



Researchstudie (Initial Coverage)



Kaufen

Stand 16.05.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 28

16.5.2008 primion Technology AG^{(5)*}

KAUFEN

Fairer Wert: 6,09 €

15.5.2008, 9:22 Uhr,
XETRA: 4,71 €

Ersteinschätzung:
Kaufen

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: 412 (Stand: 31.03.08)

Firmensitz: Stetten a. k. M. , D

Gründung: 1995

Vorstand: Heinz Roth, Thomas Bredehorn, Thomas Becker

WKN: 511700

ISIN: DE0005117006

Börsenkürzel: P4T

Anzahl Aktien: 5,550 Mio.

Marktkap.: 26,14 Mio. €

Streubesitz: 65,78 %

52 W Hoch: 8,20 €

52 W Tief: 3,25 €

Ø Tagesvolumen (in €): 46.772 €



in Mio. €	GJ 2004/05	GJ 2005/06	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e
Gesamtleistung	21,21	36,80	54,73	60,12	63,00
EBITDA	4,29	6,85	7,53	8,08	9,22
EBIT	3,64	4,48	3,40	3,68	4,72
Periodenergebnis	2,41	2,54	1,87	1,77	2,62
in €					
EPS in €	0,43	0,46	0,34	0,32	0,47
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
in %					
EBITDA-Marge	20,2%	18,6%	13,8%	13,4%	14,6%
EBIT-Marge	17,2%	12,2%	6,2%	6,1%	7,5%
Kennzahlen					
EV/ Sales	1,53	1,09	0,84	0,76	0,73
EV / EBITDA	7,54	5,84	6,07	5,65	4,96
Kurs-Gewinn-Verhältnis	10,84	10,30	14,00	14,78	10,00
Kurs-Buchwert-Verhältnis			0,92		

Highlights:

- Umsatzwachstum hat sich im ersten Halbjahr 2007/08 fortgesetzt
- Anstieg beim Umsatz und operativen Ergebnis in 2007/08 erwartet
- Aktienrückkaufprogramm abgeschlossen
- Verkauf der belgischen Immobilie führt zu Liquiditätszufluss von über 3 Mio. €

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur.....	4
Unternehmenshistorie.....	5
Geschäftstätigkeit.....	6
Organe der Gesellschaft.....	10

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	11
SWOT-Analyse	14

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	15
Geschäftsentwicklung 2005 - 2007.....	16
Umsatzentwicklung.....	16
Ergebnisentwicklung.....	17
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	20

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	22
Bestimmung der Kapitalkosten	22
Wachstumsaussichten und Strategie.....	23
Prognose und Modellannahmen.....	24
Discounted Cashflow-Modell.....	26
Fazit	27

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	28
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	29

Unternehmen

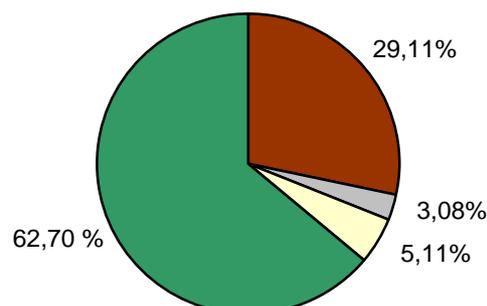
Profil

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 2006/07 beschäftigte die Gesellschaft über 400 Mitarbeiter und erzielte dabei Umsatzerlöse in Höhe von 52,1 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Heinz Roth	29,11 %
I.f.i. GmbH	5,11 %
Mountain Super Angel AG	3,08 %
Freefloat	62,70 %
Summe	100,00 %

Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: primion, GBC

Unternehmenshistorie

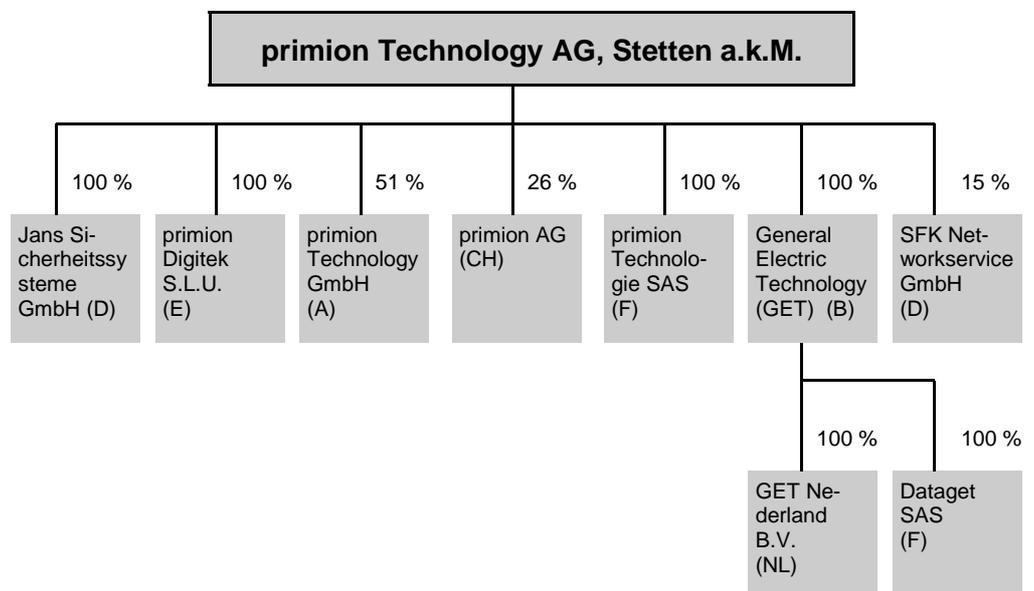
Wichtige Meilensteine in der Unternehmensgeschichte

- 1995 Gründung der AZS Datentechnik GmbH in Stetten am kalten Markt
- 1999 Verschmelzung der AZS Datentechnik GmbH auf die Firma AZS Technologie AG
- 2000 Umfirmierung der Gesellschaft in primion Technology AG
- 2005 Im November 2005 übernimmt primion den Geschäftsbereich Zutrittskontrolle und Zeiterfassung von der Dr. Städler GmbH in Nürnberg
- 2005 Im Dezember 2005 erwirbt primion den Geschäftsbereich Zeit- und Zutrittskontrolle der Novar Iberia, einer Tochter des Honeywell-Konzerns
- 2006 Börsengang an die Frankfurter Wertpapierbörse im Februar 2006
- 2006 Akquisition des belgischen Marktführers GET im September 2006, Größte Übernahme der Firmengeschichte
- 2007 Erwerb der Jans Sicherheitssysteme mit Sitz in Ludwigsburg im Mai 2007
- 2008 Start eines Aktienrückkaufprogrammes über den Erwerb von 100.000 Aktien im Februar 2008

Geschäftstätigkeit

Die primion Technology AG ist als international tätiger Anbieter auf dem Markt der soft- und hardwarebasierten Systeme für Zutrittskontrollen, Zeiterfassung und integrierter Sicherheitstechnik tätig. Das „One-Stop-Shop“-Modell sichert ein Leistungsspektrum, das sich über die gesamte Wertschöpfungskette erstreckt und die Entwicklung, Produktion, Implementierung, Integration und komplementäre Dienstleistungen der Systeme beinhaltet. Das Geschäftsportfolio der primion AG umfasst weiterhin Produkte und Dienstleistungen aus dem Bereich der Zeiterfassung und der integrierten Sicherheitstechnik. Der Einsatz dieser Technologien ermöglicht den Kunden eine Erhöhung und Neuausrichtung der Sicherheitsstandards, sowie eine wirtschaftlichere Personaleinsatzplanung und ein ökonomisches Facility Management.

Insgesamt beschäftigt der primion-Konzern aktuell über 400 Mitarbeiter, die in den Tochter- und Vertriebsgesellschaften eingebunden sind. Folgende Grafik verdeutlicht die strukturelle Aufteilung des Konzerns:



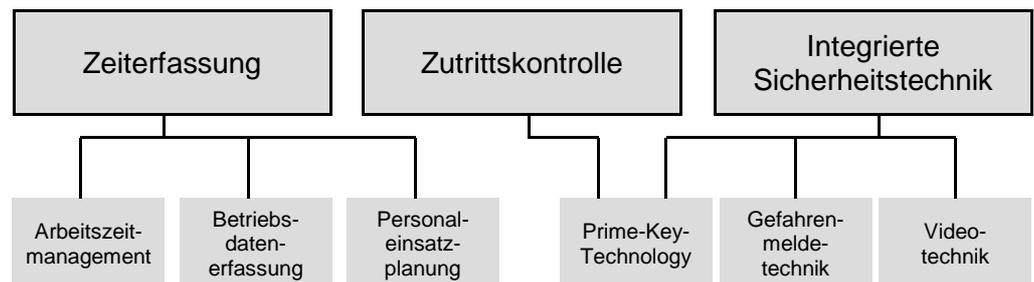
Quelle: primion, GBC

Neben dem Hauptproduktions- und Verwaltungsstandort der primion Technology AG in Stetten am kalten Markt, umfasst der primion Konzern insgesamt weitere sieben Tochtergesellschaften. primion hat derzeit 22 Niederlassungen in insgesamt 7 Ländern. Die fünf, im Ausland ansässigen Tochtergesellschaften, unterstützen die Strategie einer internationalen Geschäftstätigkeit sowie die Aufnahme von Geschäftsbeziehungen mit international tätigen Kunden. Die größte Auslandsbeteiligung stellt dabei die im September 2006 erworbene GET-Gruppe, die mit über 100 Mitarbeitern einen Beitrag zur Unternehmensleistung in Höhe von 13,40 Mio. € (24,5 %) für das Geschäftsjahr 2006/2007 leistete. Im Dezember 2005 erfolgte die Akquisition der spanischen Digitek. Die nunmehr unter primion Digitek firmierende Gesellschaft trug mit 4,7 Mio. € und über 30 Mitarbeitern knapp 9 % zur Gesamtleistung bei. Die drittgrößte Auslandsbeteiligung, die primion Technologie SAS, Frankreich, erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2006/2007 eine Gesamtleistung von 2,4 Mio. €.

Außerdem wurde nach erfolgreichem Abschluss verschiedener gemeinsamer Projekte, das Ludwigsburger Unternehmen Jans Sicherheitssysteme

GmbH, zum 23. Mai 2007 zu 100 % erworben. Dieser Erwerb hat die Produktbandbreite der primion Technology AG erheblich ausgeweitet und Lösungen zur Sicherheitstechnik können nun aus einer Hand angeboten werden. Großprojekte im Zuge der Implementierung kompletter Sicherheitstechniken können jetzt realisiert werden. Für den Zeitraum vom 23. Mai 2007 bis zum 30. September 2007 betragen die konsolidierten Umsatzerlöse der Jans Sicherheitssysteme GmbH 2,81 Mio. €, was, unter der Annahme einer linearen Verteilung, Umsatzerlösen in Höhe von 6,98 Mio. € für den Zeitraum 01. Januar 2007 bis 30. September 2007 entspricht.

Die innovative Produktpalette der primion Technology AG lässt sich in drei Bereiche aufteilen:



Quelle: primion, GBC

Die drei Haupttätigkeitsbereiche der primion AG, mit den Zutrittskontrollsystemen im Zentrum der Geschäftstätigkeit, werden durch den modularen Aufbau weiterer Produkte und Dienstleistungen erweitert. Die Produkte lassen sich in Hardware, Software, Sicherheitstechnik/Mechatronik und Handelsware unterteilen. Professional Services und Systemwartung sind ein Bestandteil der Dienstleistungen der primion.

Zutrittskontrollsysteme

Als Kernkompetenz der primion sind die Zutrittskontrollsysteme, in ihrer vielfältigen Einsatzweise, als ein Bestandteil des Sicherheitssystems von Gebäuden anzusehen. Durch die Erfüllung organisatorischer und technischer Aufgaben, stellen sie ein Bindeglied verschiedener Bereiche des Facility Managements dar. Dabei sind die Zutrittskontrollen nicht auf bestimmte Objekte beschränkt, die Bandbreite reicht von angeschlossenen Türen über Drehkreuze, Schranken bis hin zu Schleusen. primion bietet dieses Produkt in Verbindung mit einer web-basierten Host-Software an, die nach vorgegebenen Mustern, die Kontrollfunktion über bis zu 32 angeschlossene Ausweisleser hat. Je nach Anforderung und nach Anzahl der Kontrolleinheiten, ist die Installation einer beliebigen Anzahl von Ausweislesern möglich. Das Erfassen vorher festgelegter Identifikationsmerkmale, die von einfachen Nummernsystemen bis hin zu biometrischen Daten reichen, kann durch die vorherige Umwandlung in elektrische Signale von der Steuereinheit ausgewertet werden. Durch die Verbindung mit einer Datenbank können diese Signale mit den hinterlegten Berechtigungen abgeglichen werden, um eine individuelle Zutrittskontrolle zu ermöglichen.

Systeme für Zeiterfassung

Die zweite Produktgruppe, die einen wichtigen Tätigkeitsbereich für die primion darstellt, sind die Systeme für die Zeiterfassung. Nicht nur die Kontrolle der Personalarbeitszeiten, die die Grundlage der Personalabrechnung darstellen, sondern auch das Erfassen und Speichern der Personalstatistiken und Personalinformationen, um eine vernünftige Basis für die Ermittlung auftrags- und arbeitsgangbezogener Zeiten zu ermitteln, können mit den Zeiterfassungssystemen ausgearbeitet werden. Analog zu den Zutrittskontrollsystemen können die gleichen Identifikationsmerkmale festgelegt werden. Diese werden über Zeiterfassungsterminals kontrolliert und gebucht. Ein integriertes Modul der Zeiterfassungssysteme sind die Arbeitszeitmanagementsysteme, die eine Überwachung der Personalkosten sowie die Eingliederung des Personals in verschiedene Arbeitszeitmodelle ermöglicht. In Verbindung mit der Betriebsdatenerfassung können über Terminals Informationen über Einsatzplanung und den Einsatzerfolg der Mitarbeiter gewonnen werden.

Integrierte Sicherheitstechnik

Als ein integraler Bestandteil der Zutrittskontrollsysteme, können die Module der integrierten Sicherheitstechnik eingeordnet werden. Mit dem Einsatz von Sensoren, Gefahrenmeldern sowie Webcams können die sicherheitsrelevanten Daten gesammelt und ausgewertet werden. Das Modul der Prime-Key-Technology, das ebenfalls in das System der Zutrittskontrolle integriert ist, ermöglicht den Einsatz wiederbeschreibbarer Smartcards. Diese nehmen, mit Hilfe der Funkerkennung (RFID), einen aktiven Datenaustausch zwischen den auf ihnen gespeicherten Berechtigungsdaten und den Ausweislesern vor. Die Ausweisleser sind mechatronische Produkte und können durch die platz sparende Bauweise in Zylinder und Türbeschläge integriert werden. Sie verfügen entweder über eine eingebaute oder externe Energieversorgung. Durch die Prime-Key-Technology werden die bisher passiv genutzten Ausweisleser ein aktives System, das Schreib- und Lesevorgänge vornehmen kann.

Die Geschäftsbereiche und die damit verbundenen Module der primion Technology AG bestehen aus zwei Produktkomponenten: Der Hard- und Software. Der Hardwarebereich weist seinerseits auch einen modularen Aufbau auf, um die Einsatzmöglichkeit der Geräte auf alle Geschäftsbereiche erstrecken zu können. Die Produktion der Hardware findet zum großen Teil in der Produktionsanlage in Stetten am kalten Markt statt, einzelne Komponenten werden jedoch von verschiedenen Lieferanten zugekauft. Im Rahmen der Softwarekomponenten kommen gängige SQL-Datenbanken zum Einsatz und durch die Java-Programmiertechnologie kann die Software durch die Kunden unabhängig von Betriebssystemen und Plattformen genutzt werden. Es werden die verschiedenen Anforderungen für die Zutrittskontroll- und Zeiterfassungssysteme durch beispielsweise Visual Web Access und Visual Web Time erfüllt. Die Wartung und die Integrationshilfen, die im Rahmen der komplementären Dienstleistungen angeboten werden, runden das Produktangebot der primion ab.

Die Branchen- und Bereichsunabhängigkeit der von primion angebotenen Systeme schlägt sich in der Kundenvielfalt nieder. Weltweit zählt primion mehr als 5.000 Unternehmen zu seinem Kundenstamm. Zu den Kunden gehören sowohl regionale Unternehmen als auch weltweit tätige und ausländische Konzerne. In der Referenzliste finden sich BMW, DHL, VW, Deutsche Telekom, aber auch internationale Projekte wie etwa der Internationale Flughafen Alvedro, La Coruña oder die Stadt Antwerpen. Bei dem größten Kun-

Mehr als 5000 Unternehmen zählen zum Kundenkreis

den der primion handelt es sich um die DeTe Immobilien, das Gebäudemanagement-Geschäft der Deutschen Telekom. Hier bestehen langjährige und historisch gewachsene Geschäftsbeziehungen. Den jährlichen Umsatz mit der DeTe Immobilien schätzen wir auf rund 3 bis 5 Mio. €.

Des Weiteren hat primion in der Vergangenheit immer wieder Großprojekte bei Konzernen, wie z. B. 1 & 1, Deutsche Bundeswehr, BMW, RTL, Siemens, Wacker, durchgeführt, deren Volumen sich teilweise im siebenstelligen €-Bereich bewegte und mit langfristigen Wartungsverträgen verbunden war. Mit der Integration der Jans Sicherheitssysteme GmbH konnten weitere namhafte Kunden hinzugewonnen werden.

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Herr Dipl.-Ing Heinz Roth (Vorstandsvorsitzender)

Herr Heinz Roth bekleidet das Amt des Vorstandsvorsitzenden seit Oktober 1999 und ist Mitglied des Vorstandes seit April 1999. Nach seinem Studium an der FH Furtwangen war er bis 1995 bei der Firma effeff Fritz Fuss GmbH & Co.KGaA in der Rolle des Prokuristen und Vertriebsleiters tätig. Weiterhin war Heinz Roth Vorsitzender des ZVEI Arbeitskreises für 15 Jahre und für 5 Jahre lehrte er als Gastdozent an der FH Albstadt. Neben seinem Amt als Vorstandsvorsitzender ist er derzeit auch Geschäftsführer der Konzerntochtergesellschaft primion GmbH, Stetten am kalten Markt sowie der französischen Konzerntöchter primion TECHNOLOGIE SAS, Boulogne-Billancourt und primion SYSTEMS SAS, Bernolsheim.

Thomas Bredehorn (Vorstand National Business)

Nach seiner kaufmännischen Ausbildung war Herr Thomas Bredehorn im Zeitraum von 1981 bis 1989 bei verschiedenen Unternehmen als Vertriebsmitarbeiter tätig. Zuletzt war er Niederlassungsleiter bei der Firma Inform (Sicherheitstechnik). Nach 1989 war er der Geschäftsführer seiner gegründeten Vertriebsgesellschaft für Abrechnungs-, Zeiterfassungs- und Informationssysteme mbH, Hannover (AZI Hannover), die nach der Umfirmierung in die „primion Technology GmbH“ in den primion Konzern verschmolzen wurde. Weiterhin war Herr Bredehorn Mitgesellschafter und Gründer der Vertriebsgesellschaft für Arbeitszeiterfassung, Zutrittskontrolle und Systemtechnik mbH, Berlin (AZS Berlin) und der AZS Solingen, die ihrerseits auch in den primion Konzern verschmolzen wurden. Herr Bredehorn wurde im November 1999 in den Vorstand der primion einberufen.

Herr Thomas Becker (Vorstand Finanzen)

Nach einer kaufmännischen Lehre und dem Abitur auf dem 2. Bildungsweg studierte Thomas Becker an der Universität Nürnberg-Erlangen Betriebswirtschaft mit den Schwerpunkten Steuern und Prüfungswesen. Seine berufliche Laufbahn führte ihn zunächst in die Wirtschaftsprüfung bei Arthur Andersen. Bei Hewlett Packard gestaltete sich dann der Übergang aus der internationalen Revision in den Bereich Controlling und Finanzen. Weitere berufliche Stationen waren Applicon-Schlumberger (European Controller) und Northern Telecom (Finanzdirektor), die Gesamtverantwortung der Beteiligungsgruppe der Salamander AG, debis Systemhaus und Finanzvorstand der WERU AG. Danach wandte sich Thomas Becker dem Bereich Restrukturierung und Interimsmanagement zu, zunächst als CFO später als CEO der MWG Biotech AG und wurde dann Partner der Management Team AG im Bereich Restrukturierungen. Dort war Thomas Becker in einer Reihe von Restrukturierungsprojekten als Interimsmanager beteiligt, so auch z. B. als CFO und CEO der Pandatel AG und gemeinsam mit AlixPartners bei Märklin. Mit Wirkung zum 15. April 2008 bestellte ihn der Aufsichtsrat der Gesellschaft in den Vorstand mit Verantwortung für Finanzen und Personal.

Markt und Marktumfeld

Der Markt für Zutrittskontrollsysteme ist in den vergangenen Jahren durch ein stetiges Wachstum gekennzeichnet und der Trend zu integrierten Zutrittskontrollsystemen ist unverkennbar. Sowohl die elektronischen als auch die mechatronischen Anlagen konnten laut einer Studie der MSI Marketing Research for Industry Ltd. mit stetigen Wachstumsraten ihren Beitrag zur positiven Marktentwicklung leisten. Auch wenn die mechatronischen Systeme im Jahr 2005 erst einen Marktanteil von 18 % aufweisen konnten, so ist in der Studie die große Dynamik im Untersuchungszeitraum zu erkennen. Die hohen Wachstumsraten dieser Systeme sind im verhältnismäßig günstigen Preis und in der technologischen Weiterentwicklung begründet. Die Miniaturisierung elektronischer Bauteile und Speicherelemente ermöglicht einen unaufwändigen Einbau genormter mechatronischer Türbeschläge und Zylinder, eine Substitution elektronischer Systeme ist jedoch nicht zu erwarten. Die Möglichkeit der Verknüpfung mit übergeordneten Systemen sowie die höhere Flexibilität sind nach wie vor das Hauptargument beim Einsatz elektronischer Systeme.

Der deutsche Markt

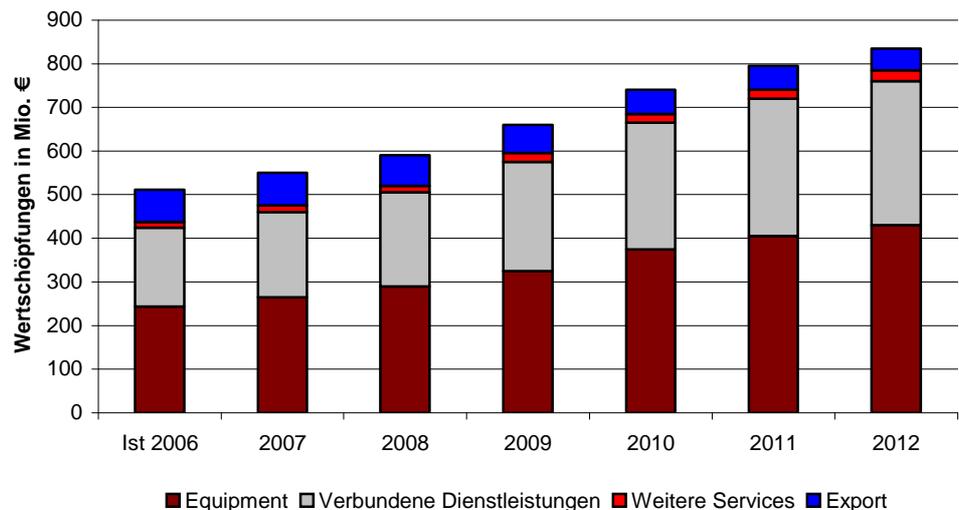
In diesem Marktumfeld konnte die primion Technology AG der Vielzahl an Zielgruppen und Herausforderungen entsprechen und ihren Marktanteil im Jahr 2006 auf 14 % weiter ausbauen. Folgende Übersicht der Studie der Unternehmensberatung Mario Fischer verdeutlicht die Aufteilung der Umsätze:

Hersteller & Distributoren	Geschätzter Umsatz elektronischer Zutrittskontrolle Inland 2006 (in Mio. €)	Marktanteil in %
Kaba-Gruppe	47	14 %
primion	47	14 %
Interflex	42	13 %
Dorma (inkl. MBB)	21	6 %
Siemens	20	6 %
Isgus	17	5 %
Simons Voss	16	5 %
Bosch (Miditec u.a.)	15	5 %
Feig	11	3 %
PCS	11	3 %
Honeywell (Novar)	8	2 %
phg	7	2 %
GFOS	7	2 %
Dom	6	2 %
Timesys	6	2 %
ZHS	6	2 %
128 weitere Anbieter	38	12 %
Umsatzvolumen	330	100 %

Quelle: Mario Fischer Unternehmensberatung, GBC

Damit zählt die primion Technology AG weiterhin zum absolut führenden Kreis der deutschen Anbieter von Zutrittskontroll- und Zeitwirtschaftslösungen und belegte zusammen mit der Kaba-Gruppe den ersten Platz der umsatzstärksten Unternehmen in diesem Marktsegment. Die Kaba-Gruppe konnte den Marktanteil verteidigen und positioniert sich wie im vorhergehenden Jahr an der Spitze. Ähnlich konnte die Interflex mit seinem Geschäftsfeld Zeitwirtschaft die Marktposition als Nummer 3 wieder verteidigen. Weitere bedeutende Unternehmen, die zu den gewichtigen Wettbewerbern zählen, sind die Dorma, die nach dem Kauf der MBB Gelma rund 6 % der Marktanteile hält, sowie Isgus, Siemens, Bosch und Simons Voss, die mit jeweils 5 % am Markt positioniert sind. Die Gesamtumsätze der Hersteller und Distributoren werden von 128 kleineren Unternehmen abgerundet, die gleichzeitig die starke Fragmentierung des Marktes charakterisieren.

Das Gesamtumsatzvolumen aller deutschen Anbieter entwickelte sich von 487 Mio. € im Jahr 2005 auf 511 Mio. € im Jahr 2006. Die Wachstumsquoten von 5 % im Inland und 7 % im Ausland konnten zwar mit dem jährlichen Wachstum der Jahre 1996 bis 2006 von 10 % nicht mithalten, stellen aber dennoch eine starke Entwicklung dar. Laut Prognose der Marktstudie von Mario Fischer wird sich das Gesamtumsatzvolumen, aufgeteilt nach den Sektoren Equipment, Verbundene Dienstleistungen, weitere Services und Export bis 2012 wie folgt verhalten:



Quelle: Mario Fischer Unternehmensberatung, GBC

Die treibende Kraft dieser positiven Entwicklung stellen auch die verbundenen Dienstleistungen, die vom jetzigen Umsatzniveau in Höhe von 193 Mio. € einen prognostizierten Anstieg auf 355 Mio. € bis 2012 haben werden. Dieses Wachstum wird der Vernetzung, dem IT-Support, der Serverkonfiguration, der Softwareentwicklung und den Lizenzvergaben zugeschrieben. Der Rückgang der Exporte im Jahr 2008 wird dabei erwartungsgemäß durch die höhere Inlandsnachfrage soweit kompensiert, um ein gesamtes Umsatzwachstum in Höhe von 7,3 % auf 590 Mio. € zu erreichen. Die durchschnittlichen Wachstumsraten in den Jahren 2007 bis 2012 betragen gemäß Prognosen in den Bereichen Equipment 10,2 % und verbundene Dienstleistungen und weitere Services jeweils 11,1 %. Unter Berücksichtigung des Exports ergibt sich für diesen Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Marktwachstum in Höhe von 8,7 % auf 835 Mio. €.

Der europäische Markt

Obwohl der Schwerpunkt der primion Technology AG auf dem deutschen Markt liegt, lohnt sich ein Blick auf die Entwicklung auf europäischer Ebene. Der primion-Konzern nimmt durch die Übernahme der GET-Gruppe auch in der Benelux die führende Stellung ein und ist zudem durch die Tochtergesellschaft Digitek im spanischen Markt gut positioniert. Laut eigenen Angaben ist der derzeitige Marktanteil in Frankreich noch von untergeordneter Bedeutung. Auch wenn die Dynamik der deutschen Exportumsätze abnehmen wird, so bleiben doch die Umsätze auf dem hohen Niveau von 70 Mio. €. Die umsatzstärksten Märkte Europas werden von Frankreich angeführt, gefolgt von Deutschland. Die für primion besonders relevanten Auslandsmärkte belegen jeweils den fünften Platz mit Spanien sowie den zehnten Platz mit Belgien.

Spanien gehörte mit Deutschland und den neuen Beitrittsländern im Jahr 2006 zu den wachstumsstärksten Märkten im Bereich Access Control, mit einem Wachstum in Höhe von 8 %. Dabei betrug das Gesamtumsatzvolumen für Zutrittskontrolle und Zeitwirtschaftslösungen 260 Mio. €. Bis zum Jahr 2012 wird ein durchschnittliches Wachstum in Höhe von 5,8 % auf insgesamt 350 Mio. € erwartet. Fehlende Schätzungen zum belgischen Markt lassen eine Prognose derzeit leider nicht zu. Die Gesamtumsätze betragen im Jahr 2006 80 Mio. €. Nachstehende Grafik verdeutlicht die Aufteilung der einzelnen europäischen Märkte:



Quelle: Mario Fischer Unternehmensberatung, GBC

Vor dem Hintergrund der positiven Prognosen zum deutschen und europäischen Markt in den kommenden Jahren sowie der Verbesserung der Marktposition durch die Integration der Jans Sicherheitssysteme GmbH sollte die primion Technology AG weiterhin erfolgreich von der positiven Marktentwicklung der Zutrittskontrolle und Zeitwirtschaft profitieren. Basis für den Erfolg ist die gute strategische Aufstellung und die Konzentration auf die Kernkompetenzen, um den Marktanforderungen optimal zu entsprechen.

SWOT - ANALYSE primion Technology AG

Stärken

- Bewährtes und profitables Geschäftsmodell mit einer guten Margensituation in der Vergangenheit
- Hoher Kundenstamm von über 5000 Kunden sorgt für einen jährlichen Bestand an Wartungserlösen und somit wiederkehrenden Einnahmeströmen
- Aufgrund der breit diversifizierten Kundenbasis ist das operative Geschäft in einem gewissen Maße unabhängig von zyklischen Entwicklungen
- Mit Tochtergesellschaften in Belgien, Frankreich, Holland, Österreich, Schweiz und Spanien ist primion international positioniert
- Breites Vertriebsnetz in Deutschland mit insgesamt 12 Niederlassungen
- Komplexe Sicherheitssysteme rund um die Bereiche Zutrittskontrolle, Zeitmanagement und Sicherheitstechnik können den Kunden integriert aus einer Hand angeboten werden

Schwächen

- Hohe PPA-Abschreibungen durch die Übernahmen reduzieren das Nettoergebnis in den kommenden Quartalen
- Erhöhte Schwankungen beim Umsatz und Ergebnis auf Quartals-ebene infolge des Projektcharakters einzelner Großaufträge

Chancen

- Solides Marktwachstum in den kommenden Jahren erwartet
- Weitere Internationalisierung durch verstärktes Projektgeschäft im Ausland und den Ausbau der bestehenden ausländischen Niederlassungen
- Hohe Free Cash Flows in den nächsten Jahren erwartet
- Verbesserung der Nettoverschuldung hat einen positiven Effekt auf das Finanzergebnis
- Bessere Erfolgchancen bei Ausschreibungen von Großprojekten infolge der Akquisition der Jans, da Sicherheitssysteme nun aus einer Hand angeboten werden können

Risiken

- Abkühlung der konjunkturellen Lage könnte zu einer schwächeren Nachfrage auf Kundenseite führen
- Geschäfts- und Firmenwerte in Höhe von 12,6 Mio. € unterliegen einem jährlichen Impairment Test
- Verstärkter Markteintritt von Konzernen (Assa Abloy, Bosch, Siemens, KABA) könnte zu erhöhter Wettbewerbsintensität führen

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

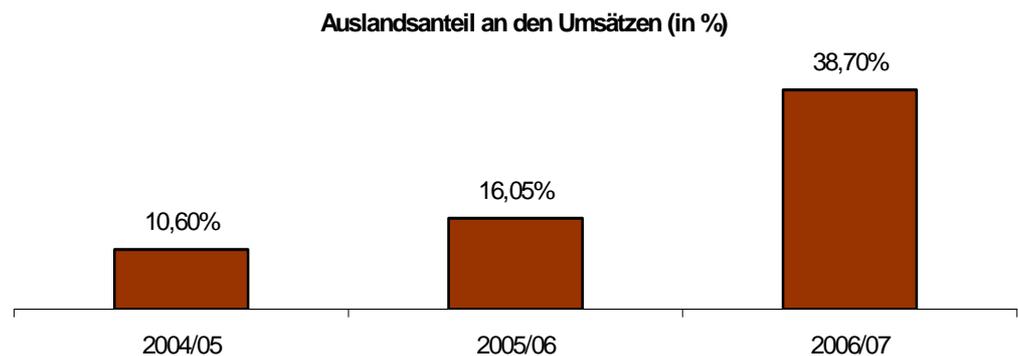
GuV in Mio. EUR	GJ 2004/05	GJ 2005/06	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e
Umsatzerlöse	21,36	34,20	52,11	58,00	61,00
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	-0,15	0,43	0,13	0,20	0,20
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	2,18	2,49	1,92	1,80
Gesamtleistung	21,21	36,80	54,73	60,12	63,00
sonstige betriebliche Erträge	0,46	2,57	1,10	1,20	1,20
Materialaufwand	-6,02	-11,60	-15,57	-18,94	-19,78
Rohhertrag	15,65	27,77	40,25	42,38	44,42
Personalaufwand	-8,17	-14,21	-22,42	-23,80	-24,40
Abschreibungen	-0,68	-2,38	-4,14	-4,40	-4,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,84	-6,70	-10,30	-10,50	-10,80
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	2,96	4,48	3,40	3,68	4,72
Finanzergebnis	-0,15	-0,52	-0,98	-1,10	-0,90
davon Ergebnis nach Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen	0,01	0,02	0,01	0,00	0,00
Ergebnis vor Ertragssteuern	2,81	3,95	2,42	2,58	3,82
Ertragssteuern	-1,07	-1,42	-0,56	-0,81	-1,20
Ergebnis nach Steuern	1,74	2,53	1,86	1,77	2,62
Anderen Gesellschaftern zustehendes Ergebnis	-0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
Konzernergebnis	1,73	2,54	1,87	1,77	2,62
Periodenergebnis	2,41	2,54	1,87	1,77	2,62
EBT	3,49	3,95	2,42	2,58	3,82
EBIT	3,64	4,48	3,40	3,68	4,72
EBITDA	4,29	6,85	7,53	8,08	9,22
Finanzergebnis	-0,15	-0,52	-0,98	-1,10	-0,90
Steuerquote	30,56%	35,96%	23,09%	31,50%	31,50%

Geschäftsentwicklung 2005 - 2007

Umsatzentwicklung

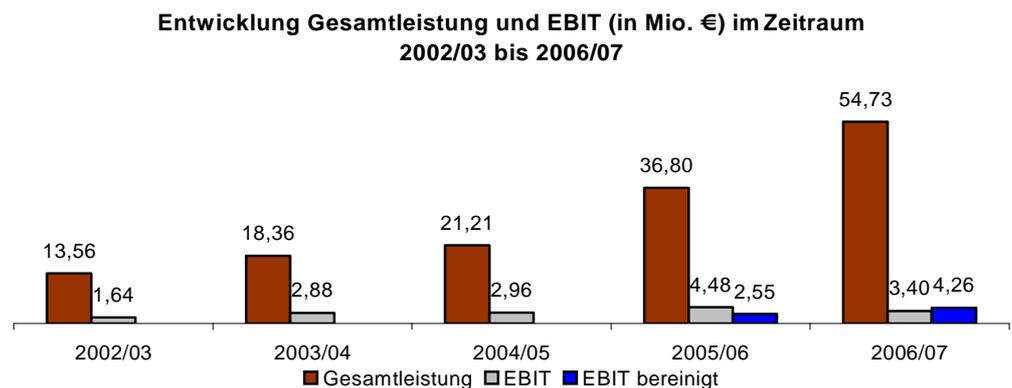
Im Geschäftsjahr 2005/06 konnte die primion Technology AG die Umsatzerlöse um über 60 % von 21,36 Mio. € in 2004/05 auf 34,20 Mio. € steigern. Maßgeblich für das dynamische Umsatzwachstum in 2005/06 waren die beiden Übernahmen des Geschäftsbereiches „Zeit- und Zutrittskontrolle“ der Dr. Städtler GmbH, Nürnberg im Oktober 2005 sowie der spanischen Digitek, einer Tochtergesellschaft des Honeywell-Konzerns, im Dezember 2005. Allein die Erstkonsolidierung der primion Städtler GmbH leistete einen Umsatzbeitrag in Höhe von 11,24 Mio. € im Geschäftsjahr 2005/06. Die Umsatzerlöse der spanischen Tochtergesellschaft primion Digitek S.L.U, ehemals Novar Iberia, beliefen sich in der Berichtsperiode 2005/06 auf 3,26 Mio. €.

Aus der Graphik wird zudem ersichtlich, dass es der Gesellschaft bereits in den Jahren 2003/04 und 2004/05 gelang, die Umsatzerlöse im Vergleich zu den Vorjahren aus eigener Kraft deutlich zu steigern. Im Geschäftsjahr 2005/06 lagen die im Ausland erzielten Umsatzerlöse bei 5,49 Mio. € (VJ: 2,26 Mio. €), was einem Auslandsanteil von 16,05 % entspricht (2004/05: 10,60 %). Der erhöhte Auslandsanteil ist größtenteils auf die erstmalige Konsolidierung der Digitek zurückzuführen.



Quelle: primion, GBC

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 konnte primion die Umsatzerlöse um 52,4 % von 34,20 Mio. € in 2005/06 auf 52,11 Mio. € steigern. Der deutliche Umsatzzuwachs in 2006/07 wurde dabei maßgeblich durch die Akquisitionen der belgischen GET-Gruppe sowie der Jans Sicherheitssysteme beeinflusst. Die Erstkonsolidierung der GET-Gruppe erfolgte Ende September 2006, während die Jans erstmalig im Mai 2007 in den Konzernabschluss einbezogen wurde. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Entwicklung der Umsatzerlöse für den Zeitraum 2002/03 bis 2006/07.

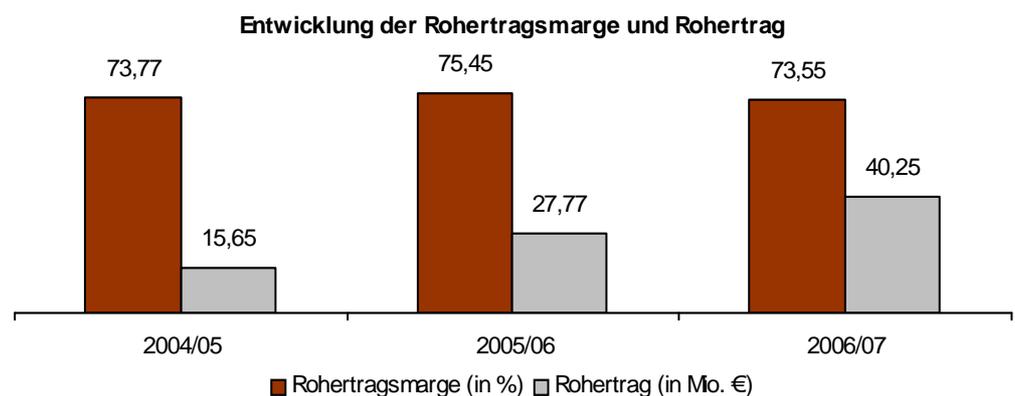


Da die GET-Gruppe mit ihren Niederlassungen in Belgien, Niederlanden und Frankreich ausschließlich in ausländischen Märkten tätig war, wurde der Auslandsanteil an den Umsätzen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 weiter ausgebaut. In 2006/07 erwirtschaftete primion in Westeuropa Umsatzerlöse von 20,17 Mio. € (VJ: 5,49 Mio. €), was einem Anteil von 38,70 % (VJ: 16,05 %) entspricht. Insgesamt trug die GET-Gruppe in 2006/07 mit einem Umsatzvolumen von 12,80 Mio. € zum Konzernergebnis bei. Im Inland erhöhten sich die Umsätze von 29,32 Mio. € in 2005/06 um rund 2,5 % auf 32,99 Mio. €. Jans Sicherheitssysteme lieferte in 2006/07 einen Umsatzbeitrag in Höhe von 2,81 Mio. €, so dass sich bei isolierter Betrachtung das organische Umsatzwachstum auf rund 6,7 % belief.

Ergebnisentwicklung

Im Geschäftsjahr 2005/06 aktivierte die primion Technology AG erstmalig eigene Entwicklungsleistungen. So wurde für 2005/06 eine Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen für neue Soft- und Hardware in Höhe von 2,18 Mio. € vorgenommen. Die Abschreibung der aktivierten Eigenleistungen erfolgt dabei in den Folgejahren je nach der voraussichtlichen Nutzungsdauer (3 bis 10 Jahre). Des Weiteren fielen die sonstigen betrieblichen Erträge in der Berichtsperiode 2005/06 mit 2,57 Mio. € deutlich höher als noch im Vorjahr aus (2004/05: 0,46 Mio. €), da bei primion hier ein einmaliger Ertrag aus der Akquisition der Digitek („Bargain Purchase“) von 1,58 Mio. € positiv zu Buche schlug.

In 2005/06 konnte der Rohertrag signifikant um 77,5 % von 15,65 Mio. € in 2004/05 auf 27,77 Mio. € gesteigert werden. Ebenso erfreulich entwickelte sich die Rohertragsmarge. Hier lag der Wert bei 75,45 % (VJ: 73,77 %) in 2005/06. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass der einmalige Ertrag aus dem Bargain Purchase sowie die Aktivierung der Eigenleistungen einen positiven Effekt auf die Rohertragsmarge hatten. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Entwicklung des Rohertrags und der Rohertragsmarge für die Geschäftsjahre 2004/05, 2005/06 und 2006/07.



Quelle: primion, GBC

Die Personalaufwandsquote lag in 2005/06 mit 38,62 % annähernd auf Vorjahresniveau (VJ: 38,51 %). Der Personalaufwand lag in 2005/06 bei 14,21 Mio. € (VJ: 8,17 Mio. €).

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich in 2005/06 auf 6,85 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahreswert von 4,29 Mio.

€ eine deutliche Steigerung bedeutet. Die EBITDA-Marge betrug 18,62 % (VJ: 20,24 %). Die Abschreibungen fielen in 2005/06, bedingt durch die Akquisitionen der Digitek und der Städtler sowie infolge von Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten, wesentlich höher aus. Lagen die Abschreibungen im Geschäftsjahr 2004/05 noch bei 0,69 Mio. €, kam es in 2005/06 zu einem deutlichen Anstieg der Abschreibungen auf 2,38 Mio. €. Die PPA-Abschreibungen für Städtler und Digitek lagen bei rund 1,5 Mio. €.

Beim Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte in 2005/06 eine weitere Verbesserung erreicht werden, so dass das EBIT auf 4,48 Mio. € (VJ: 3,64 Mio. €) anstieg. Das Finanzergebnis fiel mit -0,52 Mio. € (VJ: -0,15 Mio. €) negativ aus. Der Kaufpreis für Digitek, GET und Städtler belief sich auf rund 23,9 Mio. €, wofür, neben dem Emissionserlös aus dem Börsengang von 18,2 Mio. €, ein Akquisitionsdarlehen in Höhe von 13,9 Mio. € aufgenommen wurde. Unter Berücksichtigung der Steuerquote von 36,0 % auf Konzernebene erzielte primion im Geschäftsjahr 2005/06 einen Jahresüberschuss von 2,54 Mio. € (VJ: 1,73 Mio. €), was bei einer ausstehenden Aktienanzahl von 5,55 Mio. einem Ergebnis pro Aktie (EPS) von 0,46 € (VJ: 0,43 €) entspricht.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 konnte primion den Rohertrag fast um 12,5 Mio. € auf 40,25 Mio. € (VJ: 27,77 Mio. €) weiter steigern. Vor allem bei der Materialaufwandsquote konnte eine erhebliche Verbesserung erzielt werden. Die Materialaufwandsquote sank von 31,5 % in 2005/06 auf 28,5 % in 2006/07, was hauptsächlich auf die Einbeziehung der GET-Gruppe zurückzuführen ist. Die GET operiert mit einer höheren Rohertragsmarge, da der Hardwareanteil geringer als bei der primion ausfällt und GET über einen hohen Bestand an jährlichen Wartungserlösen verfügt.

Die Personalaufwendungen erhöhten sich vor allem infolge der Konsolidierung der GET und der Jans von 14,21 Mio. € in 2005/06 auf 22,42 Mio. € in 2006/07. In den Personalaufwendungen sind einmalige Sonderbelastungen in Höhe von 0,6 Mio. € enthalten. Im Rahmen der Reorganisation der primion Städtler kam es zu einem Abbau von 14 Mitarbeitern. Des Weiteren fielen in der Berichtsperiode einmalige Beratungsaufwendungen im Zusammenhang mit einer DPR-Prüfung von 0,3 Mio. € an.

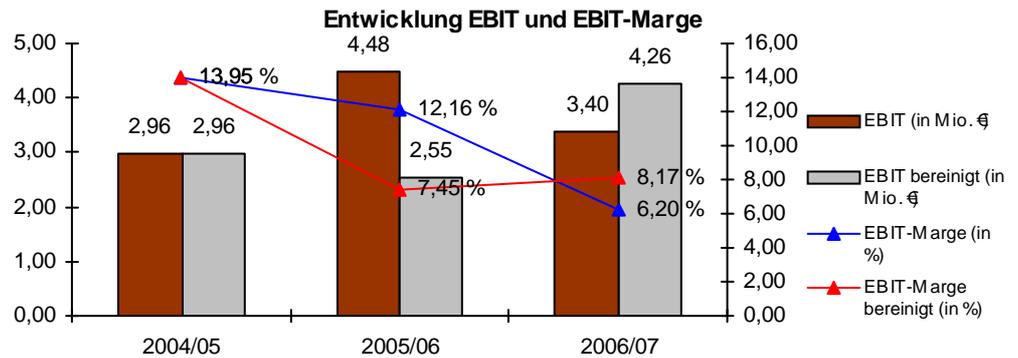
Das EBITDA erhöhte sich in 2006/07 um knapp 0,7 Mio. € auf 7,53 Mio. € (VJ: 6,85 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 13,76 % (VJ: 18,62 %) entspricht. Die Abschreibungen stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich auf 4,14 Mio. € (VJ: 2,38 Mio. €) an. Dieser Anstieg ist fast ausschließlich durch zusätzliche PPA-Abschreibungen zu erklären. Allein die Abschreibungen auf die immateriellen Vermögensgegenstände beliefen sich in 2006/07 auf 3,1 Mio. € (VJ: 1,7 Mio. €). Davon sind rund 2,3 Mio. € als PPA-Abschreibungen einzustufen.

Die Graphik auf der nächsten Seite veranschaulicht die Entwicklung des operativen Ergebnisses, des um Sondereffekte bereinigten EBIT sowie der EBIT-Marge für den Zeitraum 2004/05 bis 2006/07. Demnach konnte in den letzten beiden Jahren zwar nicht an die gute Margensituation des Jahres 2004/05 angeknüpft werden, allerdings zeigte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr wieder eine leichte Aufwärtstendenz.

Einmalige Sonderbelastung von 0,9 Mio. € in 2006/07

Hohe PPA-Abschreibungen von 2,3 Mio. € in 2006/07

Bereinigte EBIT-Marge im abgelaufenen Geschäftsjahr wieder leicht aufwärts gerichtet



Quelle: primion, GBC

Das operative Ergebnis reduzierte sich in 2006/07 infolge der deutlich angestiegenen Abschreibungen von 4,48 Mio. € in 2005/06 auf 3,40 Mio. €. Bereinigt um die diversen Sondereffekte ist das EBIT dagegen von 2,55 Mio. € in 2005/06 auf 4,26 in 2006/07 angestiegen. Das Finanzergebnis fiel aufgrund der gestiegenen Nettoverschuldung mit -0,98 Mio. € schlechter als im Vorjahr aus (VJ: -0,52 Mio. €). Die niedrige Steuerquote auf Konzernebene in Höhe von 23,09 % erklärt sich durch noch vorhandene steuerlich nutzbare Verlustvorträge im Inland. Der Jahresüberschuss betrug in 2006/07 1,87 Mio. € (VJ: 2,54 Mio. €), was einem EPS von 0,34 € (VJ: 0,50 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Gesunde Eigenkapitalausstattung

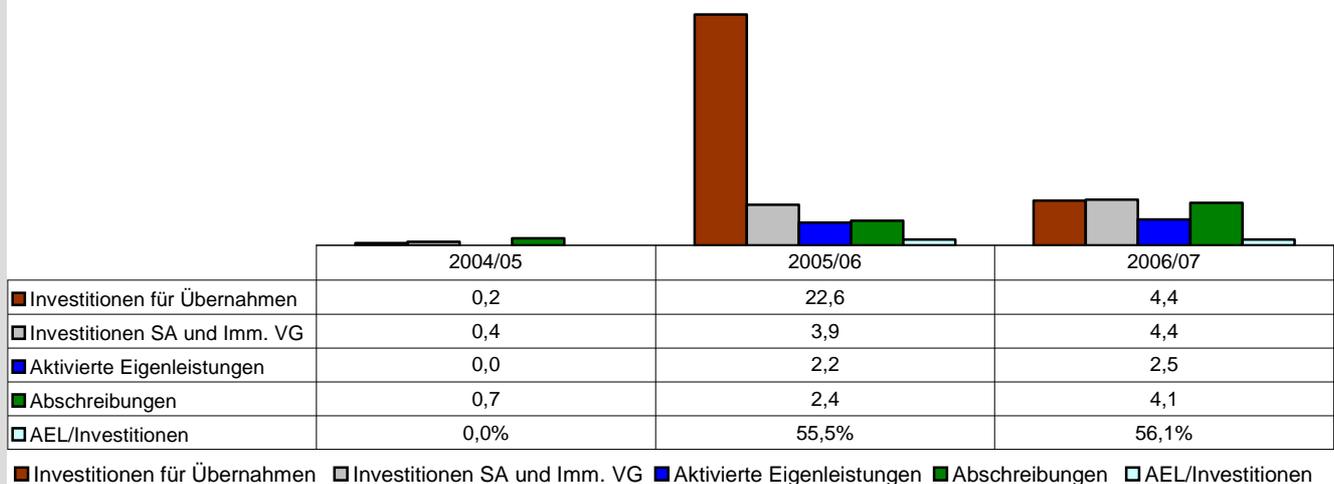
Das Eigenkapital belief sich zum 31.03.2008 auf 28,43 Mio. €, was bei einer Bilanzsumme von 66,65 Mio. € einer Eigenkapitalquote von 42,6 % (GJ 06/07 41,9 %) entspricht. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2006/07 konnte somit die Eigenkapitalquote trotz des Rückkaufs eigener Aktien um 0,7 % gesteigert werden. Im Rahmen des von der Hauptversammlung 2007 genehmigten Aktienrückkaufprogramms wurden bis Ende März 2008 100.609 Aktien zu einem Durchschnittskurs von 4,57 € erworben. Dies entspricht rund 1,81 % der ausstehenden Aktien. Der aufgewendete Betrag von 0,46 Mio. € muss nach IFRS vom Eigenkapital abgezogen werden.

Verkauf der Immobilie bei der GET

Im Dezember 2007 erfolgte der Verkauf einer betrieblich genutzten Immobilie bei der belgischen Tochtergesellschaft GET an den alten Eigentümer. Der Veräußerungserlös betrug dabei 3,1 Mio. €. Infolge der Transaktion reduzierte sich das Sachanlagevermögen von 8,36 Mio. € am 30.9.2007 auf 5,42 Mio. € am 31.03.2008.

Hohe Investitionen in den beiden letzten Jahren

In den vergangenen beiden Jahren investierte primion hohe Summen für den Erwerb der Digitek, GET, Städtler und Jans Sicherheitstechnik. Des Weiteren wurden hohe Investitionen in die Entwicklung in den letzten beiden Jahren 2005/06 und 2006/07 getätigt, die teilweise als immaterielle Vermögensgegenstände aktiviert wurden. Die Relation zwischen aktivierten Eigenleistungen (AEL) und der Investitionen lag bei rund 56 %. Die Entwicklung der Investitionen für Akquisitionen bzw. in das Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände, der aktivierten Eigenleistungen sowie der Abschreibungen sind der unten stehenden Graphik zu entnehmen.



Quelle: primion, GBC

Dies hatte einen deutlichen Anstieg der immateriellen Vermögensgegenstände zur Folge. Diese beliefen sich per Ende März 2008 auf 28,98 Mio. €, wovon 12,60 Mio. € als Geschäfts- und Firmenwert in der Bilanz standen. Es kann folglich davon ausgegangen werden, dass die Abschreibungen in den nächsten Quartalen auf einem weiterhin hohen Niveau und deutlich über den Investitionen liegen werden. Hieraus ergibt sich allerdings ein beachtlicher Innenfinanzierungseffekt. Wir erwarten daher einen deutlich positiven Free Cash Flow in den kommenden Quartalen, der zu einer weiteren Rückführung der Bankverbindlichkeiten verwendet werden kann.

Finanzierung zu
attraktiven Konditi-
onen

Die Nettoverschuldung des Konzerns lag Ende März 2008 bei 18,81 Mio. €. Die Zinssätze für die langfristigen Bankverbindlichkeiten in Höhe von 15,05 Mio. € liegen in einer Spanne von 3,48 % bis 5,98 %. Des Weiteren verfügt die primion Technology AG über eine von den Banken eingeräumte Kreditlinie von über 10 Mio. €, die, z. B. im Falle von Akquisitionen, jederzeit in Anspruch genommen werden könnte. Ausstehend ist noch eine Earn-Out Zahlung an die Jans in Höhe von 0,5 Mio. €, die in Abhängigkeit von der Erreichung bestimmter Umsatz- und Renditeziele noch geleistet werden muss. Weitere Verpflichtungen hinsichtlich der getätigten Akquisitionen bestehen nicht.

Das Working Capital lag zum 31.03.2008 bei 15,47 Mio. €. Der operative Cash Flow im ersten Halbjahr 2007/08 belief sich auf 1,27 Mio. €. Dem standen Investitionen von 1,87 Mio. € gegenüber, von denen 0,92 Mio. € als Eigenleistungen aktiviert wurden.

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 sind 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. 4,0 %.

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.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,22.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,30 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung des Eigenkapitals von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,30 %.

Kapitalkosten von
10,30 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,8%
Gewicht in %	75%
Fremdkapitalkosten	6,8%
Gewicht in %	25%
Taxshield in %	15,0%
WACC	10,3%

Wachstumsaussichten und Strategie

Die Internationalisierung soll weiter vorangetrieben werden

Ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie ist die konsequente Umsetzung der Internationalisierung. Durch die Akquisitionen der Digitek und der GET-Gruppe ist primion in der Zwischenzeit mit Auslandsrepräsentanzen in Belgien, in Frankreich, in den Niederlanden, in Österreich, in der Schweiz sowie in Spanien präsent. In den ausländischen Märkten, in denen primion nicht direkt vor Ort ist, erfolgt der Vertrieb, die Installation und die Wartung der Systeme in aller Regel über das Partnernetzwerk. Hier kann primion auf ein Netzwerk von rund 30 externen Partnern zurückgreifen. In den letzten Jahren konnten so erfolgreich größere Projekte u. a. in Griechenland, Italien, im ehemaligen Jugoslawien sowie in der Türkei gewonnen werden. In 2006/07 belief sich der Auslandsanteil am Umsatz auf 38,7 %. Mittelfristig sollte das Geschäft in Europa stärker zulegen als im Kernmarkt Deutschland, so dass sich die Gewichtung zwischen Inlands- und Auslandsmärkten in Richtung der 50 %-Marke bewegen wird.

Harmonisierung der Hard- und Softwareproduktlinien angestrebt

Zukünftig soll im Rahmen der Unternehmensstrategie die Harmonisierung der bestehenden Hard- und Softwareproduktlinien verstärkt vorangetrieben werden. Ein wichtiger Punkt ist hierbei die Hardwaresubstitution bei den Tochtergesellschaften primion Städtler und der GET-Gruppe. In der Vergangenheit bezogen die beiden Gesellschaften hauptsächlich Hardware bei fremden Anbietern. In Zukunft soll die Hardware vermehrt bei primion direkt bestellt werden. Eine wichtige Aufgabe ist zudem die Zusammenführung der drei verschiedenen Softwaresysteme bei der primion und den beiden Tochtergesellschaften primion Städtler und GET. Dabei sollen, insbesondere hinsichtlich der Funktionalität, die Vorzüge der Systeme der Städtler und GET in die neue Plattform integriert werden. Das Ziel besteht hierbei, in den nächsten zwei bis drei Jahren, eine zentrale Plattform, deren Kern das alte primion System bildet, zu schaffen. Dies soll den Bestandskunden der Städtler und GET eine reibungslose Migration von der bestehenden auf die neue Softwareplattform ermöglichen.

Deutliche Rückführung der Nettoverschuldung in 2007/08 erwartet

In der Vergangenheit ist die Nettoverschuldung bei der primion Technology AG aufgrund der getätigten Akquisitionen und hoher Investitionen in das Sachanlagevermögen sowie in immaterielle Vermögensgegenstände deutlich angestiegen. Ende März 2008 belief sich die Nettoverschuldung auf 18,8 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass einer Rückführung der Nettoverschuldung gegenüber potentiellen Akquisitionen in den kommenden Quartalen Priorität eingeräumt wird. Unter Berücksichtigung des Liquiditätszuflusses aus der Veräußerung der belgischen Betriebsimmobilie von 3,1 Mio. €, rechnen wir in 2007/08 mit einem Free Cash Flow von 5,3 Mio. €. Da wir keine Dividendenausschüttung für 2007/08 erwarten, sollte sich die Nettoverschuldung in diesem Jahr erheblich reduzieren mit entsprechend positiven Effekten auf das Finanzergebnis. Eine Verwendung des hohen Free Cash Flow mit dem Ziel die Bilanzstrukturen zu festigen, erachten wir als sinnvoll.

Prognose und Modellannahmen

Umsatzanstieg von 9,2 % im 1. HJ 2007/08

Die primion Technology AG ist umsatzseitig erfreulich in das laufende Geschäftsjahr 2007/08 gestartet. Die Umsatzerlöse konnten im ersten Halbjahr 2007/08 um 9,2 % von 26,30 Mio. € auf 28,72 Mio. € gesteigert werden. Im Inland legten die Umsätze im Vergleich zum Vorjahr kräftig von 16,32 Mio. € auf 18,27 Mio. € zu. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass die Jans Sicherheitssysteme im Vorjahreshalbjahr in den Umsätzen noch nicht enthalten war. In Westeuropa, dieses Segment umfasst vor allem die GET-Gruppe und Digitek, stiegen die Umsatzerlöse von 9,98 Mio. € auf 10,45 Mio. € leicht an. Die aktivierten Eigenleistungen fielen mit 0,92 Mio. € um rund 0,6 Mio. € geringer aus als im Vorjahr (VJ: 1,47 Mio. €), weshalb die Gesamtleistung unterproportional zum Umsatz zulegte.

Rohertragsmarge bedingt durch den Erwerb der Jans und höheren Fremdleistungsanteil niedriger als im Vorjahr

Die Rohertragsmarge lag im ersten Halbjahr 2007/08 bei 69,05 % und damit unter dem vergleichbaren Vorjahreswert von 75,06 %. Der Rohertrag lag mit 20,62 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau (VJ: 20,69 Mio. €). Ursächlich hierfür ist die erstmalige Konsolidierung der Jans. Jans ist ein Anbieter von integrierten Sicherheitssystemen. Die Materialaufwandsquote bei Jans liegt bei über 50 % und damit deutlich über dem Niveau der primion-Gruppe. Zudem fielen die Materialaufwendungen insbesondere im zweiten Quartal höher aus, da hier mehr Projekte mit höheren Fremdleistungsanteilen und mit mechatronischen Komponenten. Die Personalaufwendungen lagen im ersten Halbjahr 2007/08 mit 12,01 Mio. € über dem Vorjahresniveau (VJ: 11,10 Mio. €). Dieser Anstieg erklärt sich hauptsächlich durch die Veränderungen im Vorstand. Für das Ausscheiden von Herrn Schmieder wurde eine Rückstellung in Höhe von 0,5 Mio. € gebildet.

EPS im 1. HJ bei 0,07 €

Das EBITDA betrug in den ersten sechs Monaten 2007/08 5,53 Mio. € (VJ: 6,11 Mio. €). Infolge der hohen Investitionen in der Vergangenheit stiegen die Abschreibungen deutlich von 2,01 Mio. € in 2006/07 auf 2,25 Mio. € in 2007/08 an. Das operative Ergebnis fiel im Vergleich zum Vorjahr mit 1,04 Mio. € (VJ: 2,08 Mio. €) geringer aus. Unter Berücksichtigung der niedrigeren aktivierten Eigenleistungen von 0,55 Mio. € und der höheren Abschreibungen in 2007/08 von 0,24 Mio. € hat sich die Ergebnisqualität nach unserer Einschätzung jedoch wesentlich verbessert. Bedingt durch die anstehende Unternehmenssteuerreform in Deutschland musste eine Anpassung der passiven latenten Steuern vorgenommen werden, so dass die Steuerquote im Konzern mit 23 % sehr niedrig ausfiel. Das EPS lag bei 0,07 €.

Zuwachs beim Umsatz und operativen Ergebnis im laufenden Geschäftsjahr erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2007/08 erwarten wir eine Fortsetzung des Wachstums. Unsere Schätzung sieht einen Anstieg der Umsatzerlöse um 11,3 % auf dann 58,0 Mio. € vor. Hierbei ist kein weiteres zusätzliches anorganisches Wachstum unterstellt. Der Zuwachs beim Umsatz in 2007/08 sollte neben der Konsolidierung der Jans auch aus einer positiven Entwicklung in den ausländischen Absatzmärkten resultieren. Die Rohertragsmarge sollte nach unserer Einschätzung bedingt durch die Einbeziehung der Jans, aber auch wegen den rückläufigen aktivierten Eigenleistungen niedriger ausfallen. Auch der verstärkte Zukauf von Fremdleistungen und von mechatronischen Komponenten sollte zu einer erhöhten Materialaufwandsquote führen. Bei den Personalaufwendungen und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir einen moderaten Anstieg auf 23,8 Mio. € (VJ: 22,4 Mio. €) respektive 10,5 Mio. € (VJ: 10,3 Mio. €). Beim EBITDA gehen wir von einem Anstieg von 7,53 Mio. € auf 8,08 Mio. € in 2007/08 aus. Die Abschreibungen sollten sich aufgrund der PPA-Abschreibungen erhöhen. Hier rechnen wir mit einem Anstieg um 0,3 Mio. € auf 4,4 Mio. €.

Hoher FCF in 2007/08 erwartet

Schätzungen sehen weitere Verbesserung der Margensituation in 2008/09 vor

Beim EBIT sieht unsere Prognose für 2007/08 einen Zuwachs auf 3,68 Mio. € (VJ: 3,40 Mio. €) vor. Unter Berücksichtigung der einmaligen Sonderaufwendungen von 0,9 Mio. € im abgelaufenen Jahr 2006/07 und der Sonderbelastung von rund 0,5 Mio. € im Zusammenhang mit dem Vorstandswechsel im laufenden Jahr wird auf den ersten Blick keine Steigerung beim operativen Ergebnis unterstellt. Es gilt jedoch zu beachten, dass sich die zu kompensierenden Effekte aus dem Anstieg der Abschreibungen und dem Zurückgehen den niedrigeren aktivierten Eigenleistungen auf knapp 0,6 Mio. € belaufen.

Des Weiteren erwarten wir, dass primion in 2007/08 einen deutlich positiven Free Cash Flow erzielen wird. Den ansteigenden Abschreibungen sowie den niedrigeren aktivierten Eigenleistungen steht ein sinkendes Investitionsvolumen entgegen, so dass sich diese Effekte positiv auf Free Cash Flow Ebene bemerkbar machen sollten. Des Weiteren hat sich das operative Anlagevermögen durch den Verkauf der Immobilie in Belgien um 3,1 Mio. € reduziert. Im Gegenzug sollen die zufließenden Mittel in Höhe von 3,1 Mio. € zur Rückführung der Bankkredite verwendet werden.

Für das kommende Geschäftsjahr 2008/09 sehen unsere Schätzungen einen moderaten Umsatzanstieg um 5,2 % auf dann 61,0 Mio. € vor. Diese Schätzung basiert auf der Annahme, dass es der primion Technology AG gelingt, im europäischen Ausland ihren Marktanteil auszuweiten. Die EBIT-DA-Marge sollte sich in 2008/09 aufgrund von Skaleneffekten und den entfallenden Sonderaufwendungen auf 14,63 % (2007/08e: 13,44 %) erhöhen. Unter Annahme eines verbesserten Finanzergebnisses infolge der reduzierten Bankverbindlichkeiten und einer Steuerquote von 31,5 % liegt unsere Prognose für das EPS bei 0,47 €. Dies entspricht auf Basis des aktuellen Kurses einem KGV von 10,0.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2

Umsatzwachstum	4,0 %
EBITDA-Marge	15,0 %
Steuerquote	31,5 %
Working Capital in % vom Umsatz	23,6 %
Abschreibungen vom OAV	20,5 %

Discounted Cashflow-Modell

Die primion Technology AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2007/08 und 2008/09 in Phase Eins (siehe auch Seiten 24-25), erfolgt in den Jahren 2009/10 bis 2013/14 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,3 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 6,09 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario primion Technology AG								
in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	Endwert
Gesamtleistung	60,120	63,000	65,520	68,141	70,866	73,701	76,649	
Umsatzveränderung	9,9%	4,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
EBITDA-Marge	13,4%	14,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-4,400	-4,500	-4,162	-4,133	-4,108	-4,151	-4,197	
Abschreibungen vom OAV	20,6%	22,2%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	
EBITA	3,682	4,718	5,667	6,088	6,521	6,904	7,301	
EBITA-Marge	6,1%	7,5%	8,6%	8,9%	9,2%	9,4%	9,5%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	
EBI (NOPLAT)	2,522	3,232	3,882	4,170	4,467	4,730	5,001	5,134
Working Capital	14,700	14,850	15,437	16,054	16,696	17,364	18,059	
Working Capital zu Umsatz	24,5%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	
Operatives Anlagevermögen	21,400	20,300	20,160	20,041	20,248	20,473	20,716	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	2,809	3,103	3,250	3,400	3,500	3,600	3,700	
Investiertes Kapital (IK)	36,100	35,150	35,597	36,095	36,944	37,837	38,775	
Kapitalrendite	6,5%	9,0%	11,0%	11,7%	12,4%	12,8%	13,2%	13,2%
Free Cashflows:								
EBITDA	8,082	9,218	9,828	10,221	10,630	11,055	11,497	
Steuern auf EBITA	-1,160	-1,486	-1,785	-1,918	-2,054	-2,175	-2,300	
Investitionen in OAV	-0,651	-3,400	-4,022	-4,014	-4,315	-4,376	-4,440	
Veränderung des Working Capital	-95,2%	-15,0%	-58,7%	-61,7%	-64,2%	-66,8%	-69,5%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	5,32	4,18	3,44	3,67	3,62	3,84	4,06	53,36

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	19,690	16,400	13,908	11,906
Barwert des Continuing Value	26,857	29,625	32,678	36,045
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	46,547	46,025	46,586	47,951
Nettoschulden (Net debt)	19,561	12,243	8,961	6,226
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	26,986	33,782	37,625	41,725
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	26,986	33,782	37,625	41,725
Ausstehende Aktien in Mio.	5,550	5,550	5,550	5,550
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,86	6,09	6,78	7,52

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-	-	-	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-1,100	-0,900	-0,700	-0,500
Liquiditätszufluss durch Immobilienverkauf	3,10	-	-	-

Sensitivitätenanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2008e

		WACC				
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
Kapitalrendite	9,9%	4,81	4,43	4,10	3,81	3,56
	11,9%	6,01	5,52	5,09	4,72	4,40
	13,9%	7,22	6,61	6,09	5,63	5,23
	15,9%	8,42	7,70	7,08	6,54	6,07
	17,9%	9,62	8,79	8,07	7,45	6,90

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 6,09 €

Fazit

Bei der primion Technology AG handelt es sich um einen international führenden Anbieter von Systemen für Zutrittskontrolle, Zeiterfassung und Sicherheitstechnik, der in der Vergangenheit ein kontinuierliches Wachstum bei einer guten Margensituation vorweisen konnte. primion ist mit Tochtergesellschaften in Belgien, in den Niederlanden, Frankreich, Schweiz und Spanien international vertreten und zählt weltweit mehr als 5000 Unternehmen zu seinem Kundenstamm, die aufgrund von Wartungsverträgen zu einem hohen jährlich wiederkehrenden Erlösstrom führen. Durch die diversen Übernahmen (Digitek, GET, Jans und Städtler) kann primion ihren Kunden nunmehr komplexe Sicherheitssysteme aus einer Hand anbieten und somit in Zukunft bei Ausschreibungen von Großprojekten im In- und Ausland verstärkt zum Zuge kommen.

Für dieses sowie das folgende Geschäftsjahr rechnen wir mit Zuwächsen beim Umsatz und beim operativen Ergebnis. Die Gesellschaft ist in einem Wachstumsmarkt gut positioniert und sollte von dem Marktpotential in den kommenden Jahren profitieren. Durch die in der Zwischenzeit abgeschlossene Umstrukturierung wurde die Kostenstruktur erheblich verschlankt und nach unten angepasst.

Noch deutlicher als im operativen Ergebnis sollte die Ertragskraft des Unternehmens im Cash Flow zum Ausdruck kommen. Infolge der Übernahmen in den letzten Jahren fallen jährliche PPA-Abschreibungen von über 2 Mio. € an, die deutlich über dem Investitionsvolumen liegen werden und zu einem hohen Free Cash Flow führen werden. Die aus dem operativen Geschäft zufließenden Mittel werden nach unserer Einschätzung verstärkt zu einer weiteren Rückführung der Bankverbindlichkeiten verwendet. Eine Stärkung der Bilanzstrukturen erachten wir als sinnvolle Vorgehensweise.

Die Bewertungskennzahlen auf Basis 2008/09 mit einem EV/EBITDA < 5 und einem KGV 10 bzw. mit einem um PPA-Abschreibungen bereinigten KGV von rund 6,5 deuten auf eine Unterbewertung der Aktie der primion Technology AG hin.

Mit Hilfe unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der primion Technology AG einen fairen Wert auf Basis 2008 in Höhe von 6,09 € ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kurses errechnet sich folglich ein Kurspotential von rund 30 %. Im Rahmen des Initial Coverage stufen wir die Aktie der primion Technology AG daher mit KAUFEN ein.

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 Wertpapierte 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 die vollständige Analyse 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 Dritten die vollständige Analyse 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, Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind in der Analyse angegeben.

§ 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

Analysten für diese Studie:

Philipp Leipold, Dipl. Volksw., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Finanzanalyst (Junior Analyst)