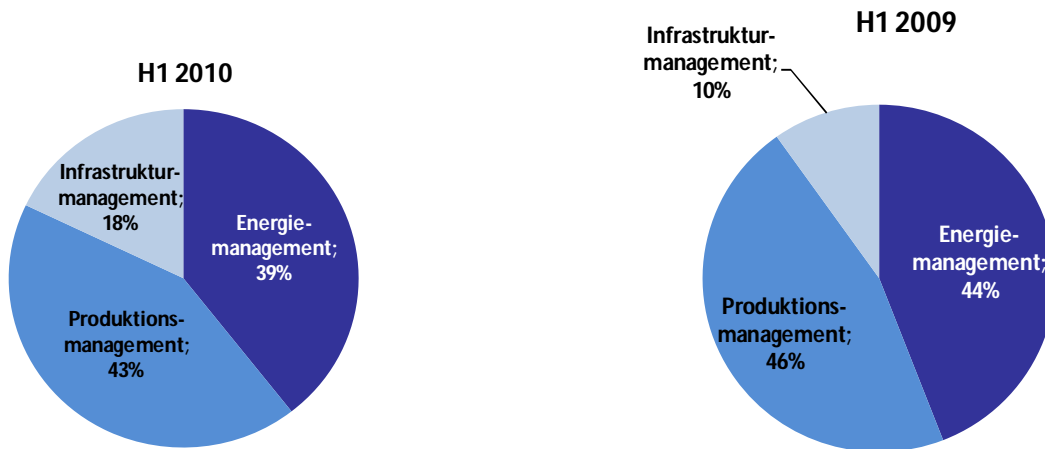
Im Bereich Infrastruktur werden neben leittechnischen Lösungen für Verkehrssysteme und Betriebe (S-Bahn Berlin, S-Bahn Hamburg) Anwendungen für das Netz- und Servicemanagement von Telekommunikationsunternehmen (Vodafone) sowie Leitsysteme für Katastrophenschutz und Öffentliche Sicherheit für Behörden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

2. Geschäftsentwicklung

PSI konnte seinen Umsatz im zweiten Quartal um 15 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal auf 39,9 Mio. Euro steigern. Für die erste Jahreshälfte ergab sich ein Wert von 77,1 Mio. Euro, was einem Anstieg von 18 Prozent entspricht. Auch das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen in H1 konnte mit 19 Prozent auf 5,8 Mio. Euro deutlich gesteigert werden. Das EBIT stieg um 6 Prozent auf 3,7 Mio. Euro. Vor Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen lag dieser Wert bei 4,5 Mio. Euro. Während der Auftragseingang im ersten Halbjahr gesteigert werden konnte (+9 Prozent auf 93 Mio. Euro), lag der Auftragsbestand unter dem Wert vor einem Jahr (-4 Prozent auf 114 Mio. Euro).

Segmente

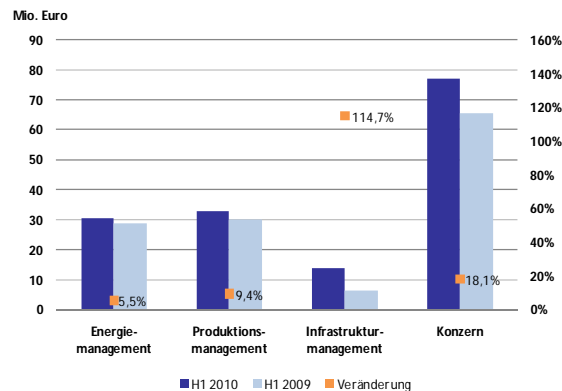
Umsatzverteilung nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

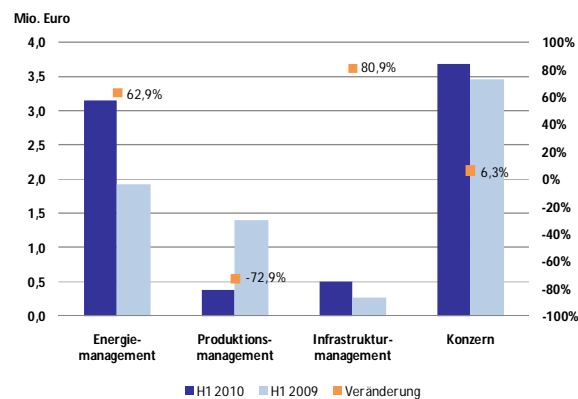
Das Segment Energiemanagement erzielte im ersten Halbjahr einen Umsatz von 30,4 Mio. Euro, was einer Zunahme von 6 Prozent entspricht. Das operative Ergebnis stieg ebenfalls, von 1,9 Mio. Euro vor Jahresfrist auf 3,1 Mio. Euro in H1 2010, hauptsächlich durch den Abschluss wichtiger Projekte. Das Management rechnet für die zweite Jahreshälfte sowohl im In- als auch im Ausland mit einer weiterhin hohen Nachfrage.

Umsatz nach Segmenten



Im Segment Produktionsmanagement konnte der Umsatz um 9 Prozent gegenüber H1 2009 gesteigert werden. Er lag damit bei 32,9 Mio. Euro. Wegen Investitionen in das neue Produkt PSImining und Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen fiel das Betriebsergebnis von 1,4 Mio. Euro im Vorjahr auf 0,4 Mio. Euro.

EBIT nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Unter anderem bedingt durch die Übernahme der inControl Tech Gruppe im vergangenen Jahr stieg der Umsatz im Segment Infrastrukturmanagement im Vergleich zum Vorjahr auf mehr als das Doppelte (H1 2010: 13,8 Mio. Euro, H1 2009: 6,4 Mio. Euro). Insbesondere in Südostasien konnten in Q2 Aufträge gewonnen werden. Auch für die nahe Zukunft wird hier eine hohe Nachfrage erwartet. Dafür ist die in dieser Region ansässige inControl Tech Gruppe ein wichtiger Faktor. Das operative Ergebnis nahm auf 0,5 Mio. Euro zu, trotz Abschreibungen aus Kaufpreisallokation und weiteren Investitionen in die neue Tochtergesellschaft Celllls GmbH. Vor einem Jahr lag dieser Wert bei 0,3 Mio. Euro.

Cash Flow

Der operative Cash Flow des ersten Halbjahres war deutlich negativ (-2,7 Mio. Euro). Dies resultiert insbesondere aus einer Erhöhung des Working Capital. Daneben reduzierten die Dividendenzahlung und bauliche Investitionen am Standort Aschaffenburg die liquiden Mittel auf 13,5 Mio. Euro. Zum Ende des ersten Quartals konnte PSI noch 19,6 Mio. Euro an liquiden Mitteln ausweisen.

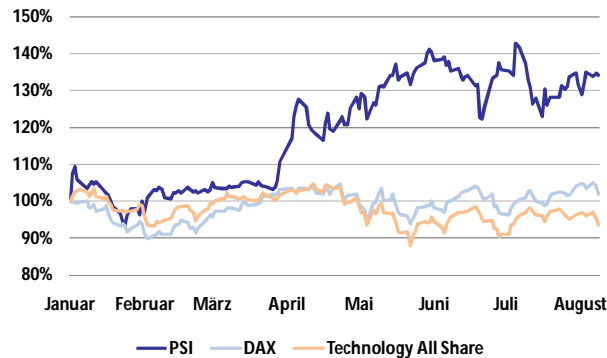
Ausblick

Der Ausblick bleibt positiv. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Produkten von PSI weiter hoch bleiben wird. Insbesondere in stark wachsenden Volkswirtschaften wie Osteuropa und Südostasien sollten der Ausbau von Energie- und Infrastrukturnetzen weiter wachsen und damit auch die Nachfrage nach Lösungen zur Effizienzsteigerung. Aus der Golfregion erwartet PSI in nächster Zeit verstärkt Aufträge. Der Trend zu Smart Grids und Super Grids in den entwickelten Ländern verspricht ebenfalls Wachstumspotenzial für PSI.

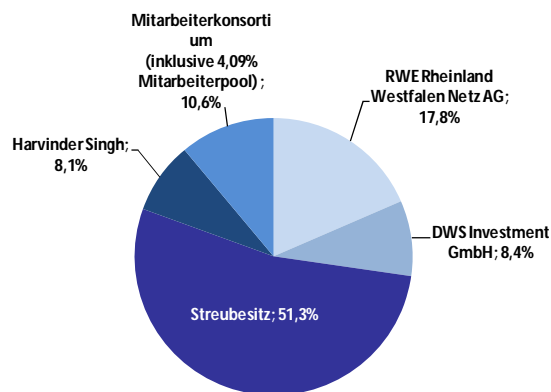
3. Aktie

Im Jahr 2010 läuft die Aktie der PSI AG deutlich besser als der DAX und der Technology All Share Index. Das bisherige Jahreshoch erreichte sie Anfang Juli bei 13,13 Euro. Nach Überwindung einer leichten Schwächephase im Februar notierte die PSI Aktie immer im Plus. Dabei waren Zuwächse bis über 40 Prozent zu verzeichnen. Aktuell liegt sie bei 12,35 Euro, was einer Performance von 34 Prozent gegenüber dem Jahresbeginn bedeutet.

Aktienkursverlauf 2010



Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Die Aktionärsstruktur ist geprägt von einigen Großaktionären und einem hohen Anteil durch Mitarbeiter gehaltene Aktien. Über das Mitarbeiterkonsortium werden 10,61 Prozent gehalten. Daneben besitzen Manager und Mitarbeiter von PSI einen relevanten Anteil des Streubesitzes, der insgesamt 51,3 Prozent am Grundkapital ausmacht.

4. Finanzteil

4.1. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - PSI AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	123.184	128.851	146.985	161.200	174.096	184.542	195.614
Sonstige betriebliche Erträge	3.183	2.449	3.590	3.074	3.038	3.396	3.169
Bestandsveränderung	-72	-48	71	-16	2	20	2
Materialaufwand	-25.646	-22.142	-28.487	-29.500	-31.839	-33.396	-35.657
Rohergebnis	100.649	109.110	122.159	134.758	145.297	154.561	163.128
Personalaufwand	-71.745	-75.331	-83.628	-90.272	-96.623	-101.498	-105.632
Abschreibungen	-3.119	-2.638	-3.631	-3.423	-3.491	-3.526	-3.597
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-21.720	-24.911	-27.086	-29.016	-30.641	-31.241	-33.254
Betriebsergebnis	4.065	6.230	7.814	12.047	14.541	18.296	20.645
Zinserträge	459	682	607	707	801	807	871
Zinsaufwendungen	-1.583	-1.632	-1.758	-2.014	-2.154	-2.265	-2.422
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten U.	0	0	282	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	2.941	5.280	6.945	10.740	13.188	16.838	19.094
Ertragsteuern	-1.074	-1.140	-342	-1.140	-2.638	-5.051	-5.728
Konzernjahresüberschuss	1.867	4.140	6.603	9.600	10.550	11.786	13.366
Anzahl Aktien (in Tausend Stück)	12.113	12.082	14.201	15.697	15.697	15.697	15.697
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,15	0,34	0,46	0,61	0,67	0,75	0,85
Profit & Loss (Year on Year)							
Umsatzerlöse		4,6 %	11,2 %	9,7 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %
Sonstige betriebliche Erträge		-23,1 %	17,9 %	-14,4 %	-1,2 %	11,8 %	-6,7 %
Bestandsveränderung		-33,3 %	59,7 %	-123,0 %	-113,6 %	796,0 %	-90,3 %
Materialaufwand		-13,7 %	19,7 %	3,6 %	7,9 %	4,9 %	6,8 %
Rohergebnis		8,4 %	9,6 %	10,3 %	7,8 %	6,4 %	5,5 %
Personalaufwand		4,7 %	8,4 %	7,9 %	7,0 %	5,0 %	4,1 %
Abschreibungen		-15,4 %	2,0 %	-5,7 %	2,0 %	1,0 %	2,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen		14,7 %	8,7 %	7,1 %	5,6 %	2,0 %	6,4 %
Betriebsergebnis		62,2 %	30,7 %	54,2 %	20,7 %	25,8 %	12,8 %
Zinserträge		48,6 %	-25,5 %	16,4 %	13,4 %	0,7 %	8,0 %
Zinsaufwendungen		3,1 %	1,3 %	14,5 %	7,0 %	5,2 %	6,9 %
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten U.							
Ergebnis vor Steuern		94,4 %	32,6 %	54,6 %	22,8 %	27,7 %	13,4 %
Ertragsteuern		13,2 %	-38,6 %	233,3 %	131,4 %	91,5 %	13,4 %
Konzernjahresüberschuss		142,2 %	52,2 %	45,4 %	9,9 %	11,7 %	13,4 %
Profit & Loss (% of Revenues)							
Umsatzerlöse	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Sonstige betriebliche Erträge	2,6%	1,9%	2,4%	1,9%	1,7%	1,8%	1,6%
Bestandsveränderung	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Materialaufwand	-20,8%	-17,2%	-19,4%	-18,3%	-18,3%	-18,1%	-18,2%
Rohergebnis	81,7%	84,7%	83,1%	83,6%	83,5%	83,8%	83,4%
Personalaufwand	-58,2%	-58,5%	-56,9%	-56,0%	-55,5%	-55,0%	-54,0%
Abschreibungen	-2,5%	-2,0%	-2,5%	-2,1%	-2,0%	-1,9%	-1,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,6%	-19,3%	-18,4%	-18,0%	-17,6%	-16,9%	-17,0%
Betriebsergebnis	3,3%	4,8%	5,3%	7,5%	8,4%	9,9%	10,6%
Zinserträge	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%
Zinsaufwendungen	-1,3%	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten U.	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ergebnis vor Steuern	2,4%	4,1%	4,7%	6,7%	7,6%	9,1%	9,8%
Ertragsteuern	-0,9%	-0,9%	-0,2%	-0,7%	-1,5%	-2,7%	-2,9%
Konzernjahresüberschuss	1,5%	3,2%	4,5%	6,0%	6,1%	6,4%	6,8%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

4.2. Bilanzen

Bilanzen - PSI AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Sachanlagen	7.745	8.002	9.344	11.936	12.221	12.904	13.272
Immaterielle Vermögenswerte	15.030	18.658	48.585	47.267	45.443	43.527	41.648
Anteile an assoziierten Unternehmen	0	0	359	359	359	359	359
Sonstige Finanzanlagen	20	0	0	0	0	0	0
Aktive latente Steuern	3.642	2.373	2.904	3.081	3.002	2.972	2.845
Summe langfristige Vermögenswerte	26.437	29.033	61.192	62.643	61.025	59.762	58.124
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Vorräte	990	1.681	2.837	3.121	3.265	3.428	3.463
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, netto	22.255	23.253	33.751	33.751	36.070	37.268	39.131
Forderungen aus langfristiger Auftragsfertigung	19.130	22.636	32.686	34.974	35.407	37.198	38.686
Sonstige Vermögenswerte	2.790	2.365	3.504	2.786	2.885	3.242	3.214
Zahlungsmittel	18.948	23.650	20.765	21.040	22.386	24.774	29.875
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64.113	73.585	93.543	95.672	100.013	105.910	114.369
Bilanzsumme	90.550	102.618	154.735	158.315	161.038	165.672	172.493
Passiva							
<u>Eigenkapital</u>							
Gezeichnetes Kapital	31.009	30.464	40.185	40.185	40.185	40.185	40.185
Kapitalrücklage	31.772	31.642	35.244	35.244	35.244	35.244	35.244
Gewinnrücklage	0	0	0	0	0	0	0
Eigene Anteile	0	-26	0	0	0	0	0
Sonstige Rücklagen	-582	275	-1.589	538	132	298	-322
Bilanzgewinn/-verlust	-32.772	-28.632	-7.551	-933	4.342	10.235	16.918
Summe Eigenkapital	29.427	33.723	66.289	75.034	79.903	85.962	92.025
<u>Langfristige Verbindlichkeiten</u>							
Finanzverbindlichkeiten	0	0	843	757	882	800	952
Pensionsrückstellungen	27.391	26.653	30.096	30.397	30.093	30.695	31.816
Passive latente Steuern	1.990	2.164	2.314	2.360	2.337	2.313	2.290
Sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Summe langfristige Verbindlichkeiten	29.381	28.817	33.253	33.514	33.312	33.808	35.058
<u>Kurzfristige Verbindlichkeiten</u>							
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	9.386	9.558	14.610	13.802	13.940	13.382	13.650
Sonstige Verbindlichkeiten	14.291	18.113	23.147	21.811	20.024	19.195	18.407
Verb. aus langfristiger Auftragsfertigung	6.685	11.126	15.398	12.864	12.122	11.868	11.654
Finanzverbindlichkeiten	305	341	1.561	635	1.098	867	982
Rückstellungen	1.075	940	477	655	639	590	716
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	31.742	40.078	55.193	49.767	47.823	45.902	45.410
Bilanzsumme	90.550	102.618	154.735	158.315	161.038	165.672	172.493

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

4.3. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - PSI AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit							
Konzernergebnis vor Ertragsteuern	2.941	5.280	6.945	10.740	13.188	16.838	19.094
Abschreibung auf immaterielle Vermögenswerte	1.498	992	1.758	1.746	1.711	1.834	1.834
Abschreibung auf Sachanlagen	1.458	1.617	1.873	1.677	1.781	1.693	1.762
Aufwendungen aus Anlageabgängen	22	33	28	28	30	28	29
Zinserträge	-459	-682	-437	-707	-801	-807	-871
Zinsaufwendungen	1.583	1.632	1.758	2.014	2.154	2.265	2.422
Fremdwährungsgewinne / -verluste	63	-148	1	63	50	-103	-10
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge / Aufwendungen	-1.336	0	-166	0	0	0	0
Brutto Cashflow	5.770	8.724	11.760	15.561	18.112	21.748	24.260
<u>Veränderung des Working Capitals</u>							
Veränderung der Vorräte	747	712	2.260	-284	-144	-163	-34
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-5.587	-4.225	-10.198	-2.288	-2.752	-2.989	-3.351
Veränderung der sonstigen Vermögenswerte	-1.203	1.136	-824	718	-99	-357	28
Veränderung der Rückstellungen	-990	-1.286	-1.503	347	-328	578	1.098
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.058	-12	2.291	-3.342	-604	-811	53
Veränderung der sonstigen Verbindlichkeiten	3.478	5.705	1.269	-1.336	-1.787	-829	-788
Gezahlte Zinsen	-96	-90	-161	-96	-100	-132	-119
Gezahlte Ertragsteuern	-137	-771	-493	-1.140	-2.638	-5.051	-5.728
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	3.040	9.893	4.401	8.140	9.661	11.994	15.419
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit							
Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-176	-338	-477	-428	-475	-474	-498
Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen	-1.415	-1.792	-2.394	-2.931	-3.566	-3.476	-3.767
Auszahlungen für Investitionen in Finanzanlagen	-20	0	-77	-100	-110	-142	-153
Einzahlungen aus Abgängen von immateriellen Vermögenswerten	0	0	0	0	0	0	0
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen	28	0	0	0	0	0	0
Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen	1.632	20	0	79	104	112	146
Auszahlungen für Investitionen in Tochterunternehmen, abzüglich erworbener Zahlungsmittel	0	-3.098	-13.350	0	0	0	0
Erhaltene Zinsen	457	682	429	523	545	499	522
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	506	-4.526	-15.869	-2.857	-3.503	-3.481	-3.750
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit							
Veränderung des Gezeichneten Kapitals	0	0	3.046	0	0	0	0
Auszahlungen für den Erwerb eigener Aktien	0	-701	-1	-1.100	0	0	0
Veränderung der Kapitalrücklage	0	0	6.001	0	0	0	0
Einzahlungen aus der Aufnahme von kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten	62	36	-463	-926	463	-232	116
Dividendenausschüttung	0	0	0	-2.982	-5.275	-5.893	-6.683
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	62	-665	8.583	-5.008	-4.812	-6.125	-6.567
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode							
Zahlungswirksame Veränderungen der Finanzmittelfonds	3.608	4.702	-2.885	275	1.346	2.388	5.101
Cashflows zu Beginn der Periode	15.340	18.948	23.650	20.765	21.040	22.386	24.774
Cashflows am Ende der Periode	18.948	23.650	20.765	21.040	22.386	24.774	29.875

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5. Bewertung

5.1.DCF-Modell

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

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.08.2010 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 8/2010)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	161,2	174,1	184,5	195,6	205,4	215,7
Veränderungsrate	10%	8%	6%	6%	5%	5%
EBIT	12,0	14,5	18,3	20,6	21,3	21,9
Veränderungsrate	196%	21%	26%	13%	3%	3%
Marge	7,5%	8,4%	9,9%	10,6%	10,4%	10,2%
Beteiligungsergebnis	1,3	1,4	1,5	1,6	1,2	1,3
EBT ex. Zinsergebnis	13,4	15,9	19,8	22,2	22,5	23,2
operativer Steueraufwand	-1,1	-2,6	-5,1	-5,7	-4,5	-4,6
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	8,5%	16,6%	25,6%	25,8%	20,0%	20,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3,4	3,5	3,5	3,6	3,9	4,1
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,3	-0,3	0,6	1,1	0,0	0,0
Anteil Umsatz	0,2%	-0,2%	0,3%	0,6%	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-6,3	-5,8	-4,7	-3,1	-9,7	-9,7
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-3,9%	-3,3%	-2,5%	-1,6%	-4,7%	-4,5%
Investitionen	-3,4	-4,0	-4,0	-4,3	-3,7	-4,1
Investitionsquote (%Umsatz)	-2,1%	-2,3%	-2,2%	-2,2%	-1,8%	-1,9%
Sonstige Anpassungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash-Flow (adj.)	6,3	6,6	10,1	13,8	8,5	8,9

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5.2.WACC

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

// WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2.0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1.0%
Margenentwicklung (p.a.)	+3 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3.8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1.06

Eigenkapitalkostensatz 9.1%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7.0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30.0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.) 4.9%

Wert des Eigenkapitals	194
Wert des Fremdkapitals	88

Gearing 45.6%

WACC 7.78%

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

5.3.Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 13,91. Er ist damit um 12,6 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 12,35). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1.06$		7.28%	7.53%	7.78%	8.03%	8.28%
Wachstum	1.0%	14.10	13.47	12.89	12.35	11.84
	1.5%	14.69	14.00	13.36	12.77	12.22
	2.0%	15.40	14.62	13.91	13.26	12.66
	2.5%	16.25	15.36	14.56	13.84	13.17
	3.0%	17.30	16.27	15.36	14.53	13.79

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1.06$		7.28%	7.53%	7.78%	8.03%	8.28%
Wachstum	1.0%	221.35	211.44	202.28	193.78	185.89
	1.5%	230.63	219.70	209.66	200.40	191.83
	2.0%	241.67	229.46	218.32	208.11	198.72
	2.5%	255.02	241.16	228.62	217.21	206.79
	3.0%	271.48	255.44	241.06	228.12	216.40

6. Kontakt

PSI AG

Dircksenstraße 42-44
D-10178 Berlin

Tel.: + 49 (0) 30 / 28 01 – 27 27
Fax: + 49 (0) 30 / 28 01 – 10 00
Head of IR: Herr Karsten Pierschke
Mail: ir@psi.de

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

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

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick-von Flotow



7. DISCLAIMER

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

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 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 GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.