

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 5,30 (alt: 5,00)

Kurs EUR 5,03
Bloomberg P4T GR
Reuters P4TG
Branche Industriegüter

Spezialist für Zutrittskontroll- und Zeiterfassungssysteme, die schwerpunktmäßig auf RFID-Technologie basieren; eigene Hardwareproduktion



Aktien Daten: 01.06.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 27,9 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 52,8 Mio
Buchwert: EUR 26,7 Mio
Aktienanzahl: 5,6 Mio

Aktionäre:
Azkoyen S.A. 77,5 %
Freefloat 13,5 %
Heinz Roth (CEO) 9,0 %

Termine:
Zahlen Q3 25.08.2009

Änderung	2008/09e		2009/10e		2010/11e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	56,0	3,9	58,8	4,1	62,9	4,4
EBIT	1,5	0,1	2,7	0,4	4,5	0,3
EPS	0,04	0	0,19	0,04	0,43	0,04

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 04.06.2009
Analyst: Finn Henning Breiter
+49 (0)40-309537-230
breiter@ses.de

Solides Q2 - Auswirkungen der Krise kaum erkennbar

Die von primion am 26.05.2009 veröffentlichten endgültigen Zahlen für das H1 2008/09 zeigten keine Abweichungen zu den vorläufig berichteten Zahlen vom 14.05.2009.

Im Q2 (01.01.-31.03.) wurde gegen den konjunkturellen Trend eine deutliche Steigerung von Umsatz und Ergebnis erzielt.

Primion - Q2 2009								
Angaben in Mio. EUR								
	Q2/09	Q2/09e	Q2/08	yoy	6M/09	6M/09e	6M/08	yoy
Umsatz	15,4	15,3	13,5	13,9%	30,4	30,2	28,7	5,7%
EBITDA	1,5	1,5	0,2	546,4%	3,2	3,3	3,3	-1,4%
<i>Marge</i>	9,4%	9,8%	1,7%		10,7%	10,9%	11,5%	
EBIT	0,2	0,2	-1,0	-	0,8	0,8	1,0	-20,2%
<i>Marge</i>	1,1%	1,3%	-7,0%		2,6%	2,6%	3,4%	
EBT	-0,2	-0,1	-1,2	85,8%	0,1	0,1	0,4	-88,1%
<i>Marge</i>	-1,1%	-0,7%	-8,9%		0,2%	0,3%	1,5%	
EPS in EUR	-0,02	-0,02	-0,17	88,2%	-0,01	-0,01	0,06	-

Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Die Q2-Zahlen deuten darauf hin, dass die Sicherheitstechnologie im konjunkturellen Abschwung weniger stark leiden dürfte als die Gesamtwirtschaft. Das hohe Sicherheitsbedürfnis von Unternehmen und öffentlichen Einrichtungen dämpft offensichtlich den Einfluss der Wirtschaftskrise auf Investitionsentscheidungen in diesem sensiblen Bereich.

Folgerichtig ist der Auftragsbestand gegenüber dem 31.03.2008 nur um EUR 1,7 Mio. auf EUR 25,4 Mio. zurückgegangen und lässt somit ein weiterhin stabiles Geschäft im Jahresverlauf 2008/09 erwarten. Der Projektcharakter des Geschäftsmodells kann dennoch stets zu deutlichen Schwankungen auf Quartalsbasis führen, wenn gleich primion diese durch die Nutzung der POC-Methode mittlerweile verringert hat.

Die Finanzierungssituation von primion sollte sich infolge der mehrheitlichen Übernahme durch Azkoyen weiter verbessern. Der Konzern strebt eine Neuausrichtung der Finanzierung an und wird primion ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 10 Mio. zur Verfügung stellen. Damit sollten keinerlei Prolongationsrisiken für die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 10,7 Mio. bestehen.

Die Erwartungen für 2009 bis 2011 werden nach dem vielversprechenden Q2 leicht angehoben.

Das auf einem DCF Modell basierende Kursziel wird auf EUR 5,30 angehoben (alt: EUR 5,00). Rating: Halten

Geschäftsjahresende: 30.9.	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Umsatz	21,4	34,2	52,1	58,2	59,9	62,9	67,3
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	34,8 %	60,1 %	52,4 %	11,6 %	3,0 %	5,0 %	7,0 %
Rohertrag	15,2	25,2	39,2	39,5	40,9	43,0	46,2
<i>Rohertragsmarge</i>	71,1 %	73,7 %	75,1 %	67,9 %	68,3 %	68,4 %	68,7 %
EBITDA	3,6	6,9	7,5	5,8	6,4	7,4	8,9
<i>EBITDA-Marge</i>	17,1 %	20,0 %	14,5 %	10,0 %	10,6 %	11,8 %	13,3 %
EBIT	3,0	4,5	3,4	1,1	1,6	3,0	4,8
<i>EBIT-Marge</i>	13,9 %	13,1 %	6,5 %	2,0 %	2,6 %	4,8 %	7,2 %
Jahresüberschuss	1,7	2,5	1,9	-1,3	0,2	1,3	2,6
EPS	0,42	0,50	0,34	-0,23	0,04	0,23	0,47
Free Cash Flow je Aktie	-0,96	-0,26	-0,19	-0,74	-0,22	0,22	0,25
Dividende	0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,14
<i>Dividendenrendite</i>	7,0 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4 %	2,8 %
EV/Umsatz	2,4	1,5	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	14,0	7,4	6,8	8,7	8,3	6,9	5,7
EV/EBIT	17,2	11,4	15,0	44,7	33,9	17,0	10,5
KGV	12,0	10,1	14,8	-21,9	125,8	21,9	10,7
ROCE	21,7 %	15,4 %	7,1 %	2,2 %	3,0 %	5,8 %	8,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	6,3 %	11,5 %	12,5 %	8,7 %	9,2 %	11,5 %	14,7 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 5,03

Gewinn- und Verlustrechnung primion Technology							
in EUR Mio.							
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Umsatz	21,4	34,2	52,1	58,2	59,9	62,9	67,3
Bestandsveränderungen	-0,1	0,4	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	2,2	2,5	1,9	2,1	2,1	2,2
Gesamtleistung	21,2	36,8	54,7	60,5	62,1	65,2	69,7
Materialaufwand	6,0	11,6	15,6	21,0	21,2	22,1	23,4
Rohertrag	15,2	25,2	39,2	39,5	40,9	43,0	46,2
Personalaufwendungen	8,2	14,2	22,4	23,8	24,7	25,3	26,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	2,6	1,1	1,1	1,4	1,3	1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,8	6,7	10,3	10,9	11,2	11,6	12,1
EBITDA	3,6	6,9	7,5	5,8	6,4	7,4	8,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,7	1,4	0,9	1,2	1,0	1,0
EBITA	3,1	6,2	6,2	4,9	5,2	6,4	7,9
Abschreibungen auf iAV	0,1	1,7	1,2	3,8	3,6	3,4	3,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,0	4,5	3,4	1,1	1,6	3,0	4,8
Zinserträge	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,7	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0
Finanzergebnis	-0,2	-0,5	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,8	4,0	2,4	-0,1	0,4	1,9	3,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,8	4,0	2,4	-0,1	0,4	1,9	3,9
Steuern gesamt	1,1	1,4	0,6	1,2	0,1	0,6	1,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,7	2,5	1,9	-1,3	0,2	1,3	2,6
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,7	2,5	1,9	-1,3	0,2	1,3	2,6
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,7	2,5	1,9	-1,3	0,2	1,3	2,6

Quellen: primion Technology (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung primion Technology							
in % vom Umsatz							
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	-0,7 %	1,3 %	0,2 %	0,8 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	6,4 %	4,8 %	3,2 %	3,5 %	3,4 %	3,3 %
Gesamtleistung	99,3 %	107,6 %	105,0 %	104,0 %	103,7 %	103,6 %	103,5 %
Materialaufwand	28,2 %	33,9 %	29,9 %	36,1 %	35,4 %	35,2 %	34,8 %
Rohertrag	71,1 %	73,7 %	75,1 %	67,9 %	68,3 %	68,4 %	68,7 %
Personalaufwendungen	38,2 %	41,6 %	43,0 %	41,0 %	41,3 %	40,2 %	39,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,1 %	7,5 %	2,1 %	1,9 %	2,3 %	2,1 %	2,1 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,0 %	19,6 %	19,8 %	18,8 %	18,7 %	18,4 %	18,0 %
EBITDA	17,1 %	20,0 %	14,5 %	10,0 %	10,6 %	11,8 %	13,3 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,7 %	2,0 %	2,6 %	1,6 %	2,0 %	1,6 %	1,5 %
EBITA	14,4 %	18,1 %	11,9 %	8,5 %	8,6 %	10,2 %	11,8 %
Abschreibungen auf iAV	0,5 %	5,0 %	2,3 %	6,5 %	6,0 %	5,4 %	4,6 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	3,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	13,9 %	13,1 %	6,5 %	2,0 %	2,6 %	4,8 %	7,2 %
Zinserträge	0,0 %	0,5 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,8 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %	1,8 %	1,4 %
Finanzergebnis	-0,7 %	-1,5 %	-1,9 %	-2,1 %	-2,0 %	-1,8 %	-1,4 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	13,1 %	11,6 %	4,6 %	-0,1 %	0,6 %	3,1 %	5,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	13,1 %	11,6 %	4,6 %	-0,1 %	0,6 %	3,1 %	5,8 %
Steuern gesamt	5,0 %	4,2 %	1,1 %	2,1 %	0,2 %	1,0 %	1,9 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	8,2 %	7,4 %	3,6 %	-2,2 %	0,4 %	2,1 %	3,9 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	8,2 %	7,4 %	3,6 %	-2,2 %	0,4 %	2,1 %	3,9 %
Minority interest	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	8,1 %	7,4 %	3,6 %	-2,2 %	0,4 %	2,1 %	3,9 %

Quellen: primion Technology (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz primion Technology

in EUR Mio.

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,0	24,5	29,8	28,2	26,8	25,6	24,9
davon übrige imm. VG	0,2	12,0	17,4	15,8	14,4	13,2	12,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,8	12,5	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Sachanlagen	2,8	7,5	8,4	5,4	5,5	5,9	6,4
Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Anlagevermögen	4,9	32,1	38,2	33,7	32,4	31,6	31,4
Vorräte	2,5	4,5	5,7	6,2	6,7	6,9	7,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,7	16,5	20,9	23,7	25,4	26,2	27,7
Sonstige Vermögensgegenstände	0,8	3,7	2,1	2,0	2,9	2,9	2,9
Liquide Mittel	0,9	2,9	1,5	1,7	-0,2	1,0	2,4
Umlaufvermögen	12,1	27,6	30,2	33,6	34,8	37,0	40,3
Bilanzsumme (Aktiva)	16,9	59,7	68,4	67,3	67,2	68,6	71,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,2	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kapitalrücklage	0,4	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Gewinnrücklagen	1,7	3,0	4,9	3,6	3,8	5,1	7,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0
Buchwert	6,3	26,6	28,6	26,8	26,7	27,8	30,4
Anteile Dritter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	6,4	26,7	28,6	26,8	26,7	27,8	30,4
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8
Rückstellungen gesamt	0,1	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,1	17,4	21,4	24,1	24,1	24,1	24,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,0	3,5	3,9	4,1	4,1	4,3	4,6
Sonstige Verbindlichkeiten	2,2	11,8	13,9	11,6	11,6	11,6	11,6
Verbindlichkeiten	10,5	33,1	39,9	40,5	40,5	40,8	41,2
Bilanzsumme (Passiva)	16,9	59,7	68,4	67,3	67,2	68,6	71,6

Quellen: primion Technology (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz primion Technology

in % der Bilanzsumme

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,9 %	41,0 %	43,6 %	41,9 %	39,9 %	37,3 %	34,7 %
davon übrige imm. VG	1,4 %	20,2 %	25,4 %	23,5 %	21,5 %	19,3 %	17,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,4 %	20,9 %	18,1 %	18,4 %	18,5 %	18,1 %	17,3 %
Sachanlagen	16,7 %	12,6 %	12,2 %	8,0 %	8,2 %	8,6 %	8,9 %
Finanzanlagen	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %
Anlagevermögen	28,9 %	53,8 %	55,9 %	50,1 %	48,3 %	46,1 %	43,8 %
Vorräte	15,1 %	7,6 %	8,3 %	9,2 %	10,0 %	10,1 %	10,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	45,8 %	27,6 %	30,6 %	35,2 %	37,8 %	38,2 %	38,7 %
Sonstige Vermögensgegenstände	5,0 %	6,3 %	3,1 %	3,0 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %
Liquide Mittel	5,5 %	4,8 %	2,1 %	2,5 %	-0,3 %	1,5 %	3,3 %
Umlaufvermögen	71,4 %	46,3 %	44,2 %	49,9 %	51,8 %	54,0 %	56,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	24,6 %	9,3 %	8,1 %	8,3 %	8,3 %	8,1 %	7,8 %
Kapitalrücklage	2,3 %	30,4 %	26,5 %	26,9 %	27,0 %	26,4 %	25,3 %
Gewinnrücklagen	10,3 %	5,0 %	7,2 %	5,4 %	5,7 %	7,5 %	10,8 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,7 %	-1,2 %	-1,5 %	-1,4 %
Buchwert	37,2 %	44,6 %	41,8 %	39,8 %	39,7 %	40,5 %	42,5 %
Anteile Dritter	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	37,8 %	44,6 %	41,8 %	39,8 %	39,7 %	40,5 %	42,5 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1 %	0,6 %	0,7 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %
Rückstellungen gesamt	0,8 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	42,0 %	29,1 %	31,3 %	35,8 %	35,9 %	35,1 %	33,7 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1 %	5,8 %	5,7 %	6,1 %	6,1 %	6,3 %	6,4 %
Sonstige Verbindlichkeiten	13,1 %	19,7 %	20,3 %	17,2 %	17,3 %	16,9 %	16,2 %
Verbindlichkeiten	62,0 %	55,4 %	58,3 %	60,2 %	60,3 %	59,5 %	57,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: primion Technology (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung primion Technology

in EUR Mio.

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,7	2,5	1,9	-1,3	0,2	1,3	2,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,7	1,4	0,9	1,2	1,0	1,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	1,7	1,2	3,8	3,6	3,4	3,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,8	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,6	4,4	5,6	3,6	5,0	5,8	6,8
Veränderung Vorräte	3,0	0,8	-1,1	-0,5	-0,5	-0,2	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,1	-1,6	0,0	-2,8	-1,7	-0,8	-1,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	-2,5	0,2	0,0	0,2	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-6,0	-1,0	1,4	-1,3	-0,5	-0,2	0,0
Veränderung Working Capital	-5,2	-1,8	-2,2	-4,4	-2,7	-1,0	-1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-3,6	2,7	3,4	-0,8	2,3	4,8	5,2
CAPEX	-0,4	-4,0	-4,5	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	-0,2	-22,5	-4,3	2,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,6	-26,5	-8,8	-1,1	-4,2	-3,6	-3,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	5,2	8,7	4,0	2,7	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,2	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	18,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	4,0	25,7	4,0	2,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,2	1,9	-1,4	0,3	-1,9	1,2	1,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	0,9	2,9	1,5	1,8	-0,2	1,0	2,4

Quellen: primion Technology (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen primion Technology

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	82,3 %	87,6 %	90,6 %	93,9 %	93,1 %	91,8 %	90,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	140.520	89.997	129.617	138.476	144.337	147.988	152.949
EBITDA je Mitarbeiter	23.974	18.029	18.734	13.905	15.322	17.509	20.283
EBIT-Marge	13,9 %	13,1 %	6,5 %	2,0 %	2,6 %	4,8 %	7,2 %
EBITDA / Operating Assets	30,2 %	27,3 %	24,2 %	18,7 %	19,0 %	21,4 %	24,3 %
ROA	35,4 %	7,9 %	4,9 %	-3,7 %	0,7 %	4,1 %	8,3 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	7,6	4,5	6,2	10,8	10,9	10,7	10,5
Operating Assets Turnover	1,8	1,4	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8
Capital Employed Turnover	1,6	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2
Kapitalverzinsung							
ROCE	21,7 %	15,4 %	7,1 %	2,2 %	3,0 %	5,8 %	8,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	26,7 %	23,6 %	15,8 %	11,4 %	12,3 %	14,3 %	16,5 %
ROE	27,0 %	9,5 %	6,5 %	-4,7 %	0,9 %	4,7 %	8,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	54,0 %	15,4 %	6,8 %	-4,6 %	0,9 %	4,8 %	8,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	54,4 %	15,3 %	6,7 %	-4,6 %	0,9 %	4,8 %	8,9 %
ROIC	12,7 %	5,3 %	3,4 %	-2,3 %	0,4 %	2,3 %	4,4 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	6,2	14,5	20,0	22,4	24,3	23,1	21,7
Net Gearing	96,6 %	54,4 %	69,9 %	83,7 %	91,0 %	83,0 %	71,4 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	90,0 %	153,5 %	133,3 %	111,1 %	110,8 %	115,4 %	126,2 %
Current ratio	1,6	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6
Acid Test Ratio	1,3	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	21,1	9,4	7,1	4,9	5,3	6,8	9,4
Netto Zinsdeckung	17,8	8,3	3,4	1,0	1,3	2,8	5,1
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-4,0	-1,3	-1,0	-4,1	-1,2	1,2	1,4
Free Cash Flow / Umsatz	-18,6 %	-3,9 %	-2,0 %	-7,1 %	-2,0 %	1,9 %	2,0 %
Adj. Free Cash Flow	3,2	5,9	6,3	4,4	4,9	5,9	7,4
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	9,4 %	10,8 %	9,0 %	3,5 %	5,9 %	6,7 %	7,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-229,5 %	-52,1 %	-56,1 %	326,0 %	-496,8 %	93,5 %	52,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,8 %	9,7 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,4 %	5,9 %	5,5 %	5,3 %	5,0 %	4,6 %	3,9 %
Ausschüttungsquote	82,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	29,9 %	29,9 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	1,8 %	11,7 %	8,6 %	5,7 %	5,9 %	5,7 %	5,7 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	2,9 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,4 %	2,2 %
CAPEX / Abschreibungen	56,2 %	168,8 %	108,3 %	70,4 %	73,6 %	81,5 %	93,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	43,3 %	39,2 %	38,6 %	41,7 %	44,9 %	45,2 %	44,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	750,4 %	472,4 %	537,7 %	578,0 %	619,5 %	609,3 %	602,2 %
Inventory processing period (Tage)	43,5	48,4	39,7	38,9	40,6	40,1	39,7
Receivables collection period (Tage)	132	176	147	149	155	152	150
Payables payment period (Tage)	17,6	37,2	27,3	25,7	25,0	25,0	25,0
Cash conversion cycle (Tage)	158	187	159	162	171	167	165
Bewertung							
P/B	4,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/sales	2,4	1,5	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	14,0	7,4	6,8	8,7	8,3	6,9	5,7
EV/EBIT	17,2	11,4	15,0	44,7	33,9	17,0	10,5
EV/FCF	-12,8	-38,5	-48,6	-12,4	-44,2	42,5	37,1
P/E	12,0	10,1	14,8	-21,9	125,8	21,9	10,7
P/CF	16,9	6,3	5,0	7,8	5,5	4,8	4,1

Quellen: primion Technology (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Primion

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jahresüberschuss	1,7	2,5	1,9	-1,3	0,2	1,3	2,6	
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	2,4	4,1	4,7	4,8	4,4	4,1	
- Zinsergebnis (netto)	-0,2	-0,5	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	
+ Steuern	1,1	1,4	0,6	1,2	0,1	0,6	1,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,4	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	3,2	5,9	6,3	4,4	4,9	5,9	7,4	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,7%	12,2%	13,2%	9,3%	9,7%	12,2%	15,6%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	48,0	48,0	48,0	48,0	49,9	48,8	47,5	
= Fairer Enterprise Value	32,3	58,6	63,4	44,4	48,6	59,4	74,2	
- Nettoverschuldung (Cash)	22,4	22,4	22,4	22,4	24,3	23,1	21,7	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	9,3	35,6	40,4	21,4	23,7	35,6	51,7	
Aktienanzahl (Mio.)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,68	6,41	7,28	3,86	4,27	6,42	9,32	
Premium (-) / Discount (+) in %	-62,7%	42,5%	61,8%	-14,3%	-5,1%	42,7%	107,1%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	0,34	3,98	4,64	2,01	2,25	3,95	6,23
	12,0%	0,71	4,65	5,38	2,52	2,81	4,64	7,09
Fairer	11,0%	1,15	5,45	6,24	3,13	3,47	5,45	8,10
Free Cash Flow	10,0%	1,68	6,41	7,28	3,86	4,27	6,42	9,32
Yield	9,0%	2,33	7,58	8,55	4,74	5,24	7,61	10,81
	8,0%	3,14	9,05	10,14	5,86	6,46	9,10	12,66
	7,0%	4,18	10,93	12,18	7,28	8,02	11,01	15,05

Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - Primion

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	59,9	62,9	67,3	71,7	76,0	80,5	84,6	88,8	93,2	97,0	100,8	104,9	108,0	111,3
Veränderung	3,0%	5,0%	7,0%	6,5%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%
EBIT	1,6	3,0	4,8	6,1	7,2	8,1	8,5	8,0	8,4	8,7	8,1	8,4	8,6	8,9
EBIT-Marge	2,6%	4,8%	7,2%	8,5%	9,5%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Steuerquote	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
NOPAT	1,0	2,0	3,2	4,1	4,8	5,4	5,7	5,4	5,6	5,8	5,4	5,6	5,8	6,0
Abschreibungen	4,8	4,4	4,1	3,9	4,2	3,6	3,4	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3
in % vom Umsatz	8,0%	7,0%	6,1%	5,5%	5,5%	4,5%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-2,2	-0,8	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4
- Investitionen	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9	-3,8	-3,6	-3,4	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3
Investitionsquote	5,9%	5,7%	5,7%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Übriges	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,1	2,2	2,0	2,8	4,0	4,1	4,7	4,3	4,6	5,1	4,7	4,9	5,4	5,6

Modellparameter

Fremdkapitalquote	60,00%	Beta	1,60
Fremdkapitalzins	7,0%	WACC	7,56%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	30,8		
Terminal Value	41,6		
Verbindlichkeiten	-42,9		
Liquide Mittel	0,0	Aktienzahl (Mio.)	5,55
Eigenkapitalwert	29,5	Wert je Aktie (EUR)	5,32

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

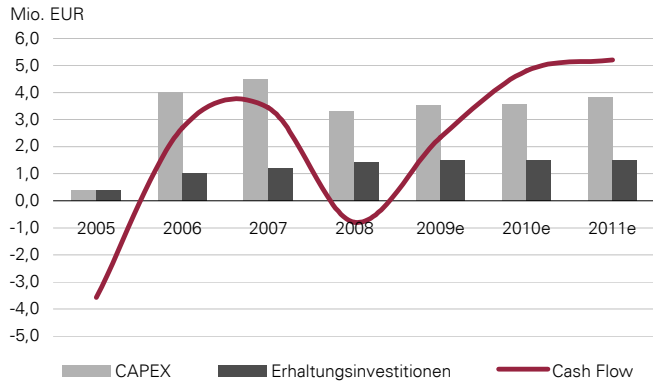
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
8,56%	2,39	2,57	2,78	3,00	3,23	3,49	3,78
8,06%	3,29	3,52	3,78	4,05	4,35	4,69	5,05
7,81%	3,80	4,06	4,34	4,66	5,00	5,38	5,79
7,56%	4,35	4,65	4,97	5,32	5,71	6,14	6,62
7,31%	4,96	5,29	5,65	6,05	6,50	7,00	7,55
7,06%	5,62	5,99	6,41	6,87	7,38	7,96	8,61
6,56%	7,15	7,64	8,19	8,80	9,49	10,28	11,19

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
8,56%	0,65	1,43	2,21	3,00	3,78	4,56	5,34
8,06%	1,49	2,35	3,20	4,05	4,90	5,76	6,61
7,81%	1,98	2,87	3,76	4,66	5,55	6,44	7,34
7,56%	2,51	3,44	4,38	5,32	6,26	7,20	8,13
7,31%	3,09	4,08	5,07	6,05	7,04	8,03	9,01
7,06%	3,74	4,78	5,83	6,87	7,91	8,95	9,99
6,56%	5,28	6,46	7,63	8,80	9,97	11,14	12,32

Quelle: SES Research

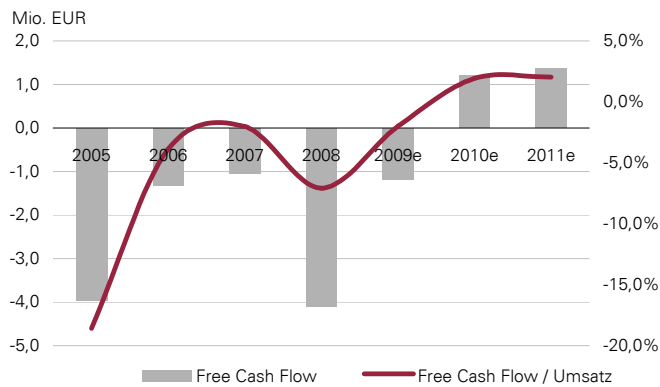
Investitionen und Cash Flow - Primion



Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Intensivierte Investitionstätigkeit nach IPO 2006
- Starker Cash Flow Anstieg 2006-07 durch Akquisitionen und Wachstum...
- 2008-09 belastet durch fehlendes Wachstum in schwacher Konjunktur

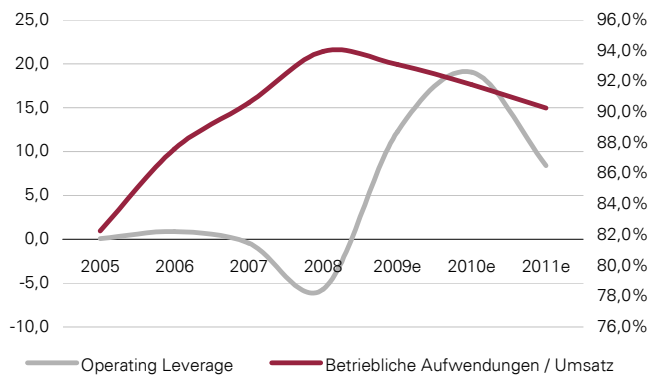
Free Cash Flow Generation - Primion



Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow durch Erweiterungsinvestitionen und Working Capital belastet
- Ab 2009 moderat positiver Free Cash Flow durch Straffung des Working Capital und rückläufige Investitionen erwartet

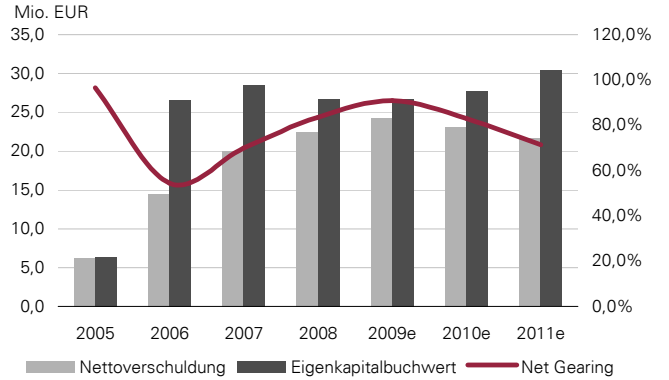
Operating Leverage - Primion



Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Niedriger OL in Wachstumsjahren durch Integrationskosten (Akquisitionen)...
- ...2008 durch deutlichen Margenrückgang sogar negativ
- 2010 verzerrt durch niedrige Ergebnisbasis

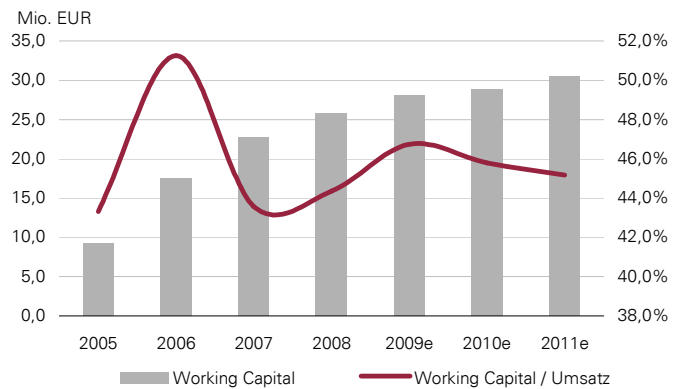
Bilanzqualität - Primion



Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- EK Zuführung durch IPO in 2006
- Anstieg der Nettoverschuldung durch Akquisitionen
- Moderate Rückführung der Verschuldung ab 2010 aus steigenden Cash Flows

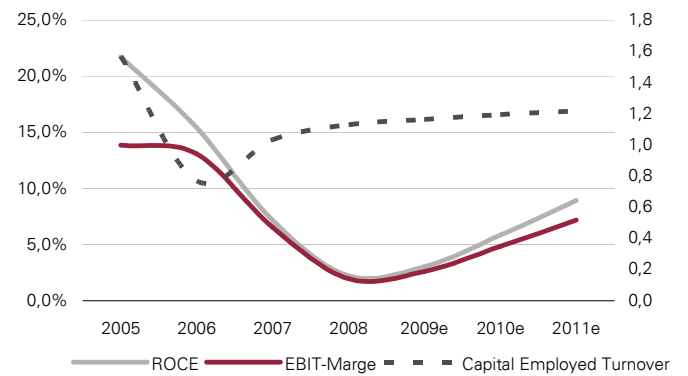
Working Capital - Primion



Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Starker Working Capital Aufbau nach IPO durch Geschäftserweiterung
- 2008-09 Stagnation in schwierigem Marktumfeld erwartet

ROCE Entwicklung - Primion



Quellen: Primion (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- ROCE belastet durch Margenrückgang
- Nach 2009 in anziehendem Markt wieder Erholung erwartet

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

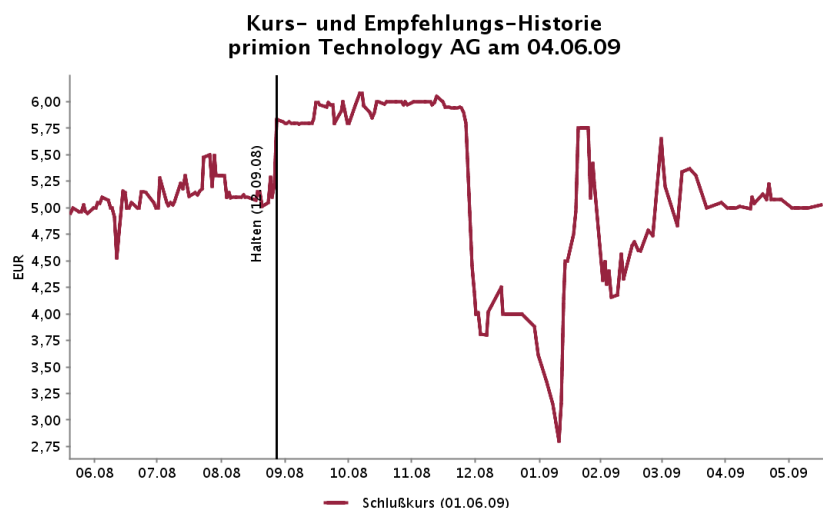
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	103	50%
Halten	67	32%
Verkaufen	25	12%
Empf. ausgesetzt	12	6%
Gesamt	207	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	76	57%
Halten	42	32%
Verkaufen	8	6%
Empf. ausgesetzt	7	5%
Gesamt	133	



SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	Tim Oliver Wunderlich	+49 (0)40-309537 – 185 wunderlich@ses.de

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
Denis Moreau Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		