



Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Neunmonatszahlen 2006 - Ausblick

Rating (alt): KAUFEN

Rating (neu): KAUFEN

Fair Value (alt) € 7,41

Fair Value (neu) € 7,30

Letzter Preis: € 4,14

Informationsmanagement – quo vadis?

- **Auftragseingänge und Auftragsbestände stimmen zuversichtlich – erfolgreiche Auslandsgeschäft**
- **Netzmanagement als auch Produktionsmanagement schließen das abgelaufene Quartal mit positivem Betriebsergebnis ab.**
- **EBIT-Marge hinkt weiterhin hinterher**



SWOT

- + Internationalisierungsstrategie
- + Bekanntheitsgrad
- + Zertifizierung – QM
- + langjährige Erfahrungen
- + Anwendungsspektrum (NM)
- - Kostenstrukturen
- - hart umkämpfter Mittelstandsmarkt

ANALYST

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

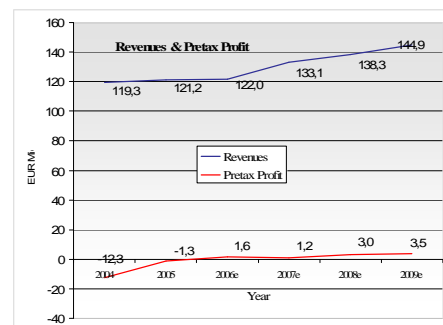
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

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	0,16
EPS Consensus	-0,43	-1,11	0,04	0,05
Revenues (incl. oth.inc.)(mln)	140,1	119,3	121,2	122,0
net Income (adj.)	-4,4	-12,3	0,0	1,9
net cash per share	1,4	1,6	1,7	1,5
net Cash	17,0	18,9	20,6	18,6
Free Cash Flow	-6,2	5,7	-1,1	6,0
P/E	-11,4	-4,1	2507,2	26,7
P/S	0,4	0,4	0,4	0,4

Price (curr)	4,14	Shares out (mln)	12,11
52W high	7,15	Accounting	IFRS
52w low	3,75	Free Float (in %)	88,3%
Market Cap (mln)	50,1	Weight in Prime All Share	0,010%
Last Dividend	0	Reuters code	PSA2
No. Employees	1046	Bloomberg	PSA2
Web Page	www.psi.de	WKN	696822

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



Inhaltsübersicht

1.	Financials: Neunmonatszahlen 2006	3
2.	Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e.....	3
3.	G&V Schätzung bis 2009	5
4.	Bilanz und Cash-Flow Prognosen bis 2009.....	6
5.	Bewertungsgrundlagen.....	7
5.1	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren.....	8
5.2	Sensitivitätsanalyse	9
6.	P&L 2004+2005+1.Halbjahr 2006 + Q3+Q4/2006 Estimates.....	8
7.	Marktorientierte Bewertung	9
8.	Kontakt	13
9.	Disclaimer	14



1. FINANCIALS: PSI vermeldet Neunmonatszahlen 2006

Die PSI AG, bestehend aus den drei Geschäftsfeldern Netzmanagement (NM), Produktionsmanagement (PM) und Informationsmanagement (IM), hat in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres den Auftragseingang um 27 % auf 100 Mio. Euro steigern können. Das Betriebsergebnis ist mit 413 TEUR leicht positiv ausgefallen. Dazu haben insbesondere die Kerngeschäftsfelder Produktionsmanagement und Netzmanagement beitragen können. Das Segment Netzmanagement hat sich weitgehend stabilisiert. Die letzten sieben Quartale konnten in Folge mit positivem Betriebsergebnis abgeschlossen werden. Die EBIT-Marge liegt – sofern positiv – weiterhin unter dem Branchendurchschnitt. Darüber hinaus hat sich das Geschäftsfeld Produktionsmanagement recht gut entwickelt. Bei einem Umsatz, der leicht unter Vorjahresniveau lag, konnte ein positives Betriebsergebnis erzielt werden. Der Auftragsbestand ist gegenüber dem zweiten Quartal um 2 Mio. Euro auf EUR 81 Mio. geschrumpft. PSI beschäftigt derzeit 1.046 Mitarbeiter (gegenüber 1037 zum 30.06.06). Die nachfolgende Abbildung zeigt einige entscheidungsrelevante Ergebnisse und Kennzahlen:

PSI AG : Q3/2006 und Q3/2005 im Vergleich							
			Q3/2006	Q3/2005	Veränderungen		
Umsatzerlöse	EUR	Mio	29,58	27,46	7,7%	↑	
EBIT	EUR	Mio	0,41	0,02	1965,0%	↑	
EBT	EUR	Mio	0,07	-0,28	125,0%	↑	
Liquide Mittel	EUR	Mio	9,28	14,90	-37,7%	↓	
Umsatz je Mitarbeiter in Q3	EUR	Mio	0,028	0,026	7,7%	↑	
Umsätze	Netzmanagement	EUR	Mio	17,66	14,06	25,6%	↑
EBIT	Netzmanagement	EUR	Mio	0,50	0,80	-37,5%	↓
EBT	Netzmanagement	EUR	Mio	0,26	0,59	-56,0%	↓
Umsätze	Produktionsmanagem.	EUR	Mio	10,98	11,40	-3,7%	↔
EBIT	Produktionsmanagem.	EUR	Mio	0,20	-0,07	Turnar.	↑
EBT	Produktionsmanagem.	EUR	Mio	0,11	-0,17	Turnar.	↑
Umsätze	Informationsmanagem.	EUR	Mio	0,91	1,40	-35,0%	↓
EBIT	Informationsmanagem.	EUR	Mio	-0,64	-0,60	6,7%	↓
EBT	Informationsmanagem.	EUR	Mio	-0,27	-0,70	61,4%	↔

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

2. Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e

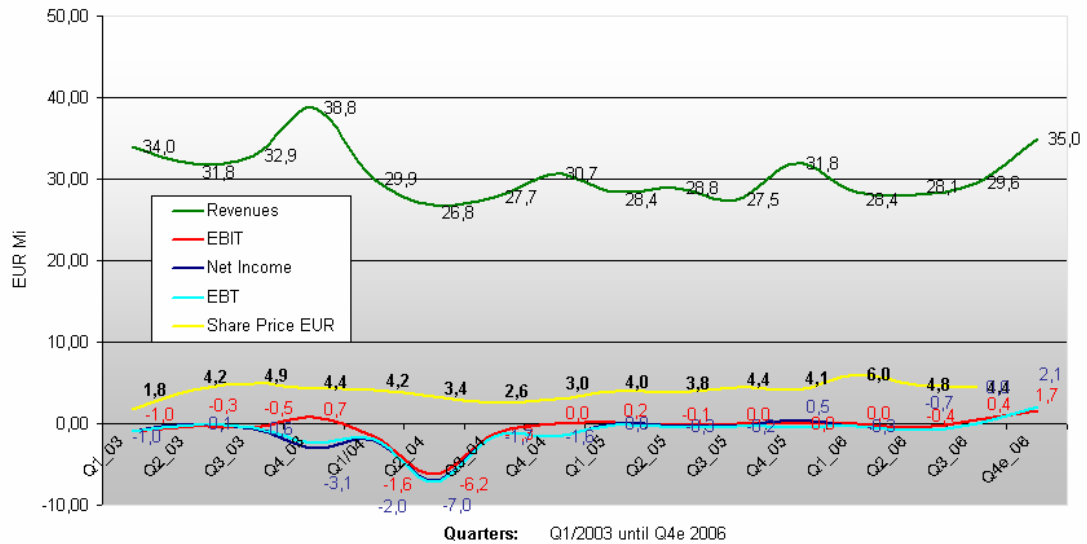
Die Neunmonatszahlen werden weiterhin durch die Ertragssituation des Segments Informationsmanagements geprägt. Da IT/Software-Unternehmen meist im letzten Quartal eines Geschäftsjahres die besten Ergebnisse (Kunden nutzen ihre Jahresbudgets) erzielen, gehen wir weiterhin davon aus, dass auch in 2006 größere Projekte, erst in Folge des letzten Quartals sich positiv auf die Ertragssituation auswirken werden. Folgende Graphiken veranschaulichen die Umsatz- und Gewinnvolatilitäten der PSI AG.



Ergebnishistorie und Quartalsschätzungen bis Q4/2006e

PSI AG: Umsatzerlöse, EBIT, EBT, Ergebnis und Aktienkurse 2003, 2004, 2005

Neunmonatsszahlen + Q4/2006 Schätzungen in Mio.EUR (Aktienkurs in EUR)

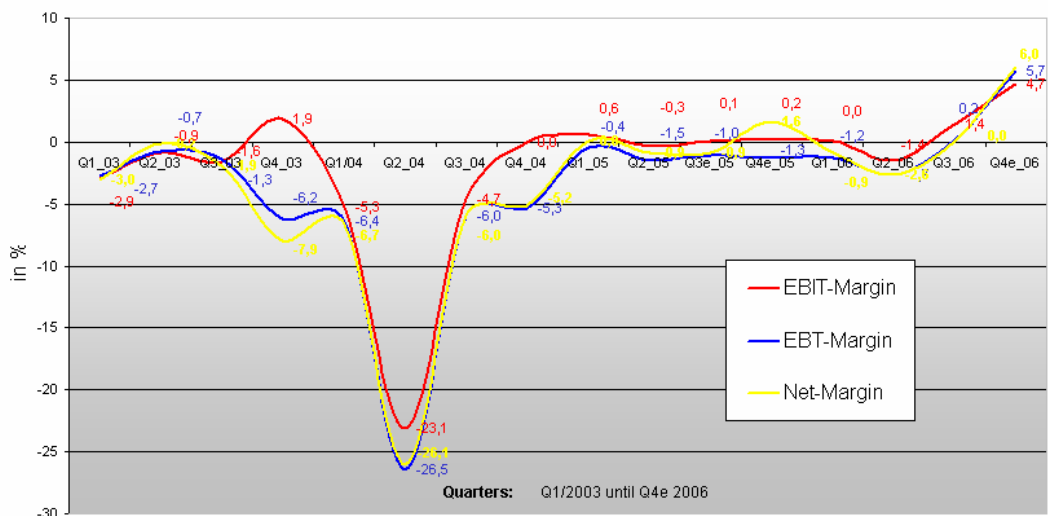


Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Typisch für das Projektgeschäft sind partielle zeitliche Verschiebungen der Auftragsabschlüsse und der Leistungserbringung. Entscheidend ist jedoch, dass die internationale Kundenbasis der PSI AG ausgeweitet werden kann.

PSI AG: Entwicklung der EBIT-, EBT- Net-Income-Marge 2003, 2004, 2005

bis Q3/2006 sowie. Q4/2006 Schätzungen in %.



Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



3. G&V SCHÄTZUNGEN BIS 2009

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

PROFIT & LOSS PSI AG								
€ min								
	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR 2004 bis 2008
a) Sales Revenues	137,6	115,19	116,5	122,0	130,0	135,0	141,5	4,0%
% change	522,9%	-16,3%	1,2%	4,7%	6,6%	3,8%	4,8%	
b) Other operating Income	2,6	3,89	5,1	2,9	2,8	3,1	3,0	-5,5%
c) Incr./decr. In finished goods and work in process	-0,1	0,26	-0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	
Sum a), b) and c)	140,1	119,3	121,2	124,9	133,1	138,3	144,5	
COGS	-28,5	-22,5	-24,8	-25,8	-28,1	-30,2	-31,7	
% of revenues	20%	19%	20%	21%	21%	-22%	-32%	
Gross income	111,6	96,9	96,4	96,2	105,0	108,1	113,2	43,2%
% change	462,4%	-13,2%	-0,5%	-0,3%	9,1%	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	-71,1	-77,6	-80,6	-84,5	
% of revenues	58%	-63%	-58%	-58%	-81%	4%	-58%	
Other op. Income	-24,8	-26,5	-22,1	-22,2	-23,0	-22,0	-21,0	
EBITDA	5,3	-5,4	3,8	2,9	4,8	6,3	31,0	
% of revenues	4%	-5%	3%	2%	4%	5%	22%	
EBITDA margin	3,8%	-4,5%	3,1%	2,4%	3,6%	4,5%	8,6%	
EBIT	-1,0	-9,1	0,1	2,6	0,8	2,5	217,9	-0,7%
% of revenues	-1%	-8%	0%	2%	1%	2%	154%	
EBIT margin	-0,7%	-7,6%	0,1%	2,1%	0,6%	1,8%	4,7%	-0,7%
Financial result	-2,9	-3,2	-1,4	-1,0	0,4	0,4	3,7	
Pre tax income	-4,0	-12,31	-1,3	1,6	1,2	3,0	146,7	-1,2%
% of revenues	-2,9%	-10,7%	-1,1%	1,3%	0,9%	2,2%	103,7%	
Taxes	-0,4	0,0	1,3	0,3	-0,1	-0,3	146,7	
Tax rate	-10,4%	0,3%	101,6%	-16,5%	10,0%	10,0%	-100,0%	
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	1,9	1,1	2,7	146,7	-0,3%
% of revenues	-3%	-11%	0%	2%	1%	2%	104%	
Net margin (incl. other oper. Income)	-3%	-10%	0%	2%	1%	1,9%	3,2%	
# shares out (min)	11,011	11,010	12,11	12,11	12,11	12,11	12,11	
EPS	-0,43	-1,11	0,00	0,16	0,09	0,22	12,11	

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH



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.

BALANCE SHEET PSI AG												
EUR mln												
	2003e	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %
Intangible assets	16,7	13,93	17,6	18,17	16,0	18,2	16,0	17,91	16,0	17,25	16,0	17
(thereof goodwill)	16,7	8	17,6	9	16,0	18,2	16,0	17,91	16,0	17,25	16,0	17
Tangible assets	9,3	8	8,5	9	8,0	9	11,9	13	16,2	18	20,9	22
Financial assets	5,9	5	2,0	2	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	35	53,1	39
Inventories	2,8	2	2,8	3	2,2	2	2,2	2	2,3	0	2,4	2
Trade debtors	59,3	49	39,1	40	36,1	41	36,3	41	38,5	42	39,5	41
Other current assets	4,9	4	3,0	3	3,0	3	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Cash & marketable sec.	21,1	18	23,8	25	22,4	26	22,6	25	19,4	21	17,2	18
Current assets	88,1	73	68,7	71	63,7	73	61,1	69	60,2	63	59,1	61
Total assets	119,91	100	96,78	100	87,86	100	89,15	100	92,57	100	96,17	100
Share capital	28,2	24	28,2	29	31,0	35	31,0	35	31,0	33	31,0	32
Reserves	8,9	7	-3,4	-4	-2,5	-3	-1,4	-2	-1,3	-1	0,8	1
Minority interests	2,4	2	-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	23,7	27	24,8	27	25,3	26
Financial liabilities	18,5	15	19,1	22	13,0	15	13,0	15	13,8	15	14,2	15
Other liabilities	26,8	22	24,7	29	20,9	24	21,0	24	22,3	24	25,0	24
Total liabilities	80,5	67	72,1	75	59,5	68	59,7	67	63,0	68	64,5	67
Total equity and liabilities	119,91	100	96,78	100	87,86	100	89,15	100	92,57	100	96,17	100

Source: DR.KALLIWODA| Research, PSI AG

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

Source: DR.KALLIWODA| Research, PSI AG



5. Bewertungsgrundlagen

Auf der Basis unseres Discounted-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 14,0 % und einem Beta von 1,6 errechnen wir einen fairen Wert von € 7,30 je Aktie und eine Marktkapitalisierung der PSI AG von EUR 88,5 Mio. und empfehlen die Aktie unverändert zum **Kauf**.

5.1 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren

Die Bewertung der PSI AG erfolgte mittels unseres dreistufigen Discounted-Cash-Flow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Der risikolose Zinssatz beläuft sich auf 3,5%. Die Risikoprämie kalkulieren wir mit 7% und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax30 mit 1,60. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 14,0 %. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von EUR 7,30 gegenüber EUR 7,41 in unserer letzten Studie ab. Ein fairer Wert von EUR 7,30 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 56 % vom derzeitigen Aktienkurs von EUR 4,14. Die **Sensitivitätsanalyse** (siehe Tabellen unten) zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von EUR 5,81 bis EUR 9,65.

5.2 Sensitivitätsanalyse

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

Wir gelangen zu einem fairen Wert von EUR 7,30 je Aktie (Marktkapitalisierung von EUR 88,5 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)	6,5
Phase 2 (2007-2009)	44,9
Phase 3 (2010...terminal value)	41,2
Net debt	-4,1
Value of total equity	88,5
DCF value per share	7,30
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
Choice of terminal growth rate	0,0%	8,62	7,72	6,96	6,30	5,74
	0,5%	8,79	7,86	7,06	6,39	5,81
	1,0%	8,98	8,00	7,18	6,48	5,88
	1,5%	9,18	8,16	7,30	6,58	5,96
	2,0%	9,40	8,33	7,44	6,68	6,04
	2,5%	9,65	8,52	7,58	6,80	6,13

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%
Choice of terminal growth rate	0,0%	104	94	84	76	69
	0,5%	106	95	86	77	70
	1,0%	109	97	87	78	71
	1,5%	111	99	88,5	80	72
	2,0%	114	101	90	81	73
	2,5%	117	103	92	82	74

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH ©



6. P&L 2004+2005+2006 Q1+Q2+Q3 - Estimates of Q4/2006e

	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004	Q4 2005e	Q4 2004	Change to Q4 2004	total 2005	total 2004	Change to total 2004	Q1/2006	Q2/2006	Q3/2006	Q4/2006e	total 2006e
Umsatzerlöse netto	28.393	29.94	-5,16%	28.842	26.84	7,48%	27.455	27.73	-1,00%	31.830	30.69	3,72%	116.520	115.193	1,15%	28.399	28.071	29.581	35.900	121.951
Sonstige betriebliche Erträge	0.798	1,14	4,0%	1,278	0,94	3,3%	0,02	1,17	4,1%	3,021	0,64	2,2%	5,12	3,89	3,3%	1,214	0,285	0,597	0,800	2,896
Bestandsveränderungen	-0,120	0,00	400,00%	-0,037	-0,12	69,42%	0,017	-0,04	-142,50%	-0,264	0,42	-162,41%	-0,407	0,26	-25,74%	0,080	-0,107	0,024	0,000	0,000
Aufwand für bezogene Leistungen und Waren	-4,046	-5,93	-31,75%	-6,784	-4,51	50,32%	-4,555	-5,74	-20,69%	-9,410	-6,27	-50,15%	-24,795	-22,451	10,44%	-4,958	-5,081	-6,722	-9,000	-25,761
Personalaufwand	-18,316	-20,23	-9,47%	-17,842	-19,45	-8,28%	-16,454	-17,68	-6,53%	-17,924	-18,39	-2,52%	-70,536	-75,749	6,88%	-18,816	-17,312	-17,056	-17,900	-71,084
Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	-0,915	-0,93	-1,93%	-0,915	-0,89	2,89%	-0,848	-0,94	-9,79%	-0,997	-0,95	3,68%	-3,665	-3,716	-1,37%	-0,786	-0,780	-0,844	-0,800	-3,210
Abschreibung auf Firmenwerte	0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,617	-5,56	0,9%	-4,636	-9,01	-95,1%	-5,617	-5,79	-3,1%	-6,218	-6,14	1,3%	-22,088	-26,499	16,3%	-5,125	-5,482	-5,167	-6,450	-22,224
Betriebsergebnis	0,174	-1,58	-111%	-0,094	-6,21	-98%	0,022	-1,29	-102%	0,048	0,00	-900%	0,150	-9,08	-102%	0,008	-0,406	0,413	2,550	2,565
Finanz- und Beteiligungsergebnis	-0,325	-0,34	6%	-0,338	-0,89	-95%	-0,303	-0,37	19%	-0,481	-1,55	-117,24%	-1,447	-3,142	117%	-0,359	-0,339	-0,344	-0,010	-1,052
Erträge/Aufwendungen aus assoziierten Unter.	0,027	0,00	#DIV/0!	0,000	0,00	#DIV/0!	0,000	0,00	#DIV/0!	0,015	-0,09	-117,24%	0,042	-0,087	-148,28%	0,000	0,000	0,000	0,100	0,100
Ergebnis vor Steuern und	-0,124	-1,91	-94%	-0,432	-7,10	-94%	-0,281	-1,66	-83%	-0,418	-1,634	-74%	-1,255	-12,31	-90%	-0,351	-0,745	0,069	2,640	1,613
Ertragsteuern	0,136	-0,08	-274%	0,171	0,00	5600%	0,037	0,003	1133%	0,931	0,940	2228%	1,275	0,03	3650%	0,100	0,008	0,058	0,100	0,266
Konzernjahresüberschuss/fehlbetrag vor Minderheitenanteil	0,012	-1,992	-101%	-0,261	-7,095	-96%	-0,244	-1,655	-85%	0,513	-1,594	-132%	0,020	-12,271	-100%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Minderheitenanteile	0,000	0,152		0,000	0,10		0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,000		-0,251	-0,737	0,011	2,740	1,872
Konzernjahresüberschuss/fehlbetrag (unverwässert)	0,012	-1,84	-100,65%	-0,261	-7,00	-96%	-0,244	-1,65	-86,62%	0,513	-0,23	-319,43%	0,020	-12,27	-100,16%	-0,251	-0,737	0,011	2,740	1,872
Ergebnis je Aktie (in Euro je Aktie, unverwässert)	0,00038	-0,18	-100,57%	-0,021547	-0,64	-96,66%	-0,020144	-0,15	-86,62%	0,04	-0,23	-116,03%	0,00	-1,11	-100,15%	-0,02	-0,06	0,00	0,23	0,16
Durchschnittliche Aktien im Umlauf (unverwässert)	0,00038	-0,17		-0,021547	-0,64		-0,020144	-0,15		12,113	6,787		11,986	11,010		12,113	12,113	12,113	12,113	12,113
Durchschnittliche Aktien im Umlauf (verwässert)	11,563	11,013	4,99%	12,113	11,013		12,113	10,994		12,113	12,113		11,986	11,010		12,113	12,113	12,113	12,113	12,113

Source: PSI AG DR.KALLIWODA RESEARCH 2006 ©



7. Marktorientierte Bewertung - Trading Approach

Gegenstand des Bewertungsverfahrens ist die Durchführung einer marktorientierten Bewertung der PSI AG mit Sitz in Berlin. Zweck der Bewertung ist die Plausibilisierung der DCF-Werte sowie die Darstellung der marktpreisorientierte Bewertung der PSI AG zu ausgewählten Referenzunternehmen.

Angaben über herangezogene Unterlagen und Informationsquellen:

- Finanzberichterstattung der PSI AG sowie die der Vergleichsunternehmen
- Brancheninformationen
- Börseninformationsdienst Bloomberg

Soweit Börsenkurse der Unternehmen zur Verfügung standen, werden diese zur Ableitung der Marktwerte (Trading-Multiplies-Approach) herangezogen. Außerordentliche Markteinflüsse die sich auf die jeweiligen Börsenkurse ausgewirkt haben, sind nach Maßgabe des IDW S 1 sorgfältig zu analysieren. Bereinigungen wurden nicht vorgenommen.

Die im Rahmen der Bewertung basierenden Fundamentaldaten basieren auf den letzten veröffentlichten Abschlüssen. Der Bewertungsstichtag ist i.d.R. der 31.12.2005. Retrospektive Daten stellen nach Ansicht der DVFA keine sachgerechte Grundlage für die Bewertung dar, als Basisjahr wurde der 31.12.2006 ausgewählt.

Die PSI AG ist Spezialist für Softwarelösungen auf den Gebieten Netzmanagement, Produktionsmanagement und Informationsmanagement. In den Segmenten Netzmanagement und Produktionsmanagement ist die Gesellschaft gut aufgestellt.

Für unseren Peer Group Vergleich haben wir 10 Unternehmen ausgewählt, die aus unserer Sicht einen Anhaltspunkt für die Bewertung der PSI liefern.

Als Auswahlkriterium für diese Unternehmen gelten vorrangig die Merkmale Branchenschwerpunkt, Standort, Währungsgebiet und Unternehmensgröße. Die nachstehenden Referenzunternehmen erfüllen die Voraussetzung einer ausreichenden Coverage. Die Grundlagen unserer Consensus-Schätzungen wurden I/B/E/S entnommen.

Adjustierungen mittels Zu- und Abschlägen wurden nicht vorgenommen. Die im Rahmen des Peer Group Vergleichs ausgewählten Bezugsgrößen basieren auf ergebnisorientierten Wertindikatoren.



Überblick der Schätzungsgrundlagen

Einschätzung der Ertragskennzahlen von DR. KALLIWODA | RESEARCH

PSI AG	
Umsätze 2006	122,20
Umsätze 2007	130,00
Umsätze 2008	135,00
EBITDA 2006	5,00
EBITDA 2007	7,10
EBITDA 2008	8,70
EBIT 2006	1,80
EBIT 2007	3,10
EBIT 2008	5,00
EPS 2006	0,16
EPS 2007	0,27
EPS 2008	0,41

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH

I/B/E/S Konsensus-Schätzungen

PSI AG			
	<i>Mean</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>
Umsätze 2006	123,71	126,82	122,00
Umsätze 2007	131,82	135,86	128,80
Umsätze 2008	140,74	150,70	135,00
EBITDA 2006	5,49	6,14	5,00
EBITDA 2007	8,27	9,70	6,83
EBITDA 2008	10,03	11,80	8,52
EBIT 2006	1,87	2,03	1,70
EBIT 2007	4,38	5,81	3,10
EBIT 2008	6,72	8,20	5,00
EPS 2006	0,05	0,09	0,03
EPS 2007	0,35	0,29	0,21
EPS 2008	0,41	0,49	0,33

Quelle: I/B/E/S - Bloomberg



Peer Group - Referenzunternehmen Prime Software Performance Index											
Mio. € bzw. € je Aktie	Kurs	Market Cap.	Enterprise Value	Umsatzerlöse		EBITDA		EBIT		EPS	
				2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Brain Force	2,88	44,31	25,28	94,21	113,47	8,57	11,37	4,27	6,59	0,26	0,32
GFT	2,40	63,18	59,02	170,47	190,20	7,21	10,36	5,78	8,58	0,13	0,22
IBS	3,70	25,11	23,22	20,45	23,90	2,70	3,30	2,55	3,25	0,28	0,35
IDS Scheer	15,14	488,32	457,11	346,00	379,60	40,15	50,57	32,51	43,94	0,63	0,83
Itelligence	3,33	74,72	78,90	158,70	174,20	10,58	13,82	6,62	9,59	0,19	0,27
Mensch & Maschine	5,25	66,18	81,17	161,90	174,90	8,30	10,70	7,30	9,60	0,39	0,56
Nemetschek	21,40	205,97	180,90	105,72	111,01	21,20	22,59	17,91	18,82	1,42	1,52
SoftM	5,40	26,89	26,00	81,49	85,39	6,90	7,24	2,00	2,72	0,22	0,32
Wirecard	6,36	495,42	466,33	80,79	119,66	19,65	32,13	18,48	31,24	0,19	0,27
Cenit	14,00	117,15	102,54	81,20	86,30	12,49	14,45	11,07	12,76	0,94	1,08
PSI AG	4,15	50,27	37,77	123,71	131,82	5,49	8,27	1,87	4,38	0,05	0,35

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

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	0,27	0,22	2,95	2,22	5,92	3,84	11,08	9,00	4,53	5,81
GFT	0,35	0,31	8,19	5,70	10,21	6,88	18,46	10,91	3,39	4,51
IBS	1,14	0,97	8,60	7,04	9,11	7,14	13,21	10,57	12,47	13,60
IDS Scheer	1,32	1,20	11,39	9,04	14,06	10,40	24,03	18,24	9,40	11,58
Itelligence	0,50	0,45	7,46	5,71	11,92	8,23	17,53	12,33	4,17	5,51
Mensch & Maschine	0,50	0,46	9,78	7,59	11,12	8,46	13,46	9,38	4,51	5,49
Nemetschek	1,71	1,63	8,53	8,01	10,10	9,61	15,07	14,08	16,94	16,95
SoftM	0,32	0,30	3,77	3,59	13,00	9,56	24,55	16,88	2,45	3,19
Wirecard	5,77	3,90	23,73	14,51	25,23	14,93	33,47	23,56	22,87	26,11
Cenit	1,26	1,19	8,21	7,10	9,26	8,04	14,89	12,96	13,63	14,79
PSI AG	0,31	0,29	6,88	4,57	20,22	8,62	78,30	11,86	1,51	3,32
Mittelwert	1,31	1,06	9,26	7,05	11,99	8,71	18,58	13,79	9,44	10,75
Median	0,82	0,72	8,37	7,07	10,67	8,34	16,30	12,65	6,96	8,69
Minimum	0,27	0,22	2,95	2,22	5,92	3,84	11,08	9,00	2,45	3,19
Maximum	5,77	3,90	23,73	14,51	25,23	14,93	33,47	23,56	22,87	26,11
Spectrum	162,5	140,3	50,8	58,3	22,4	38,1	6,7	58,5		
	101,2	94,6	45,9	58,4	19,9	36,5	20,3	53,6		
EV	132	117	48	58	21	37	13	56		
Delta	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50		
Equity Value	144,37	129,97	60,86	70,87	33,66	49,84	25,99	68,54		
Market Cap.	50,27	50,27	50,27	50,27	50,27	50,27	50,27	50,27		
Über-/Unterbewertung	-94	-80	-11	-21	17	0	24	-18		

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



Würdigung:

Die marktorientierte Bewertung liefert ein Bewertungsniveau, dass zur Zeit nur leichte Bewertungsspielräume erkennen lässt. Aus Sicht der marktorientierten Bewertung ist die Gesellschaft derzeit fair bewertet.

Es ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die Schätzungen für das Jahr 2007 optimistische Züge aufweisen und bisher im Rahmen des Bewertungstableau nicht berücksichtigt wurden. Darüber hinaus sprechen aus unserer Sicht folgende Aspekte für die PSI AG:

Die Gesellschaft kann langjährige Erfahrungen auf dem Gebiet des Wachstumsfeldes Netzmanagement aufweisen, die sich etwaige Wettbewerber nur mit erheblichen Mehraufwendungen erarbeiten müssten. Der Bekanntheitsgrad der Gesellschaft erstreckt sich sowohl auf das In- und Ausland. Langjährige Kundenbeziehungen, das breite Anwendungsspektrum über verschiedene Absatzgebiete und Branchen hinweg, sowie die zunehmenden Erfolge der Internationalisierungsstrategie sprechen für die PSI AG und deren Potentiale.

Da die Kunden der Gesellschaft auf einen zuverlässigen Partner setzen müssen, der auch über eine notwendige Finanzkraft in Schadensfällen verfügen muss, können sich die zuletzt schwachen Performance- und Rentabilitätskennziffern negativ bei der Vergabe von Großaufträgen auswirken (Stichwort: Scoring von Lieferantenbeziehungen). Die Konzentration auf die Kostenstrukturen der Gesellschaft sollte daher nicht aus dem Blickfeld verschwinden. Daneben wird die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes für die Durchführung etwaiger Kapitalmaßnahmen erschwert.

Wir halten aus den oben genannten Gründen an der Kaufempfehlung fest. Wir rechnen weiterhin mit einem starken 4. Quartal des laufenden Geschäftsjahres und vertrauen darauf, dass es dem Management der Gesellschaft gelingen wird, die angekündigten Maßnahmen in dem Segment Informationsmanagement rasch umzusetzen.



8. Kontakt

PSI AG

Dircksenstraße 42-44
D-10178 Berlin (Mitte)

Tel.: +49/ 30/2801-27 27

Fax: +49/30/2801-10 00

Karsten Pierschke: Head of Investor
Relations and Communications

Email: ir@psi.de

Web: www.psi.de

DR. KALLIWODA RESEARCH		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: 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. 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.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
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 (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>

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA

Also view **Sales and Earnings Estimates:**

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Thomson Financial
Reuters
JCF Factset





9. Disclaimer

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

Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

Mögliche Interessenskonflikte

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

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

Nur mit dem Unternehmen PSI AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



DISCLAIMER

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

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

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