

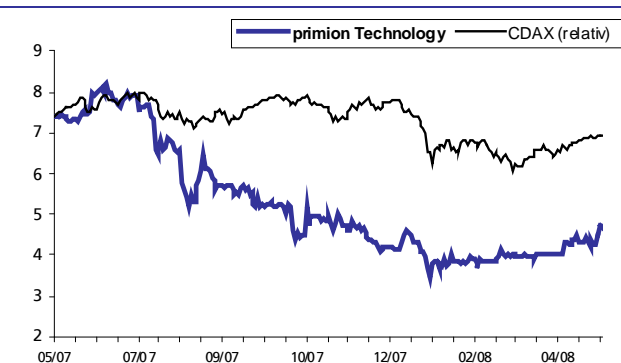
**Kaufen**  
(alt: Kaufen)

**Risiko:**  
hoch

**Kursziel: EUR 5,70**  
(alt: EUR 5,90)

## Gestiegene fremdbezogene Leistungen belasten die Marge

Bloomberg: P4T GY Kurs: EUR 4,64  
Reuters: P4TG.DE CDAX: 647,33  
ISIN: DE0005117006  
Internet: www.primion.de  
Segment: Prime Standard  
Branche: Industriegüter



Kursdaten: Bloomberg 15.05.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 8,41 / EUR 3,33  
Marktkapitalisierung: EUR 25,75 Mio.  
Aktienzahl: 5,55 Mio.

Aktionäre: Freefloat 62,70%  
Heinz Roth 29,11%  
i.f.i GmbH 5,11%  
Mountain Super Angels 3,08%

Termine:

### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 16.05.2008  
Finn Henning Breiter (Analyst) +49-(0)40 309537-230

### Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636  
**Institutional Equity Sales**  
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667  
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633  
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635  
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696  
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664  
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666  
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630  
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695  
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692  
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665  
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

### Sales Trading

Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634  
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668  
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679  
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700  
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

### Sales Assistance

Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632  
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

primion hat am 15.05.2008 den Bericht zum saisonal typischerweise schwächsten Q2 vorgelegt. Während der Umsatz die Erwartungen übertraf, war das Ergebnis schwächer als erwartet.

### primion - Q2 2008

Angaben in Mio. EUR	Q2/08	Q2/08e	Q2/07	yoy	6M/08	6M/07	yoy
<b>Umsatz</b>	13,5	12,4	12,0	13,1%	28,7	26,3	9,2%
<b>EBITDA</b>	0,2	1,2	1,1	-79,6%	3,3	4,1	-19,6%
<i>Marge</i>	1,6%	9,7%	9,1%		11,5%	15,6%	
<b>EBIT</b>	-0,9	0,1	0,0	-	1,0	2,1	-50,0%
<i>Marge</i>	-6,6%	0,8%	0,2%		3,6%	7,9%	
<b>EPS</b>	-0,15	-0,01	-0,03	400,0%	0,07	0,19	-63,2%

Die Gründe für das Unterschreiten der Ergebniserwartungen sind

- gegenüber dem Q2 2006/07 um EUR 0,3 Mio. reduzierte aktivierte Eigenleistungen,
- einmalig um EUR 0,5 Mio. erhöhte Personalaufwendungen durch das Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds,
- ein überproportionaler Anstieg des Materialaufwands um EUR 1,8 Mio. durch Einkauf von Fremdleistungen sowie erhöhte Materialkosten bei der Implementierung vermehrt nachgefragter mechatronischer Schließsysteme.

Vor dem Hintergrund der vorgelegten Zahlen werden die Umsatzschätzungen leicht nach oben angepasst. Gleichzeitig wird die erwartete EBIT-Marge für 2008 von 7,9% auf 7,1% gesenkt.

Geschäftsjahresende	09/06	09/07	09/08e	09/09e	09/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,64 EUR					
<b>Umsatz</b>	34,2	52,1	55,8	59,1	63,1
Umsatz (alt)			54,7	58,0	62,1
Delta			1,9%	1,9%	1,6%
<b>EBITDA</b>	6,9	7,5	8,4	9,7	10,8
<i>Marge</i>	20,03%	14,45%	15,13%	16,39%	17,04%
EBITDA (alt)			8,8	9,8	11,0
Delta			-4,1%	-1,1%	-2,2%
<b>EBIT</b>	4,5	3,4	3,9	5,3	6,7
<i>Marge</i>	13,09%	6,52%	7,06%	8,95%	10,54%
EBIT (alt)			4,3	5,4	6,9
Delta			-8,5%	-2,1%	-3,6%
<b>Nettoergebnis</b>	2,5	1,9	1,9	2,8	3,8
<i>Marge</i>	7,22%	3,58%	3,42%	4,79%	5,96%
Nettoergebnis (alt)			2,3	3,0	4,0
Delta			-17,2%	-5,7%	-5,9%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,49	0,34	0,34	0,51	0,68
Ergebnis je Aktie (alt)			0,41	0,54	0,73
Delta			-17,1%	-5,6%	-6,8%
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
<i>Dividendenrendite</i>	0,00%	0,00%	0,00%	3,23%	4,31%
Dividende (alt)			0,00	0,16	0,22
Delta			n.m.	-6,3%	-9,1%
<b>EV/Umsatz</b>	1,32	0,86	0,81	0,76	0,71
<b>EV/EBITDA</b>	6,57	5,98	5,34	4,65	4,19
<b>EV/EBIT</b>	10,06	13,26	11,44	8,51	6,77
<b>KGV</b>	9,47	13,65	13,65	9,10	6,82
<b>ROCE</b>	15,4%	7,1%	7,7%	10,1%	12,2%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	13,5%	8,8%	11,0%	13,5%	16,7%

Im abgelaufenen Q2 wirkte sich der erhöhte Anteil zugekaufter Vorleistungen aufgrund des saisonal und konjunkturell bedingt niedrigen Umsatzvolumens besonders stark aus. Mit zunehmenden Stückzahlen sollte primion zukünftig in der Lage sein, Skalenvorteile im Einkauf zu erzielen und so die Rohmarge wieder zu steigern.

Mit dem erwarteten moderaten Umsatzwachstum, das von einem anhaltend hohen Sicherheitsbedürfnis von Unternehmen und Behörden getrieben werden sollte, sind zudem nachhaltige Skaleneffekte bei den Personal- (Verwaltung, F&E) und sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu erwarten. Somit sollte primion mittelfristig wieder in der Lage sein, eine zweistellige EBIT-Marge zu erzielen.

Der Newsflow dürfte auch weiterhin von den für das Projektgeschäft typischen Schwankungen auf Quartalsebene geprägt sein. Dabei sind durch das gebrochene Geschäftsjahr die Quartale I und IV (Kalender H2) üblicherweise am stärksten. Positiv auf den Newsflow wirken könnte die strukturell geänderte Besetzung des Vorstands, der nun aus dem Gründer und CEO Heinz Roth, dem CSO Thomas Bredehorn und dem neu berufenen CFO Thomas Becker besteht (vormals CEO und zwei CSO's). Durch die Stärkung des Finanzressorts sollten zukünftig Kostensenkungspotenziale effizienter identifiziert und gehoben werden können. Zudem dürfte sich die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt verbessern.

Das auf einem DCF-Modell sowie dem FCFY 2008e basierende Kursziel wird im Zuge der gesenkten Schätzungen leicht auf EUR 5,70 (alt: EUR 5,90) reduziert. Das Rating lautet weiter Kaufen.

## Kennzahlen (primion)

GuV (in Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	52,1	55,8	59,1	63,1
Gesamtleistung	54,7	58,2	61,8	65,8
Materialaufwand	15,6	17,4	18,1	19,1
Rohhertrag	39,2	40,8	43,6	46,6
Personalkosten	22,4	23,2	24,2	25,5
Sonstiger betrieblicher Aufwand*	9,2	9,1	9,7	10,4
EBITDA	7,5	8,4	9,7	10,8
Abschreibungen	4,1	4,5	4,4	4,1
- davon Goodwill-Abschreibungen	1,6	2,0	1,9	1,6
EBIT	3,4	3,9	5,3	6,7
Finanzergebnis	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,4	2,9	4,3	5,7
Steuern	0,6	1,0	1,5	1,9
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,9	1,9	2,8	3,8
Nettoergebnis	1,9	1,9	2,8	3,8
Ausschüttung	0,0	0,0	0,8	1,1

\* saldiert mit sonstigen betrieblichen Erträgen

Cash-Flow	2007	2008e	2009e	2010e
Operativer Cash-Flow	6,0	6,4	7,2	7,9
Free-Cash-Flow	-5,4	0,9	2,0	1,7
Investitionen	8,8	4,1	4,6	4,5

Bilanz (Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Sachanlagen	8,4	8,7	9,2	9,6
Immat. Vermögen	29,4	28,7	28,3	28,2
Net Working Capital	22,7	24,1	24,9	26,6
Umlaufvermögen	30,1	31,6	33,5	36,1
Liquide Mittel	1,5	1,4	2,2	2,9
Eigenkapital	28,5	30,4	33,2	37,0
Rückstellungen	0,6	0,6	0,6	0,6
Finanzverbindlichkeiten	21,4	20,4	19,4	18,4
Nettoliquidität	-20,0	-19,1	-17,2	-15,6
Bilanzsumme	68,1	69,2	71,3	74,3

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010

Wachstumsraten	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	52,4%	7,0%	6,0%	6,8%
EBITDA	9,9%	12,0%	14,9%	11,0%
EBIT	-24,1%	15,9%	34,4%	25,8%
EBT	-38,9%	19,4%	48,6%	33,0%
Nettoergebnis	-24,3%	1,9%	48,6%	33,0%
Dividende	n.a.	n.a.	n.m.	33,0%

Kostenintensitäten	2007	2008e	2009e	2010e
Materialaufwand / Umsatz	29,9%	31,2%	30,7%	30,3%
Personalaufwand / Umsatz	43,0%	41,7%	41,0%	40,4%

Kursdaten	
Kurs (EUR)	4,64
Marktkap. (Mio. EUR)	26
Enterprise Value (Mio. EUR)	45

Aktienkennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,34	0,34	0,51	0,68
Umsatz je Aktie (EUR)	9,39	10,05	10,65	11,37
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-0,97	0,17	0,36	0,31
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,15	0,20

Bewertungskennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	13,79	13,52	9,10	6,84
KUV	0,49	0,46	0,44	0,41
EV/SALES	0,86	0,81	0,76	0,71
EV/EBITDA	5,98	5,34	4,65	4,19
EV/EBIT	13,26	11,44	8,51	6,77
KBV	0,90	0,85	0,77	0,70
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,3%	4,4%

Aktienanzahl (Mio.)	2007	2008e	2009e	2010e
Stammaktien ausstehend	5,55	5,55	5,55	5,55

Rentabilität	2007	2008e	2009e	2010e
EBITDA / Umsatz	14,5%	15,1%	16,4%	17,0%
EBIT / Umsatz	6,5%	7,1%	8,9%	10,5%
EBT / Umsatz	4,6%	5,2%	7,3%	9,0%
Nettoergebnis / Umsatz	3,6%	3,4%	4,8%	6,0%
EK-Rendite	6,6%	6,3%	8,5%	10,2%
GK-Rendite	4,8%	4,7%	5,7%	6,7%
ROCE	7,1%	7,7%	10,1%	12,2%

## Unternehmensprofil

Die primion Technology AG mit Sitz im baden-württembergischen Stetten am kalten Markt ist ein international tätiger Anbieter von innovativen soft- und hardwarebasierten Systemen für Zutrittskontrolle, Zeiterfassung und integrierte Sicherheitstechnik. Von der Entwicklung über die Produktion, Projektierung und Installation bis hin zur Inbetriebnahme und den entsprechenden komplementären Dienstleistungen bietet primion als „One-Stop-Shop“ mehr als 4.000 Kunden weltweit Lösungen aus einer Hand. Mit über elf Jahren Erfahrung hat sich primion als einer der Technologie- und Innovationsführer in den Märkten für Zutrittskontroll- bzw. Zeiterfassungssysteme sowie integrierte Sicherheitstechnik etabliert.

## Management

Heinz Roth (CEO), Thomas Bredehorn (CSO), Thomas Becker (CFO)

## Aktionäre

Freefloat	62,70%
Heinz Roth	29,11%
i.f.i. GmbH	5,11%
Mountain Super Angel	3,08%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

**Rechtshinweis:** Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

**Urheberrechte:** Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.