

25.02.2009 primion Technology AG^{(5)*}

KAUFEN

Fairer Wert: 5,85 €

20.2.2009, 9:17 Uhr,
XETRA: 5,23 €

Letzte Einschätzung:
Kaufen/ 6,25 €

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

primion Technology AG
Susanne Christmann
Steinbeisstraße 2-5
72510 Stetten a. k. M

Tel.: 7573-952-546
Fax.: 7573-920-34

E-Mail: investor-
relations@primion.de

www.primion.de

Unternehmensprofil:

Branche: Technologie

Fokus: Zutrittskontrolle, Zeiterfassung und Sicherheitstechnik

Mitarbeiter: 420 (Stand: 30.09.08)

Firmensitz: Stetten a. k. M. , D

Gründung: 1995

Vorstand: Heinz Roth, Thomas Bredehorn, Thomas Becker

WKN: 511700

ISIN: DE0005117006

Börsenkürzel: P4T

Anzahl Aktien: 5,55 Mio.

Marktkap.: 29,03 Mio. €

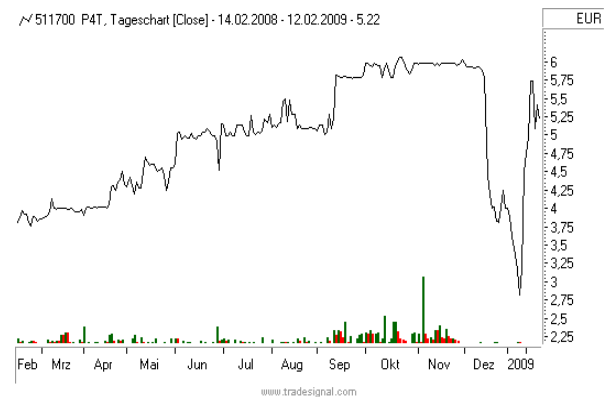
Streubesitz: 13,83 %

52 W Hoch: 6,08 €

52 W Tief: 2,80 €

Ø Tagesvolumen (in €): 62.634 €

511700 P4T, Tageschart [Close] - 14.02.2008 - 12.02.2009 - 5.22



in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Gesamtleistung	36,805	54,728	60,473	63,120	65,500
EBITDA	6,852	7,531	5,826	7,228	8,175
EBIT	4,476	3,395	1,133	2,628	3,575
Jahresüberschuss	2,538	1,868	-1,284	1,039	1,819
in EUR					
EPS in EUR	0,46	0,34	-0,23	0,19	0,33
in %					
EBITDA-Marge	18,6	13,8	9,6	11,5	12,5
EBIT-Marge	12,2	6,2	1,9	4,2	5,5
Kennzahlen					
EV/ Sales	1,16	0,89	0,85	0,82	0,79
EV / EBITDA	6,26	6,45	8,85	7,13	6,31
Kurs-Gewinn-Verhältnis	11,44	15,54	Neg.	27,94	15,96
Kurs-Buchwert-Verhältnis			1,08		

Highlights:

- Niedrigere Rohertragsmarge in 2007/08 belastet operatives Ergebnis
- Gewinnung einer Reihe größerer Neukunden seit Bilanzstichtag
- Organisches Wachstum im laufenden Jahr erwartet
- Operative Marge sollte sich in 2008/09 verbessern
- Neuer Mehrheitsaktionär Azkoyen hält 77,17 % der Anteile

Unternehmen

Profil

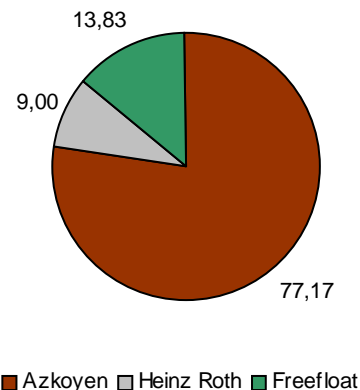
Die primion Technology AG mit Sitz in Stetten am kalten Markt ist ein führender Anbieter von soft- und hardwarebasierten Systemen für die Bereiche Zutrittskontrolle, Zeiterfassung und integrierter Sicherheitstechnik. Dabei kann primion ihren Kunden die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung und der Produktion, über die Projektierung, bis hin zur Installation und Integration sowie komplementäre Dienstleistungen aus einer Hand anbieten. Die primion Technology AG verfügt derzeit mit 22 Niederlassungen in insgesamt 7 Ländern und über 30 Partnern über eine internationale Marktpräsenz und ein flächendeckendes Vertriebsnetz. Die Gründung der primion erfolgte im Jahr 1995 durch den heutigen Vorstandsvorsitzenden Heinz Roth. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 beschäftigte die Gesellschaft rund 420 Mitarbeiter und erzielte dabei Umsatzerlöse in Höhe von 58,2 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	In %
Azkoyen	77,17
Heinz Roth	9,00
Freefloat	13,83
Summe	100,00

Quelle: primion, GBC

Aktionärsstruktur (in %)



Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Hauptversammlung in Stetten	20.3.2009
Veröffentlichung Halbjahresbericht	26.5.2009

Geschäftsentwicklung - 2007/08

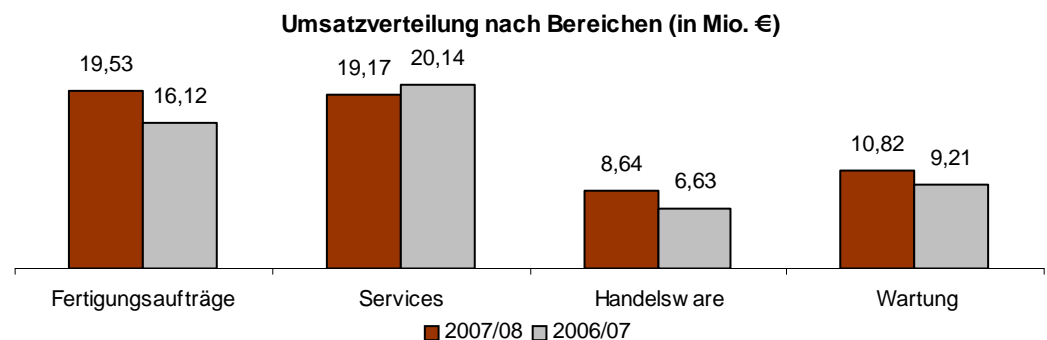
in Mio. €	2006/07	2007/08	2006/07 vs. 2007/08
Umsatz	52,11	58,16	+11,6 %
EBITDA	7,53	5,83	-22,6 %
EBIT	3,41	1,13	-66,6 %
Jahresüberschuss	1,92	-1,28	-
EPS in €	0,35	-0,23	-

Quelle: primion, GBC

Umsatzentwicklung

Die primion Technology AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 weiterhin auf ihrem Wachstumspfad bleiben und die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr deutlich ausweiten. Die Konzernumsätze konnten im Vergleich zum Geschäftsjahr 2006/07 um 11,6 % auf 58,16 Mio. € (VJ: 52,11 Mio. €) gesteigert werden. Der Umsatzzuwachs ist dabei auch durch die erstmalige volljährige Konsolidierung der Jans Sicherheitssysteme GmbH zurückzuführen. Jans leistete in 2007/08 einen Umsatzbeitrag von 7,82 Mio. € zum Konzernergebnis. Ohne Berücksichtigung von Jans ist das organische Wachstum moderater ausgefallen und hätte bei rund 2,1 % gelegen. Der Auslandsanteil an den gesamten Umsatzerlösen ist bei der primion Technology AG aufgrund der Übernahme von Jans leicht zurückgegangen. Allerdings tragen die Auslandsumsätze mit rund 35,39 % (VJ: 38,18 %) weiterhin zu einem signifikanten Anteil zu den Gesamtumsätzen bei.

Die nachstehende Graphik zeigt die Umsatzverteilung bei primion Technology nach den vier verschiedenen Geschäftsbereichen.



Quelle: primion, GBC

Mit Ausnahme des Bereiches Services konnten die Umsatzerlöse in den drei Geschäftsbereichen Fertigungsaufträge, Handelsware und Wartung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 gesteigert werden. Die besonders margenstarken Wartungserlöse machen dabei rund 18,6 % der Konzernumsätze aus.

Ergebnisentwicklung

Bei der Rohertragsmarge musste im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 ein deutlicher Rückgang verzeichnet werden. So belief sich die Rohertragsmarge in 2007/08 auf 67,14 % nach 73,55 % in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Diese rückläufige Entwicklung ist dabei auf eine Reihe von Gründen zurückzuführen. Der Hauptgrund hierfür ist die erstmalige ganzjährige Konsolidierung von Jans. Jans operiert mit einer wesentlich geringeren Rohertragsmarge als die AG bzw. die Tochtergesellschaften in Spanien und Belgien. Des Weiteren erhöhte sich der Anteil an Projekten mit höheren zugekauften Fremdleistungen sowie mit mehr mechatronischen Produkten, welche eine niedrigere Rohertragsmarge vorweisen. Zudem fielen die aktivierten Eigenleistungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 mit 1,88 Mio. € um rund 0,6 Mio. € geringer aus als noch in der Vorjahresperiode (2006/07: 2,50 Mio. €), was ebenfalls den Rohertrag belastete. Die sonstigen betrieblichen Erträge lagen mit 0,60 Mio. € auf dem Niveau des Vorjahres.

Die Personalaufwandsquote reduzierte sich von 40,97 % in 2006/07 auf 39,43 % in 2007/08. Absolut betrachtet stiegen die Personalaufwendungen leicht um rund 1,4 Mio. € auf 23,85 Mio. € in 2007/08 an. Hier hat das vorzeitige Ausscheiden eines Vorstandsmitgliedes das operative Ergebnis mit rund 0,5 Mio. € im laufenden Jahr negativ beeinflusst. Der Anstieg bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 10,30 Mio. € in 2006/07 auf 10,93 Mio. € im vergangenen Geschäftsjahr erklärt sich vor allem durch höhere Mietaufwendungen, unter anderem wegen der Sale- und Lease-Back-Transaktion in Belgien, sowie leicht höhere Fahrzeugkosten.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte aufgrund einer niedrigeren Rohertragsmarge nicht an den Vorjahreswert anknüpfen und betrug im Gesamtjahr 2007/08 5,83 Mio. € gegenüber 7,53 Mio. € im Vorjahr. Dies entspricht einer EBITDA-Marge in Höhe von 9,63 % (VJ: 13,76 %). Ein Großteil des Anstiegs bei den Abschreibungen um über 0,5 Mio. € auf 4,69 Mio. € (VJ: 4,12 Mio. €) entfällt auf die PPA-Abschreibungen im Zusammenhang mit der Akquisition von Jans. Zudem erfolgen nunmehr auch verstärkt Abschreibungen auf die in den Vorperioden vorgenommenen aktivierten Eigenleistungen. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag folglich mit 1,13 Mio. € unterhalb des Vorjahres (VJ: 3,41 Mio. €).

Das Finanzergebnis hat sich aufgrund der gestiegenen Nettoverschuldung, vor allem infolge der Akquisition von Jans und des negativen Free Cash Flows, von -0,99 Mio. € in 2006/07 auf -1,21 Mio. € in 2007/08 leicht verschlechtert. Bei den Steuern musste eine Wertberichtigung auf die latenten Steuern vorgenommen werden, da die steuerlich nutzbaren Verlustvorträge nach der Übernahme durch Azkoyen nun nicht mehr steuerlich geltend zu machen sind. Die Anpassung bei den latenten Steuern führte zu einer nicht cashwirksamen Steuerbelastung von -1,21 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08. Dies hatte zur Folge, dass sich der Jahresüberschuss in 2007/08 auf -1,28 Mio. € (VJ: 1,92 Mio. €) belief, was einem Gewinn je Aktie (EPS) von -0,23 € (VJ: 0,35) entspricht.

Bilanzielle Situation

Das Eigenkapital belief sich zum Stichtag 30.9.2008 auf 26,76 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 39,7 % gleichkommt. Die größte Position auf der Aktivseite der Bilanz bilden die immateriellen Vermögensgegenstände in Höhe von 28,22 Mio. €, wovon hierbei rund 12,4 Mio. € auf Geschäfts- und Firmenwerte entfallen. Das Sachanlagevermögen reduzierte sich um rund 3 Mio. € auf 5,41 Mio. € (30.9.2007: 8,36 Mio. €), was fast ausschließlich auf den Verkauf einer Immobilie der belgischen Tochtergesellschaft GET N.V. an den ehemaligen Gesellschafter zurückzuführen ist. Das Net Working Capital erhöhte sich im Einklang mit der Ausweitung des Geschäftsvolumens und lag zum 30.9.2008 bei 19,59 Mio. €.

Der gestiegene Working Capital Bedarf bei der primion Technology AG hatte auch zur Folge, dass der operative Cash Flow im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 mit -0,78 Mio. € negativ ausfiel. Zudem musste noch eine letzte Kaufpreisrate für die GET in Höhe von 0,94 Mio. € entrichtet werden. In 2007/08 hat die Gesellschaft des Weiteren 0,11 Mio. eigene Aktien zu einem durchschnittlichen Kurs von 4,55 € über die Börse erworben, so dass sich hieraus ein Mittelabfluss von 0,5 Mio. € ergab. Im Rahmen des Übernahmeangebotes hat primion Technology die eigenen Aktien zu dem Übernahmepreis von 6,00 € an Azkoyen abgegeben. Hieraus ist ein Mittelzufluss von knapp 0,7 Mio. € und betrieblicher Ertrag von rund 0,16 Mio. € im ersten Quartal 2008/09 zu erwarten.

Die Nettoverschuldung lag zum Geschäftsjahresende bei 22,54 Mio. €. Die Finanzierung ist nach unserer Ansicht sowohl hinsichtlich der Fristigkeit als auch der Konditionen als solide einzustufen. Die langfristigen Bankdarlehen in Höhe von 15,42 Mio. € werden mit 3,85 % bis 5,98 % verzinst. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber den Kreditinstituten in Höhe von 8,44 Mio. € sind aufgrund des negativen Free Cash Flows im Vergleich zum Vorjahr (30.9.2007: 4,89 Mio. €) angestiegen. Die Abschreibungen lagen mit 4,69 Mio. € deutlich über den Investitionen von 3,35 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen

Der Markt für Sicherheitstechnik und Zeitarbeiterfassung sollte nach unserer Einschätzung, ungeachtet des derzeitigen konjunkturellen Abschwungs, auch im laufenden Jahr ein moderates Wachstum vorweisen können. In früheren rezessiven Phasen war sogar zu beobachten, dass die Sicherheitstechnik hiervon profitieren konnte. Wir gehen davon aus, dass die primion Technology AG auf Konzernebene auch im laufenden Geschäftsjahr 2008/09 ein Umsatzwachstum von 4,9 % auf dann 60,47 Mio. € erreichen wird. Diese Annahme wird von den Tatsachen gestützt, dass sich der Auftragsbestand zum Geschäftsjahresende mit 29,10 Mio. € annähernd auf dem hohen Vorjahresniveau bewegte und auch danach eine Reihe von Großaufträgen (z. B. FU Berlin, Fraport, RTL sowie Deutsche Telekom) akquiriert werden konnte, die im Laufe des Jahres umsatzwirksam werden. Das Projektvolumen sollte sich hier nach unserer Einschätzung jeweils im siebenstelligen Mio. € Bereich bewegen. Auch die derzeit gut gefüllte Vertriebspipeline bei primion Technology deutet auf ein weiteres organisches Wachstum hin. Wesentliche Umsatzbeiträge aus der geplanten Vertriebsunterstützung in den Märkten Spanien, UK und Osteuropa durch den neuen Mehrheitsaktionär Azkoyen erwarten wir dagegen noch nicht im laufenden Geschäftsjahr.

Die Rohertragsmarge sollte sich in 2008/09 nach unserer Einschätzung in etwa konstant verhalten. Auf der einen Seite sind die Großprojekte in der Regel mit einer tendenziell niedrigeren Rohertragsmarge verbunden. Auf der anderen Seite sollte sich die sukzessive Substitution konzernfremder Produkte durch eigene Produkte im Soft- und Hardwarebereich bei den Tochtergesellschaften positiv auf die Materialaufwandsquote auswirken, so dass sich diese gegenläufigen Effekte ausgleichen sollten. Zudem werden sich die aktivierten Eigenleistungen auch im laufenden Geschäftsjahr leicht rückläufig entwickeln.

Beim EBITDA sieht unsere Schätzung für das Geschäftsjahr 2008/09 einen Wert in Höhe von 7,23 Mio. € vor, was einem Anstieg von 24,1 % im Vergleich zum Vorjahr und einer EBITDA-Marge von 11,45 % gleichkommt. Die Abschreibungen sollten in 2008/09 mit 4,60 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorjahres verharren und erst in den Folgejahren stetig abschmelzen. Der Verkauf der im Bestand gehaltenen eigenen Aktien nach dem Stichtag für 6 € im Rahmen des Übernahmeangebotes sollte in 2008/09 zu einem Mittelzufluss von knapp 0,7 Mio. € sowie einem betrieblichen Ertrag von rund 0,16 Mio. € führen. Beim Finanzergebnis erwarten wir in 2008/09 aufgrund der Nettoverschuldung einen negativen Wert von -1,1 Mio. €. Unter Berücksichtigung der erwarteten Steuerquote auf Konzernebene von 32,0 % sehen wir den Jahresüberschuss von primion Technology bei 1,04 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,19 € entspricht.

In den Folgejahren plant der Vorstand durchschnittliche Umsatzzuwächse von 8 % per anno bei einer deutlichen Steigerung der EBITDA-Marge. Wir haben im Rahmen unserer Schätzungen mit einem nachhaltigen Umsatzwachstum von 4 % ein konservativeres Szenario unterstellt. Für das kommende Geschäftsjahr 2009/10 haben wir ein weiteres moderates Umsatzwachstum von 4,1 % auf dann 63,10 Mio. € bei einer gleichzeitig verbesserten EBITDA-Marge von 12,48 % angenommen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der primion Technology AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,00 % (bisher: 4,50 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Nach unseren internen Schätzungen haben wir ein Beta von 1,54 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,5 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig ein Gewicht der Fremdkapitalfinanzierung von 75,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,9 % (bisher: 10,5 %).

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,5
Gewicht in %	75,0
Fremdkapitalkosten	6,5
Gewicht in %	25,0
Taxshield in %	25,0
WACC	9,9

Primion Technology AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	13,0%	ewige EBITA - Marge	8,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	63,12	65,50	68,12	70,84	73,68	76,63	79,69	82,88	
US Veränderung	4,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,16	3,45	3,68	3,94	4,09	4,26	4,43	4,60	
EBITDA	7,23	8,18	8,86	9,21	9,58	9,96	10,36	10,77	
EBITDA-Marge	11,5%	12,5%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
EBITA	2,63	3,58	5,06	5,51	5,98	6,36	6,76	7,17	
EBITA-Marge	4,2%	5,5%	7,4%	7,8%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,84	-1,14	-1,57	-1,71	-1,85	-1,97	-2,10	-2,22	
EBI (NOPLAT)	1,79	2,43	3,49	3,80	4,12	4,39	4,66	4,95	31,0%
Kapitalrendite	4,4%	6,2%	9,4%	10,7%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,1%
Working Capital (WC)	19,00	18,00	17,03	17,71	18,42	19,16	19,92	20,72	
WC zu Umsatz	30,1%	27,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	0,59	1,00	0,97	-0,68	-0,71	-0,74	-0,77	-0,80	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	20,00	19,00	18,50	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00	
AFA auf OAV	-4,60	-4,60	-3,80	-3,70	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	
AFA zu OAV	23,0%	24,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-3,35	-3,60	-3,30	-3,20	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	
Investitionen in WC	0,59	1,00	0,97	-0,68	-0,71	-0,74	-0,77	-0,80	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,63	4,43	4,96	3,62	3,42	3,65	3,90	4,15	55,60
EBITDA	7,23	8,18	8,86	9,21	9,58	9,96	10,36	10,77	
Steuern auf EBITA	-0,84	-1,14	-1,57	-1,71	-1,85	-1,97	-2,10	-2,22	
Investitionen gesamt	-2,75	-2,60	-2,33	-3,88	-4,31	-4,34	-4,37	-4,40	
Investitionen in OAV	-3,35	-3,60	-3,30	-3,20	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	
Investitionen in WC	0,59	1,00	0,97	-0,68	-0,71	-0,74	-0,77	-0,80	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,63	4,43	4,96	3,62	3,42	3,65	3,90	4,15	55,60
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	48,58	48,95							
Barwert expliziter FCFs	19,85	17,38							
Barwert des Continuing Value	28,73	31,57							
Nettoschulden (Net debt)	20,00	16,47							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	28,58	32,48							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	28,58	32,48							
Ausstehende Aktien in Mio.	5,550	5,550							
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,15	5,85							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	11,5%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	6,8%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,9%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%
Kapitalrendite	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%
5,1%	2,31	2,07	1,87	1,71	1,56	1,44	1,33	1,24	1,15
7,1%	3,95	3,53	3,18	2,89	2,64	2,42	2,23	2,06	1,91
9,1%	5,59	4,99	4,49	4,07	3,71	3,39	3,12	2,88	2,67
11,1%	7,23	6,45	5,80	5,25	4,78	4,37	4,01	3,70	3,42
13,1%	8,87	7,92	7,11	6,43	5,85	5,35	4,91	4,52	4,18
15,1%	10,51	9,38	8,42	7,62	6,92	6,33	5,80	5,34	4,94
17,1%	12,16	10,84	9,73	8,80	8,00	7,30	6,70	6,17	5,70
19,1%	13,80	12,30	11,04	9,98	9,07	8,28	7,59	6,99	6,45
21,1%	15,44	13,76	12,35	11,16	10,14	9,26	8,49	7,81	7,21

Fazit

Die primion Technology AG lag mit ihren endgültigen Geschäftszahlen für das Jahr 2007/08 leicht unter unseren Erwartungen. Bei erzielten Umsatzerlösen in Höhe von 58,16 Mio. € betrug das EBITDA 5,83 Mio. €. Die Rohertragsmarge konnte unter anderem aufgrund einer erhöhten Inanspruchnahme von Fremdleistungen sowie Verzögerungen bei der Fertigstellung von Großprojekten unsere Schätzungen nicht ganz erreichen. Die nach wie vor hohen Abschreibungen sowie der Wegfall der bestehenden Verlustvorträge infolge der Übernahme durch die spanische Azkoyen-Gruppe und die damit einhergehende Anpassung der aktiven latenten Steuern führte dazu, dass primion Technology im abgelaufenen Geschäftsjahr unter dem Strich einen Jahresfehlbetrag ausweisen musste.

Für das laufende Geschäftsjahr 2008/09 sind wir trotz des schwierigen konjunkturellen Umfeldes zuversichtlich, dass die primion Technology AG den eingeschlagenen Wachstumspfad beibehalten wird. In vergangenen rezessiven Phasen erwies sich der Geschäftsverlauf bei primion Technology als erstaunlich konjunkturresistent. Der hohe Auftragsbestand, eine Reihe gewonnener Großprojekte nach dem Bilanzstichtag sowie eine weiterhin gut gefüllte Vertriebspipeline bekräftigen unsere Schätzung. Für das Gesamtjahr erwarten wir einen Umsatzzuwachs von 4,9 % auf dann 63,10 Mio. €. Auch bei der operativen Marge gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einer leichten Verbesserung auf 11,45 % aus.

Mit der Hilfe des neuen Mehrheitsaktionärs Azkoyen, welcher derzeit unmittelbar 77,17 % der Anteile an der primion Technology AG hält, sollen mittelfristig neue regionale Absatzmärkte erschlossen werden. Die Vertriebsunterstützung soll sich hier vor allem auf die Länder Südeuropa, UK und Osteuropa, in denen die Azkoyen-Gruppe bereits mit eigenen Niederlassungen vertreten ist, erstrecken. Für das laufende Geschäftsjahr 2008/09 rechnen wir allerdings hieraus noch mit einem geringen Umsatzbeitrag.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel für die Aktie der primion Technology AG in Höhe von 5,85 € (bisher: 6,25 €) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kurses vergeben wir daher für die Aktie der primion Technology AG das Rating Kaufen.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Cosmin Filker, Bankkfm., Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de