

13. November 2009

Analyse

Coverage: Seit Q3/2009

## Events

10.11.2009 Eigenkapitalforum

Index/Industry/Sector:  
**Technology**  
Wireless Data Card Solutions

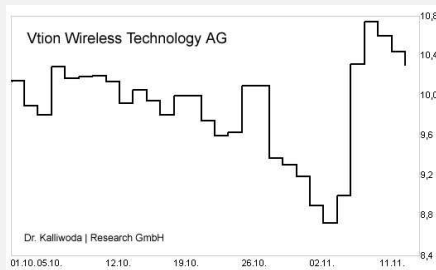
Germany

Small Caps

**Empfehlung:** Kaufen      **Risks:** High

**Fair Value (neu):** € 13,00      **Letzter Preis:** € 10,30

## Price/Chart



### Klein aber fein – ein Nischenplayer mit hoher Wachstumsdynamik

- Vtion gelingt es seit Jahren, mit einer einzigartigen Mischung aus internetbasierten Daten-Service-Lösungen und Mobilfunk-Datenkarten eine beeindruckende operative Performance zu erzielen.
- Angesichts der starken 9M/09-Zahlen und der Guidance für das Gesamtjahr ist auch mit starken Zahlen im 4. Quartal zu rechnen.
- Wir sehen die Kombination der Geschäftseinheiten, die Marktposition und den Grad der Vernetzung als einzigartig an. Daher empfehlen wir die Aktie zum Kauf.

## SWOT

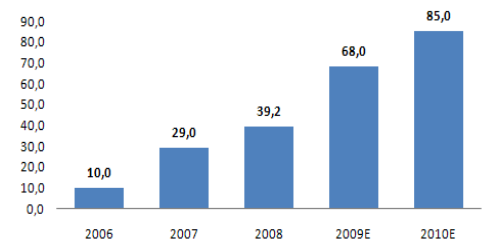
- + Partnerschaften (China Unicom und China Telecom)
- + Fokus auf 3G Mobilfunknetze
- + Markenbekanntheitsgrad
- + günstige Rahmenbedingungen
- + attraktive Wachstumsraten
- + hohes Marktpotenzial
- - starke Wettbewerber

## COMPANY DESCRIPTION

Vtion Wireless Technology AG is a Germany-based provider of wireless data card solutions for mobile computing in China. The Company is engaged in the design, development and distribution of wireless data cards, including the provision of after-sales services. Its product portfolio includes wireless data cards, which fit personal computer memory card international association (PCMCIA), universal serial bus (USB), mini-USB, express card 34/54 or PCI express mini interfaces for mobile and personal computers.

## VALUATION

## Sales (Mio. EUR)



## ANALYST

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

See also  
Kalliwoda Recommendations  
on Terminal:

- Bloomberg
- Thomson Reuters
- JCF FactSet
- vwd group

Copyright © 2008 DR. KALLIWODA | RESEARCH

| Vtion Wireless Technology AG |         |         |         |         |         |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Currency = EUR               | 2006    | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   |
| Sales (Mio. €)               | 10.0    | 29.0    | 39.2    | 68.0    | 85.0    |
| Operating Profit (Mio. €)    | 2.53    | 9.24    | 12.60   | 24.17   | 29.00   |
| Net Income (Mio. €)          | 2.06    | 8.84    | 12.39   | 21.17   | 25.33   |
| Earnings per share (€)       | 0.13    | 0.55    | 0.78    | 1.32    | 1.59    |
| Dividend per share (€)       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.26    | 0.40    |
| Return on equity (€)         | 52.57 % | 84.97 % | 34.81 % | 21.57 % | 20.92 % |

|                   |              |                       |                |
|-------------------|--------------|-----------------------|----------------|
| Price (€)         | 10.30        | Shares out (mln)      | 15.98          |
| 52W high (€)      | 10.89        | 6M Avg Volume (St.)   | 27518          |
| 52W low (€)       | 8.66         | Free Float (in %)     | 28.20 %        |
| Market Cap (mln)  | 164.6        | Weight in Daxsub (CT) | 14.3700 %      |
| Last Dividend     | 0.00         | Reuters               | V33G.F         |
| Accounting Stand. | IFRS         | Segment               | Prime Standard |
| Web Page          | www.vtion.de | WKN                   | CHEN99         |

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © 2009

## Inhaltsverzeichnis

|            |   |           |
|------------|---|-----------|
| <b>1</b>   | <b>Executive Summary .....</b>                    | <b>3</b>  |
| <b>2</b>   | <b>Unternehmensprofil .....</b>                   | <b>5</b>  |
| <b>3</b>   | <b>SWOT .....</b>                                 | <b>8</b>  |
| <b>4</b>   | <b>Strategie.....</b>                             | <b>9</b>  |
| <b>5</b>   | <b>Markt und Wettbewerb .....</b>                 | <b>10</b> |
| <b>6</b>   | <b>Finanzplanung .....</b>                        | <b>13</b> |
| <b>6.1</b> | <b>Bilanzen .....</b>                             | <b>13</b> |
| <b>6.2</b> | <b>Gewinn- und Verlustrechnung .....</b>          | <b>14</b> |
| <b>7</b>   | <b>Peer Group Analyse .....</b>                   | <b>15</b> |
| <b>7.1</b> | <b>Bewertungsabschlag/-zuschlag .....</b>         | <b>19</b> |
| <b>8</b>   | <b>Unternehmensbewertung.....</b>                 | <b>20</b> |
| <b>8.1</b> | <b>Discounted Cashflow Methode .....</b>          | <b>20</b> |
| <b>8.2</b> | <b>Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) .....</b> | <b>21</b> |
| <b>8.3</b> | <b>Fair Value – Sensitivitäten.....</b>           | <b>21</b> |
| <b>9</b>   | <b>Kontakt.....</b>                               | <b>22</b> |
| <b>10</b>  | <b>DISCLAIMER .....</b>                           | <b>23</b> |

## 1 Executive Summary

Die chinesische Telekommunikationsbranche zählt trotz ihres bisherigen Neukundenwachstums immer noch zu einem der Wachstumssektoren Chinas. Aktuell zählt China 695 Millionen Mobilfunkkunden. Statistisch hat also gut jeder zweite Chinese ein Mobiltelefon. Hinsichtlich der 3G-Mobilfunkstandards ist China kein technologischer Nachzügler. Hohe Investitionen wurden bereits getätigt und selbst bei einer erwarteten Abschwächung des Wirtschaftswachstums werden Chinesen und die ansässigen Unternehmen die Telekommunikation nutzen. Das Ministerium für Industrie und Informationstechnik (MIIT) erwartet, dass sich die Investitionen in die 3G-Netze in den kommenden zwei Jahren auf umgerechnet etwa 30 Milliarden Euro belaufen werden. Die drei Mobilfunkanbieter China Mobile, China Telecom und China Unicom bereiten sich auf die Inbetriebnahme ihrer 3G-Netze vor. Im Januar 2009 hatte die Regierung bzw. das MIIT den Telekommunikationsanbietern die entsprechende Lizenz erteilt. China Unicom hat Anfang November mitgeteilt, dass ein Monat nach Inbetriebnahme bereits eine Million Nutzer für die 3G-Angebote gewonnen werden konnte und dieser Zuwachs auch für die kommenden Monate vorgesehen ist.

### *Chinesischer Telekommunikationssektor im Umbruch*

Die meisten Endgeräte in China, die derzeit 3G-Standards beherrschen, stammen aus dem Ausland. Dies sind etwa Geräte von Nokia oder das iPhone. Allerdings wollen auch chinesische Hersteller eigene Geräte auf den Markt bringen. Die ersten in China entwickelten Geräte wurden bereits angekündigt. Zudem wurde im vergangenen Jahr der chinesische Telekommunikationsmarkt im Hinblick auf den Start der dritten Mobilfunkgeneration umstrukturiert. So wurde die Zahl der Anbieter von sechs auf drei reduziert. Im Zuge dieser Maßnahme übernahm China Unicom das WCDMA-Netz von China Netcom und gab dafür sein CDMA-2000-Netz an China Telecom ab.

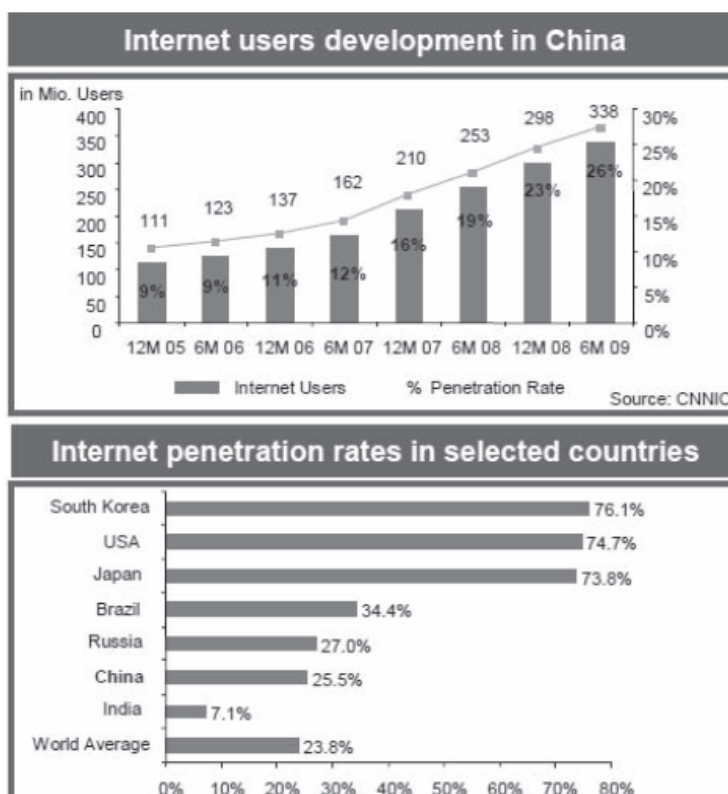
### *Nichtzyklische Werte bleiben gefragt*

Im Vergleich zu anderen Branchen, die vom Zyklus der Wirtschaftsphasen abhängig sind, stellt die Telekommunikation mittlerweile eine Art Versorger dar. Versorger sind von den allgemeinen Wirtschaftszyklen bei weitem nicht so abhängig. Zyklische Branchen, wie es beispielsweise die Stahlbranche ist, sind dagegen von der Wirtschaftsentwicklung stark beeinflusst. Daher halten wir ein Investment trotz den nach wie vor bestehenden makroökonomischen Unsicherheiten für sinnvoll.

Ein Faktor, der mittelfristig gegen eine Investition im chinesischen Telekommunikationsmarkt sprechen könnte, ist der zunehmende Preiskampf. Insgesamt sehen wir jedoch – auch auf die steigenden Marktpenetrationsraten hin – die chinesische Telekommunikationsbranche und deren weitere Entwicklung als eine der interessantesten Investmentchancen an.

### ***Geringe Marktpenetration und hohes Aufholpotenzial***

Mit einer Penetrationsrate von 25,5 % aller Haushalte liegt China bei den Internetanschlüssen leicht unter der Penetrationsrate von Russland, Brasilien und deutlich hinter denen der Industrienationen.



(Source: China Internet Network Information Centre CNNIC, June 2009)

### ***Keine Sättigungstendenzen in Sicht***

Dies liegt zum einen an Faktoren wie größerer geographischer Verteilung der Bevölkerung und dem Bildungsgrad der Bevölkerung. Selbst mittelfristig ist mit ersten Sättigungstendenzen auf dem chinesischen Markt daher nicht zu rechnen. Unter Berücksichtigung weiterer Parameter wie Kaufkraft und PC-Dichte sollte China somit unverändert ein äußerst attraktiver Breitband- und Internetmarkt sein. Er sollte somit noch nicht von gewissen Verlangsamungstendenzen im Wachstum betroffen sein, die auf anderen Märkten zu beobachten sind.

### ***Attraktive Rahmenbedingungen und steigende Nachfrage erwartet***

Die günstigen Rahmenparameter wie niedrige Penetrationsrate und steigende Kaufkraft der Bevölkerung machen den Telekommunikationsmarkt für in- und ausländische Unternehmen attraktiv. Die Nachfrage nach Breitbandanschlüssen wird unseres

Erachtens außerdem von den erhöhten Anforderungen der Internetseiten und neuer Anwendungen (vor allem von Web 2.0-Anwendungen/IPTV) getrieben. Generell ist der Trend zu multimedialen Inhalten intakt und für die Nachfrage nach Breitbandanschlüssen förderlich.

### ***Hohes Kurspotenzial - Kaufempfehlung***

Für Vtion Wireless Technology sehen wir ein Kurspotenzial von 26%. Unser Kursziel lautet daher EUR 13. Das Unternehmen liefert ein hervorragendes Exposure hinsichtlich der von uns identifizierten Wachstumstrends unter den von uns gecoverten Werten. Wir haben unsere Ergebnisschätzungen für 2009 und die Folgejahre aufgrund einer starken operativen Dynamik nach oben angepasst. Wir erwarten, dass Vtion Wireless Technology auch im Geschäftsjahr 2010 seine Nischenstellung auf dem chinesischen Breitband- und Internetmarkt dank der Partnerschaften mit China Unicom und China Telecom unter Beweis stellen kann. Diese Entwicklungen sehen wir allerdings auf dem aktuellen Niveau nach wie vor als nicht eingepreist an. In unserem DCF-Modell für die Gruppe unterstellen wir daher die entsprechenden Margen für die nächsten Jahre. Das Umsatzwachstum sollte sich zwar im zweistelligen Prozentbereich bewegen, allerdings gehen wir davon aus, dass die gegenwärtigen Wachstumsraten aufgrund des Basiseffekts nicht gehalten werden können.

## **2 Unternehmensprofil**

Die Vtion Gruppe ist einer der drei führenden Anbieter von Mobilfunk-Datenkartenlösungen für die mobile Computernutzung über Mobilfunknetze in der Volksrepublik China („VRC“ oder „China“). Die Vtion Gruppe beschäftigt sich hauptsächlich mit der Entwicklung und dem Vertrieb von Mobilfunk-Datenkarten, wozu auch die Bereitstellung entsprechender After-Sales Services gehört. Daneben bietet die Vtion Gruppe auch internetbasierte Datenservice-Lösungen an, die von einem verbundenen Unternehmen im Rahmen von exklusiven Dienstleistungsverträgen für Kunden in China erbracht werden.

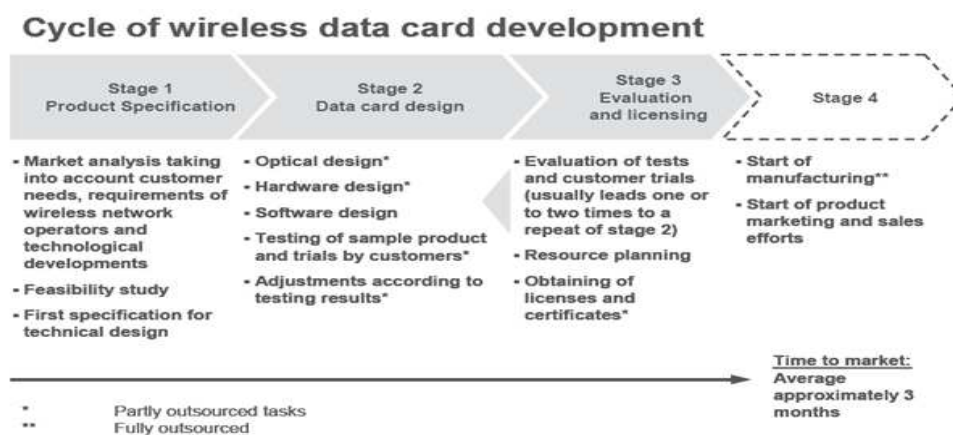
Mit Hilfe der Mobilfunk-Datenkarten der Vtion Gruppe sind die Nutzer in der Lage, sich einen Zugang zu Telekommunikationsnetzen über Laptops oder Personalcomputer zu verschaffen. Die Vtion Gruppe verfügt über ein breites Spektrum an Mobilfunk-Datenkarten für Schnittstellen wie PCMCIA, USB, Mini-USB, PCI Express Mini und Express Card 34. Die Vtion Gruppe verkauft ihre Mobilfunk-Datenkarten im Wesentlichen über drei Vertriebskanäle: Netzbetreiber, Großhändler und Direktverkäufe. Die überwiegende Anzahl ihrer Mobilfunk-Datenkarten veräußert die Vtion Gruppe direkt an China Telecom, China Unicom und China Mobile, welche die Mobilfunk-Datenkarten jeweils in ihren Outlet-Stores unter der Marke Vtion an ihre Kunden weiterveräußern.

Die chinesische Mobilfunknetzbranche sieht sich derzeit einer Marktentwicklung von der zweiten Mobilfunkgeneration (den so genannten 2G, 2.5G und 2.75G Standards) hin zu Standards der dritten Mobilfunkgeneration (den so genannten 3G Standards) gegenüber, die erheblich höhere Datentransferraten ermöglichen. Die Vtion Gruppe erwartet, dass 2.5G und 2.75G in ländlichen Regionen weiterhin eine dominierende Rolle spielen wird und hat deswegen Mobilfunk-Datenkarten entwickelt, die mit 2.5G, 2.75G und 3G Netzwerken kompatibel sind. Seit der Einführung von 3G Netzwerken in China in 2009 konzentriert sich die Vtion Gruppe auf den Vertrieb von 3G Mobilfunk-Datenkarten für die drei verschiedenen 3G Standards in China, TD-SCDMA, CDMA 2000 und WCDMA.

Im Januar 2006 begann die Vtion Gruppe ihr Geschäft mit internet-basierten Daten-Services, das in erster Linie an Geschäftsreisende in China gerichtet ist. Die internetbasierten Daten-Services werden Mitgliedern des Business Clubs der Vtion Gruppe über die Internetseite „www.mbevip.com“ angeboten und umfassen einen Internetbeschleuniger (der die Ladezeiten für Webseiten verkürzt und die Internetverbindung hinsichtlich der Zuverlässigkeit optimiert), einen Virenschanner, einen SMS Service, einen elektronischen Faxservice, einen Online Übersetzungsdienst und einen Internetreiseservice.

Die Vtion Gruppe verzeichnet nach wie vor ein rasantes Wachstum. Im Geschäft mit Mobilfunk-Datenkarten hat die Vtion Gruppe in 2008 einen Umsatz von EUR 39,2 Mio. erzielt, was einer Steigerung gegenüber dem Jahr 2007 von 35 % entspricht. In den ersten neun Monaten des Jahres 2009 erzielte die Vtion Gruppe mit dem Mobilfunk-Datenkarten-Geschäft bereits Umsätze in Höhe von EUR 47,73 Mio. Dies entspricht einer Steigerung von 62 % gegenüber der Vorjahresperiode. Der Netto-Gewinn der Vtion Gruppe stieg nach neun Monaten gegenüber dem Vorjahr um 49 Prozent von EUR 9,29 Mio. auf EUR 13,88 Mio. Für das Gesamtjahr rechnet das Management mit Umsatzerlösen von EUR 66 bis 70 Mio. bei einer EBIT-Marge von 29 Prozent.

### Wertschöpfungskette



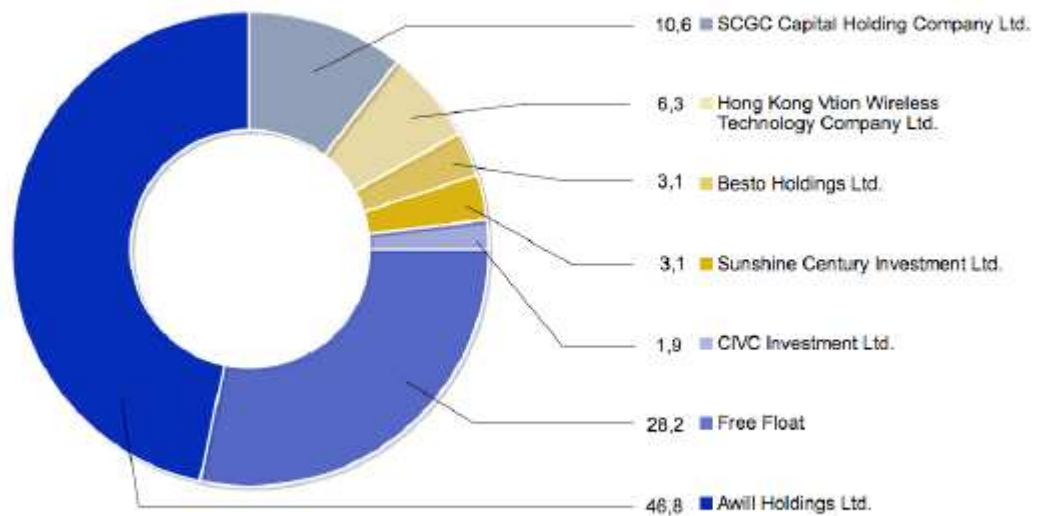


**Organigramm**



**Aktionärsstruktur**

in %



\*Aktionärsstruktur ohne Ausübung der Mehrzuteilungsoption

Quelle: Vtion Wireless Technology AG

### 3 SWOT

#### Stärken/Chancen

- Die Vtion Gruppe hat enge Geschäftsbeziehungen zu China Unicom, China Telecom und China Mobile entwickelt: Die Vtion Gruppe hat enge Geschäftsbeziehungen zu den drei Mobilfunknetzbetreibern in China, China Unicom, China Telecom und China Mobile, entwickelt.
- Die Vtion Gruppe ist der Auffassung, dass sie einer der größten Lieferanten von auf der 2.5G und 2.75G Technologie basierenden Mobilfunk-Datenkarten an China Unicom war. Sie wurde in sechs aufeinander folgenden Jahren von China Unicom als „erstrangig qualifizierter Lieferant“ ausgewählt.
- Eindeutiger Fokus auf qualitativ hochwertige Mobilfunk-Datenkarten und ausgezeichnete Marktkenntnis: Die Vtion Gruppe richtet einen starken Fokus auf die Entwicklung qualitativ hochwertiger Mobilfunk-Datenkarten für die 3G Mobilfunknetze in China und hat in den vergangenen Jahren eine umfassende Industrieexpertise angesammelt.
- Starke Produktentwicklungskapazitäten zur Markteinführung kundenspezifischer Produkte in kurzer Zeit: Die Vtion Gruppe legt größten Wert auf die Entwicklung maßgeschneiderter, an den Bedarf von Geschäftsreisenden angepasster Produkte, die den aktuellen, sich rasch entwickelnden Markttrends entsprechen.
- Breit gefächertes Produktportfolio, das alle maßgeblichen Industriestandards und Schnittstellen abdeckt: Die Vtion Gruppe ist einer der wenigen Lieferanten von Mobilfunk-Datenkarten, der in der Lage ist, Mobilfunk-Datenkarten für alle 3G Standards herzustellen, die entweder mit PCMCIA, USB, Mini-USB, Express Card 34 oder PCI Express Mini Schnittstellen von Laptops oder Personalcomputern kompatibel sind.
- Markenname mit hohem Bekanntheitsgrad: Die Marke „Vtion“ ist in China sehr bekannt. Sie wurde in den Jahren 2007 bis 2009 jeweils in der Liste World Brand Lab der 500 bekanntesten chinesischen Marken aufgeführt.

#### Risiken/Schwächen

- Technologische Veränderungen könnten die aktuellen Technologien der Vtion Gruppe und/oder ihr gesamtes Geschäft mit Mobilfunk-Datenkarten überflüssig werden lassen.
- Die Profitabilität der Vtion Gruppe könnte aufgrund eines systematischen Preisverfalls oder steigender Kosten abnehmen.



## 4 Strategie

Der strategische Fokus der Vtion Gruppe liegt in der Verfolgung der folgenden Ziele:

- ✓ Nutzen der starken Marktposition im Markt für 2.5G und 2.75G Mobilfunk-Datenkarten zur erfolgreichen Durchdringung des 3G-Marktes:
- ✓ Die Vtion Gruppe ist der Ansicht, dass sie weitere Marktanteile von kleineren Lieferanten gewinnen kann, für die es zunehmend schwieriger wird, die hohen Lizenzgebühren für die Nutzung von 3G Technologie zu bezahlen und die zunehmenden regulatorischen Anforderungen an Genehmigungen und Lizenzierungen für Mobilfunk-Datenkarten in China zu erfüllen.
- ✓ Stärkung der Forschungs- und Entwicklungskapazitäten:
- ✓ Die Forschungs- und Entwicklungsabteilung soll auch mit den Mitteln aus dem Börsengang weiter ausgebaut werden. Die zukünftigen Aktivitäten der F&E-Abteilung konzentrieren sich auf neue Technologien, wie z. B. 3.5G und 4G, und der Entwicklung neuer Produkte.
- ✓ Entwicklung einer innovativen Marketingstrategie und Schaffung neuer Vertriebskanäle: Die Vtion Gruppe hat sich zum Ziel gesetzt, das anvisierte Wachstum durch die Erweiterung der Vertriebskanäle mittels Ausbau der Kooperationen und dem Aufbau von Shop-in-Shop Lösungen sowie der Einführung innovativer Marketingstrategien zu erreichen. Darüber hinaus soll das Geschäft mit internetbasierten Daten-Services vorangetrieben werden, indem die Mitgliederbasis des Business Clubs erweitert wird.

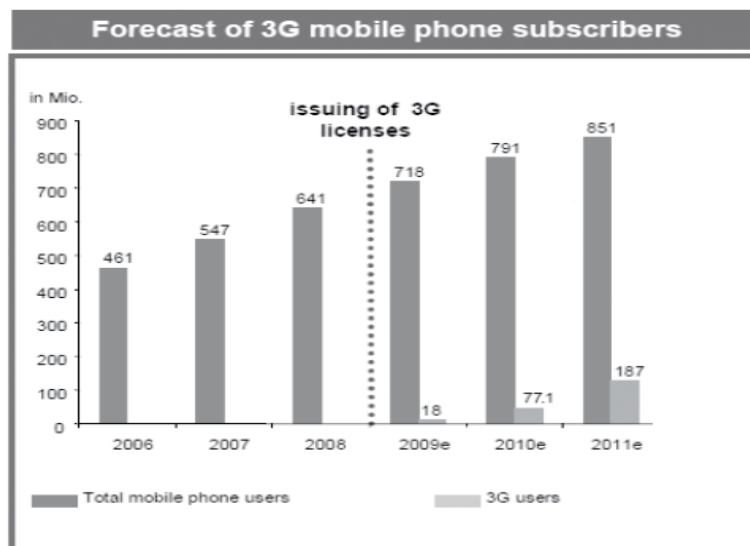
## 5 Markt und Wettbewerb

### *Mobile Telecommunications Market*

Worldwide mobile telecommunications markets are expected to continue their rapid growth. The international market in wireless communications is expected to grow by 6.6 % in 2009 to EUR 578 billion. Mobile voice revenues are expected to increase by 4.2 % to EUR 454 billion while mobile data services are expected to increase by 16 % to EUR 124 billion. (Source: European Information Technology Observatory EITO, 13 February 2009)

The number of Chinese mobile telecommunications users exceeded 695 million subscribers at June 30, 2009, by rising 54 million subscribers from 641 million subscribers at 31 December 2008. (Source: MIIT, “www.miit.gov.cn”)

Based on the below market study, the PRC mobile telecommunications market is expected to continue its growth. The number of mobile telephone users is expected to increase to 718 million in 2009 and 851 million in 2011. The number of mobile phone subscribers using 3G is expected to increase from 18 million in 2009 to 1 87 million in 2011.



Source: Analysis International “Research series regarding development strategy of 3G business of domestic operators – Overview on development strategy of Chinese 3G market in 2009”, 29 June 2009).

**PRC mobile network standards**

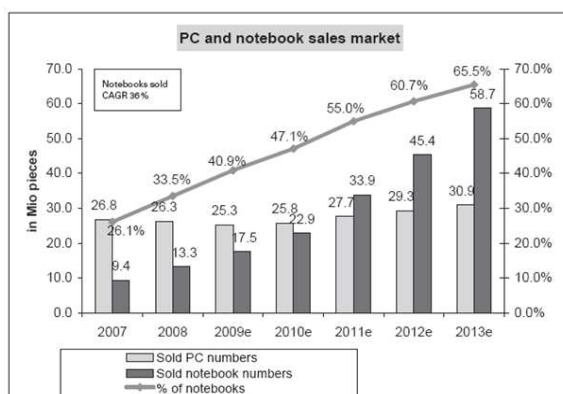
The mobile networks which have been established by China Mobile and China Unicom are based on the second generation of mobile phone standards (“2G”). China Unicom and China Mobile operated enhanced 2.5G and 2.75G wireless network standards which provided for sufficient data transfer rates to access the internet. China Unicom’s 2.5G CDMA 1x network was operated throughout mainland China with a nearly nationwide coverage. As China Mobile’s 2.75G network was only available in large cities in China the market for wireless internet access was dominated by China Unicom.

After the market introduction of 3G wireless networks in the PRC in May 2009, the Chinese mobile network industry is moving from second generation wireless communication to third generation wireless communication standards, which allows for significantly higher data transfer rates. Vtion Group expects that 2.5G and 2.75G will remain the dominant network standard in rural areas until the 3G coverage is established throughout China. Current wireless networks cards are therefore designed to connect to 2.5G, 2.75G and 3G networks.

**The Notebook Market**

The PRC notebook market is also rapidly expanding. The volume of China’s notebook sales in 2008 reached over 13 million, increasing by over 41 % from 2007. This growth was mainly driven by a decrease in product prices and improved price/performance ratios. (Source: IDC China PC 2009-2013 Forecast and Analysis)

It is expected that new applications and operating systems such as Windows 7, which require high performance notebooks and which is expected to be launched at the end of 2009, will trigger further growth in the notebook market in the forthcoming years. The volume of notebook sales is expected to increase to 17.5 million in 2009 and 58.7 million in 2013 (Source: IDC, “China PC Market 2009-2013 Forecast and Analysis”, August 2009).



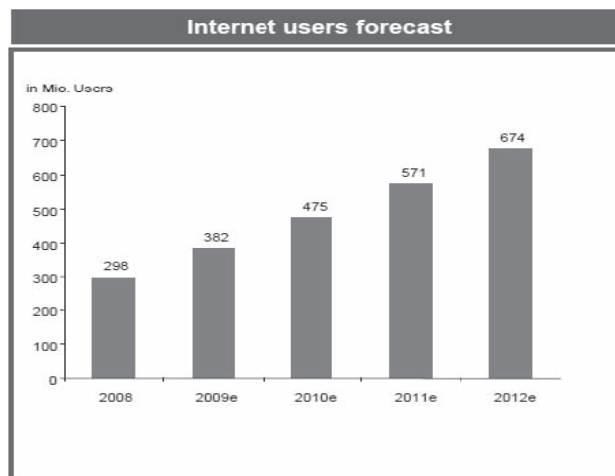
(Source: IDC, “China PC Market 2009-2013 Forecast and Analysis”, August 2009)

The volume of desktop PC sales decreased slightly from 26.8 million in 2007 to 26.3 million units in 2008 which shows the increasing significance of mobile computers. Desktop PC sales volume is expected to further decrease to 25.3 million in 2009 and thereafter to increase only slightly to 30.9 million units in 2013 (Source: IDC, “China PC Market 2009-2013 Forecast and Analysis”, August 2009).

**Internet Market**

The rapid growth of mobile communication services and the notebook market has been accompanied by an increasingly growing number of internet users in China. By 30 June 2009, the number of Chinese Internet users reached 338 million, an increase of 40 million users, or 13.4 % compared to the end of 2008 (Source: China Internet Network Information Centre CNNIC, June 2009) The number of broadband users totaled 319 million as of 30 June 2009.

Although China has the largest number of internet users, its penetration rate of 25.5 % as of June 2009 is low, far behind nations like South Korea, the United States and Japan. There is a wide gap between internet use in cities and rural areas. Internet users in rural areas total 95.65 million, accounting for only 28.3 % of all internet users in China, while around 242.35 million internet users live in urban areas, accounting for 71.7 % of all internet users (Source: China Internet Network Information Centre CNNIC, June 2009).



(Source: Analysis International, Annual Report on Chinese Internet 2007–2008, 26 May 2008).

**PRC Market for Wireless Data Cards**

Wireless data cards to access the internet over wide area networks experienced strong growth over the last few years increasing from 8.7 million to 21.6 million worldwide (Source: CCID Consulting, 2008–2009 Annual Research Report about Chinese wireless data cards). This represents a compound annual growth rate (“CAGR”) of approximately 35 % in the years 2006 to 2008.

## 6 Finanzplanung

### 6.1 Bilanzen

| Consolidated Balance sheets         |            |            |            |             |            |            |             |            |            |              |            |            |              |            |           |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|--------------|------------|-----------|
|                                     | 2006       |            |            | 2007        |            |            | 2008        |            |            | 2009E        |            |            | 2010E        |            |           |
|                                     | Mio. Euro  | %          | Δ%         | Mio. Euro   | %          | Δ%         | Mio. Euro   | %          | Δ%         | Mio. Euro    | %          | Δ%         | Mio. Euro    | %          | Δ%        |
| <b>ASSETS</b>                       |            |            |            |             |            |            |             |            |            |              |            |            |              |            |           |
| <i>Current assets</i>               |            |            |            |             |            |            |             |            |            |              |            |            |              |            |           |
| Inventories                         | 1.6        | 22         | -90        | 2.3         | 9          | 43         | 4.9         | 10         | 111        | 13.9         | 11         | 185        | 16.7         | 33         | 20        |
| Trade receivables                   | 2.6        | 37         | -89        | 10.1        | 38         | 283        | 6.4         | 12         | -37        | 34.2         | 26         | 438        | 36.4         | 71         | 6         |
| Other receivables and prepayments   | 1.0        |            |            | 1.1         |            |            | 6.7         |            |            | 7.5          |            |            | 9.3          |            |           |
| Amounts due from related parties    | 0.2        | 3          | -90        | 0.0         | 0          | -83        | 1.4         | 3          |            | 0.9          | 1          | -36        | 0.9          | 2          | 0         |
| Cash and cash equivalents           | 1.6        | 22         | -32        | 12.2        | 46         | 676        | 30.3        | 60         | 148        | 70.7         | 54         | 133        | 84.0         | 165        | 19        |
| <b>Total current assets</b>         | <b>7.1</b> | <b>98</b>  | <b>-85</b> | <b>25.8</b> | <b>97</b>  | <b>266</b> | <b>49.7</b> | <b>98</b>  | <b>93</b>  | <b>127.3</b> | <b>98</b>  | <b>156</b> | <b>147.3</b> | <b>289</b> | <b>16</b> |
| <i>Non-current assets</i>           |            |            |            |             |            |            |             |            |            |              |            |            |              |            |           |
| Property, plant and equipment       | 0.1        | 2          | -99        | 0.2         | 1          | 63         | 0.5         | 1          | 174        | 0.5          | 0          | -4         | 0.5          | 1          | 6         |
| Intangible assets                   | 0.1        | 1          | -99        | 0.6         | 2          |            | 0.8         | 1          | 29         | 2.5          | 2          | 233        | 2.5          | 5          | 0         |
| <b>Total non-current assets</b>     | <b>0.2</b> | <b>2</b>   | <b>-99</b> | <b>0.8</b>  | <b>3</b>   | <b>374</b> | <b>1.2</b>  | <b>2</b>   | <b>63</b>  | <b>3.0</b>   | <b>2</b>   | <b>140</b> | <b>3.0</b>   | <b>6</b>   | <b>1</b>  |
| <b>Total assets</b>                 | <b>7.2</b> | <b>100</b> | <b>-90</b> | <b>26.6</b> | <b>100</b> | <b>268</b> | <b>51.0</b> | <b>100</b> | <b>92</b>  | <b>130.2</b> | <b>100</b> | <b>156</b> | <b>150.3</b> | <b>100</b> | <b>15</b> |
| <i>Capital and reserves</i>         |            |            |            |             |            |            |             |            |            |              |            |            |              |            |           |
| Share capital                       | 2.9        | 41         | -66        | 10.0        | 38         | 241        | 11.5        | 23         | 15         | 16.0         | 12         | 39         | 16.0         | 31         | 0         |
| Reserves                            | 0.3        | 3          | -99        | 0.0         | 0          | -100       | 7.6         | 15         |            | 54.4         | 42         | 616        | 54.4         | 107        | 0         |
| Retained earnings                   | 0.7        | 10         | -87        | 0.8         | 3          | 3          | 13.2        | 26         |            | 27.1         | 21         | 106        | 44.8         | 88         | 66        |
| Foreign exchange difference         | 0.0        | 0          | -100       | -0.4        | -1         |            | 3.3         | 7          |            | 0.7          | 1          | -80        | 5.9          | 12         | 768       |
| <b>Total equity</b>                 | <b>3.9</b> | <b>54</b>  | <b>-88</b> | <b>10.4</b> | <b>39</b>  | <b>165</b> | <b>35.6</b> | <b>70</b>  | <b>242</b> | <b>98.1</b>  | <b>75</b>  | <b>176</b> | <b>121.1</b> | <b>238</b> | <b>23</b> |
| <i>Current liabilities</i>          |            |            |            |             |            |            |             |            |            |              |            |            |              |            |           |
| Short-term loans                    | 1.8        | 24         | -43        | 5.2         | 20         | 196        | 0.0         | 0          | -100       | 0.0          | 0          |            | 0.0          | 0          |           |
| Trade payables                      | 0.5        | 7          | -34        | 4.7         | 18         |            | 8.3         | 16         | 75         | 18.9         | 15         | 129        | 14.3         | 28         | -24       |
| Other payables and accruals         | 0.9        | 12         | -38        | 3.3         | 12         | 275        | 3.3         | 7          | 2          | 8.1          | 6          | 144        | 8.5          | 17         | 5         |
| Amounts due to related parties      | 0.0        | 0          |            | 3.0         | 11         |            | 3.8         | 7          | 27         | 4.1          | 3          | 8          | 4.3          | 8          | 5         |
| Income tax payable                  | 0.1        | 2          | -97        | 0.0         | 0          | -100       | 0.0         | 0          |            | 1.0          | 1          |            | 2.1          | 4          | 110       |
| <b>Total liabilities</b>            | <b>3.3</b> | <b>45</b>  | <b>-67</b> | <b>16.2</b> | <b>61</b>  | <b>393</b> | <b>15.4</b> | <b>30</b>  | <b>-5</b>  | <b>32.1</b>  | <b>25</b>  | <b>109</b> | <b>29.2</b>  | <b>57</b>  | <b>-9</b> |
| <b>Total liabilities and equity</b> | <b>7.2</b> | <b>100</b> |            | <b>26.6</b> | <b>100</b> | <b>269</b> | <b>51.0</b> | <b>100</b> | <b>92</b>  | <b>130.2</b> | <b>100</b> | <b>155</b> | <b>150.3</b> | <b>295</b> | <b>15</b> |

Dr. Kalliwoda | Research © 2009

Auf der Aktivseite fällt vor allem die geringe Anlageintensität auf. Das Anlagevermögen macht aktuell rund 2% der Bilanzsumme aus. Die Kapitalintensität ist dementsprechend gering. Auffällig ist eine deutliche Erhöhung des Working Capitals. Dies ist vorrangig durch die Ausweitung der Umsätze bedingt und damit ein positives Signal. Der Kassenbestand steigt zum einen durch die aus dem Börsengang zugeflossenen Mittel, zum anderen wird die Position nach wie vor aus dem operativen Geschäft gespeist. Auf der Passivseite fällt dagegen die geringe Finanzverschuldung auf, sodass die Zinslasten überschaubar sind. Es ist davon auszugehen, dass mit der Realisierung der Expansionspläne die hohen Cashbestände abnehmen werden und auch das Working Capital weiter ausgedehnt werden muss.

## 6.2 Gewinn- und Verlustrechnung

| Profit & Loss Statement - Vtion Wireless Technology AG |             |     |      |             |     |        |              |     |       |              |     |       |              |     |     |
|--|-------------|-----|------|-------------|-----|--------|--------------|-----|-------|--------------|-----|-------|--------------|-----|-----|
|  | 2006        |     |      | 2007        |     |        | 2008         |     |       | 2009E        |     |       | 2010E        |     |     |
|  | Mio. Euro   | %   | Δ %  | Mio. Euro   | %   | Δ %    | Mio. Euro    | %   | Δ %   | Mio. Euro    | %   | Δ %   | Mio. Euro    | %   | Δ % |
| <b>Sales</b>   | 10.00       | 100 | -88  | 28.99       | 100 | 190    | 39.17        | 100 | 35    | 68.00        | 100 | 74    | 85.00        | 100 | 25  |
| Cost of Sales  | -6.52       | -65 |      | -17.32      | -60 | 166    | -23.09       | -59 | 33    | -40.80       | -60 | 77    | -51.00       | -60 | 25  |
| <b>Gross Profit</b>                                    | 3.48        | 35  | -96  | 11.67       | 40  | 235    | 16.08        | 41  | 38    | 27.20        | 40  | 69    | 34.00        | 40  | 25  |
| Other operating income                                 | 0.01        | 0   |      | 0.28        | 1   |        | 0.55         | 1   | 97    | 0.40         | 1   | -27   | 0.50         | 1   | 25  |
| Selling and distribution expenses                      | -0.47       | -5  |      | -0.94       | -3  | 101    | -1.37        | -3  | 46    | -1.45        | -2  | 6     | -2.50        | -3  | 72  |
| Administrative expense                                 | -0.49       | -5  | -91  | -1.30       | -4  | 165    | -2.58        | -7  | 98    | -1.78        | -3  | -31   | -2.80        | -3  | 57  |
| Other operating expense                                | 0.00        | 0   | -100 | -0.47       | -2  |        | -0.08        | -0  | -83   | -0.20        | -0  | 150   | -0.20        | -0  | 0   |
| <b>Profit from operations</b>                          | <b>2.53</b> | 25  | -94  | <b>9.24</b> | 32  | 265    | <b>12.60</b> | 32  | 36    | <b>24.17</b> | 36  | 92    | <b>29.00</b> | 34  | 20  |
| Finance income   | 0.03        | 0   |      | 0.20        | 1   | 567    | 0.27         | 1   | 35    | 0.50         | 1   | 85    | 0.55         | 1   | 10  |
| Finance expenses                                       | -0.10       | -1  | -87  | -0.30       | -1  | 200    | -0.48        | -1  | 60    | -0.48        | -1  | 0     | -0.60        | -1  | 25  |
| <b>Profit before income tax</b>                        | 2.46        | 25  | -94  | 9.14        | 32  | 271    | 12.39        | 32  | 36    | 24.19        | 36  | 95    | 28.95        | 34  | 20  |
| Income tax   | -0.40       | -4  | -42  | -0.30       | -1  | -25    | 0.00         | 0   | -100  | -3.02        | -4  |       | -3.62        | -4  | 20  |
| <b>Profit for the year</b>                             | 2.06        | 21  | -95  | 8.84        | 30  | 328    | 12.39        | 32  | 40    | 21.17        | 31  | 71    | 25.33        | 30  | 20  |
| <b>EPS (15,98 Mio.):</b>                               | 0.13        |     |      | 0.55        |     | 328.36 | 0.78         |     | 40.15 | 1.32         |     | 70.90 | 1.59         |     | 20  |

Dr. Kalliwoda | Research © 2009

Durch das Ausnutzen ihrer Wettbewerbsstärken, wie beispielsweise die engen Beziehungen zu den drei führenden Mobilfunknetzbetreibern in China, die ausgeprägten Kenntnisse der Mobilfunk-Datenkarten-Branche in China, die starken Produktentwicklungskapazitäten und ihr breit gefächertes Produktportfolio, ist die Vtion Gruppe bestrebt, der führende Anbieter von Mobilfunk-Datenkartenlösungen in China zu werden. Dennoch ist davon auszugehen, dass mit der Zeit die Wettbewerbsintensität zunehmen wird. Wir unterstellen daher ein Abflachen der Zuwachsraten beim Absatz. Mit einer operativen Marge von über 30 Prozent gehört Vtion Wireless Technology zu den margenstärksten Unternehmen der Telekommunikationsbranche.

Die Entwicklung der Bottom-Line wird dabei vor allem von folgenden Faktoren getrieben:

- ✓ Kontinuierliche Steigerung des Absatzvolumens senkt den Einkaufspreis, erhöht die Verhandlungsmacht und optimiert die Kapazitätsauslastung
- ✓ Höhere Margen auf den Märkten aufgrund des frühen Wettbewerbsstadiums dieser Märkte
- ✓ Fixkostendegression und Lernkurveneffekt



## 7 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der Vtion AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich im Telekommunikationssektor bewegen. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

| Peer Group - Wireless Data Solutions                           |       |              |                  |              |            |            |            |            |       |       |  |
|--|-------|--------------|------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|--|
|  | Price | Market Cap.  | Enterprise Value | Total Equity | Sales      |            | EBIT       |            | EPS   |       |  |
|  |       |              |                  |              | 2008       | 2009E      | 2008       | 2009E      | 2008  | 2009E |  |
| China Mobile (CNY)   | 75.45 | 1,513,535.00 | 1,097,175.00     | 442,278.00   | 412,343.00 | 444,716.00 | 142,615.00 | 146,392.00 | 5.54  | 5.68  |  |
| China Telecom (CNY)  | 3.59  | 252,336.00   | 337,596.00       | 213,036.00   | 186,801.00 | 211,336.00 | 5,145.00   | 24,147.00  | 0.01  | 0.18  |  |
| China Unicom (CNY)   | 11.04 | 224,827.00   | 260,364.00       | 206,710.00   | 148,906.00 | 153,491.00 | 8,319.00   | 14,172.00  | 0.26  | 0.46  |  |
| ZTE (CNY)  | 38.80 | 71,615.00    | 76,542.00        | 14,249.00    | 44,293.00  | 59,329.00  | 1,245.00   | 2,894.00   | 0.93  | 1.35  |  |
| China GrenTech Corp (USD)                                      | 4.91  | 791.15       | 1,134.00         | 209.95       | 144.24     | 242.60     | -19.06     | 12.68      | -0.88 | 0.27  |  |
| Centron Telecom (HKD)  | 2.24  | 1,377.82     | 1,277.53         | 1,030.59     | 818.29     | 1,262.00   | 140.05     | 199.76     | 0.17  | 0.24  |  |
| Comba Telecom Systems (HKD)                                    | 8.24  | 8,724.90     | 8,418.03         | 1,974.54     | 2,525.90   | 4,050.00   | 273.39     | 584.50     | 0.22  | 0.43  |  |
| Commscope (USD)  | 28.87 | 2,707.73     | 3,660.49         | 1,008.36     | 4,016.56   | 3,043.55   | -90.13     | 398.31     | -3.29 | 0.95  |  |
| Novatel Wireless (USD)   | 9.12  | 281.32       | 149.35           | 197.96       | 320.97     | 339.41     | -5.74      | 9.69       | -0.04 | 0.17  |  |
| Lenovo (USD)   | 11.05 | 5,251.63     | 3,684.00         | 1,310.74     | 14,901.35  | 15,230.00  | -210.13    | 156.00     | -0.03 | 0.01  |  |
| Option NV (EUR)  | 1.26  | 51.76        | 38.68            | 99.08        | 268.09     | 181.61     | -29.30     | -31.47     | -0.46 | -0.70 |  |
| Vtion Wireless Technology AG (EUR)<br>* EPS adj. 15,98m shares | 10.30 | 164.59       | 109.59           | 53.20        | 39.18      | 68.00      | 12.60      | 24.17      | 0.78  | 1.32  |  |

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH, Reuters

Für unseren Peer Group Vergleich haben wir die folgenden Unternehmen gewählt, da sie zumindest hinsichtlich des thematischen Schwerpunktes TK/TK-Services eine gewisse Vergleichbarkeit zur Vtion Gruppe aufweisen. Allerdings bildet keines der aufgeführten Unternehmen die Produktpalette von Vtion hinreichend ab, so dass die Aussagekraft schon durch die unterschiedlichen Geschäftsmodelle eingeschränkt ist. Zudem lassen die Unterschiede bei Finanzstruktur, der Unternehmensgröße sowie die Zyklität des Geschäftsmodells nur eine eingeschränkte Aussagekraft des Peer Group Vergleichs zu. Die Unternehmen sollen zunächst kurz vorgestellt werden:

**Centron Telecom International Holding Limited** is an investment holding company. The Company is principally engaged in the manufacture and sale of wireless telecommunications coverage system equipment and the provision of related engineering services, and the sale of digital television network coverage equipment. The Company's subsidiaries include Nice Group, which is an investment holding company; Fujian Centron, which is engaged in the manufacturing and selling of wireless telecommunications coverage system equipment and provision of related engineering services, and Centron Telecom System (Asia) Limited, which is engaged in the selling of wireless telecommunications coverage system equipment and provision of related engineering services.

**China GrenTech Corporation Limited** is principally engaged in the manufacture and sale of wireless coverage products and services in the People's Republic of China (PRC). The Company derives substantially all of its revenues from China United Telecommunications Corporation and its affiliates (the China Unicom Group), China Mobile Communications Corporation and its affiliates (the China Mobile Group) and China Telecom Corporation Limited, and its affiliates (the China Telecom Group). In December 2008, the Company divested its two wholly owned subsidiaries in Quanzhou Lake Communication Company Limited (Lake Communication) and Quanzhou Lake Microwave Company Limited (Lake Microwave).

**China Mobile Limited** is engaged in mobile telecommunications services principally using the global system for mobile communications (GSM), standard. Its GSM networks reach all cities and counties, and roads and highways, as well as a substantial part of rural areas, throughout Mainland China and, through the network of Hong Kong Mobile, a substantial part of Hong Kong. On January 7, 2009, the Company started to offer mobile telecommunications services using the time division-synchronous code division multiple access (TD-SCDMA) standard. It operates its third generation (3G) business based on a core mobile telecommunications network that is shared by both its second generation (2G) and 3G businesses and TD-SCDMA wireless network capacity leased from China Mobile Communications Corporation (CMCC). As of May 31, 2009, the Company's total number of subscribers reached approximately 488.1 million.

**China Telecom Corporation Limited** is an integrated information service provider in the People's Republic of China. The Company offers a range of telecommunication services, including wireline voice services, mobile voice services, Internet access services, value-added services, integrated information application services, managed data and leased line services and other related services. On October 1, 2008, the Company completed the acquisition of China Unicom (Hong Kong) Limited and China Unicom Corporation Limited. In July 2008, the Company completed the acquisition of China Telecom Group

Beijing Telecom. On July 27, 2008, China Telecom Group, Unicom Group, and Unicom New Horizon Mobile Telecommunications Company Limited (Unicom New Horizon), entered into a code division multiple access (CDMA) network disposal agreement, pursuant to which Unicom Group and Unicom New Horizon sold the CDMA cellular telecommunications network constructed by Unicom New

**China Unicom (Hong Kong) Limited (Unicom)**, formerly China Unicom Limited, is an operator providing a range of telecommunications services, including mobile and fixed-line service, in China. On October 1, 2008, the Company completed the disposal of its code division multiple access (CDMA) business to China Telecom Corporation Limited (China Telecom). The Company's wholly owned subsidiary, China United Network Communications Corporation Limited (CUCL) merged with China Netcom (Group) Company Limited (CNC China), a wholly owned subsidiary of China Netcom Group Corporation (Hong Kong) Limited (China Netcom), in January 2009. In addition, in January 2009, China United Network Communications Group Company Limited (Unicom Group), the Company's parent company, merged with and absorbed China Network Communications Group Corporation (Netcom Group), the parent company of China Netcom.

**Comba Telecom Systems Holdings Limited** is an investment holding company. The Company and its subsidiaries are engaged in the research, development, manufacture and sale of wireless telecommunications network system enhancement system equipment and the provision of related engineering services. The Company is an antennas manufacturer in the People's Republic of China. During the year ended December 31, 2008, the Company manufactured over 200,000 pieces of base transceiver station (BTS) antennas, including directional panel antennas and remote electrical tilt control antennas and approximately 1,100,000 pieces of indoor antennas. The Company's services include consultation, commissioning, and aftersales maintenance. It provides a portfolio of in-building and outdoor solutions, such as repeaters, antennas, digital microwave systems and related radio frequency passive accessories.

**CommScope, Inc. (CommScope)** is engaged in providing infrastructure solutions for communication networks. The Company through its Andrew brand is engaged in providing radio frequency subsystem solutions for wireless networks. Through the SYSTIMAX and Uniprise brands, CommScope is engaged in providing infrastructure solutions, delivering end-to-end physical layer solution, including cables and connectivity, enclosures, intelligent software and network design services, for business enterprise applications. The Company operates in four segments: Antenna, Cable and Cabinet Group (ACCG), Enterprise, Broadband and Wireless Network Solutions (WNS). On January 31, 2008, CommScope completed the sale of the Satellite Communications (SatCom) product line, to ASC Signal Corporation (ASC). On March 26, 2008, the Company entered into an agreement to divest its minority interest in Andes Industries, Inc. (Andes).

**Lenovo Group Limited** is an investment holding company. The Company develops, manufactures and markets technology products and services worldwide. The Company, through its subsidiaries is engaged in manufacturing and distribution of information technology (IT) products and provision of IT services, property holding and property management, procurement agency, group treasury, supply chain management, intellectual property rights management, and provision of repair services for computer hardware and software systems. The Company's subsidiaries include Lenovo (Beijing) Limited, Lenovo (Shanghai) Co., Ltd., Lenovo (Asia Pacific) Limited, Beijing Lenovo Software Limited, Huiyang Lenovo Industry Property Limited and Lenovo (Canada) Inc. On March 31, 2008, the Company disposed its interest in Greater China mobile handset operations.

**Novatel Wireless, Inc.** (Novatel Wireless) is a provider of wireless broadband access solutions for the worldwide mobile communications market. The Company's range of products includes third-generation (3G) wireless personal computer (PC) card and ExpressCard modems, embedded modems, universal serial bus (USB) modems and other fixed-mobile convergence (FMC), solutions and communications software for wireless network operators, infrastructure providers, distributors, original equipment manufacturers (OEMs), and vertical markets worldwide. Through the integration of its hardware and software, its products are designed to operate on a majority of global wireless networks, and provide mobile subscribers with secure and convenient high-speed access to corporate, public and personal information through the Internet and enterprise networks. Novatel Wireless also offers software engineering, integration and design services to its customers to facilitate the use of its products.

**Option NV** is a Belgium-based company which designs, develops, and manufactures wireless technology solutions. These include: USB modems, Data cards, Embedded modules, Wireless routers, Software (Globetrotter), and Applications. The Company's products are used by mobile telecom operators, IT distributors, laptop manufacturers, and consumer electronics manufacturers around the globe. Option mobile broadband devices are marketed by more than 100 companies in virtually every region. Option is headquartered in Leuven, Belgium, with research centers in both Leuven and Dusseldorf, Germany. It also has a development team in Augsburg, Germany, as well as a production, engineering, and logistics facility in Cork, Ireland. The Company also collaborates with an outsourcing partner that runs an Option dedicated manufacturing facility in China. In addition, Option has sales offices in Europe, the United States of America, Asia, and Australia.

**ZTE Corporation** is a manufacturer and supplier of telecommunications equipment. The Company is principally engaged in the design, development, production, distribution and installation of a range of telecommunications systems and equipment. The Company operates its businesses through three

segments: operator network, mobile phones, as well as telecommunications software, services and other products. The operator network segment primarily provides wireless communications systems, optical and data communications equipment, as well as wireline switch and access equipment, among others. The mobile phone segment provides global system for mobile communications (GSM) mobile phones and wideband code-division multiple access (WCDMA) mobile phones. The Company operates its businesses in domestic markets and to overseas markets, including the rest of Asia and Africa.

## 7.1 Bewertungsabschlag/-zuschlag

| Multiples - Peergroup - Wireless Telecommunications Services |          |       |         |        |         |         |             |        |
|--|----------|-------|---------|--------|---------|---------|-------------|--------|
|  | EV/Sales |       | EV/EBIT |        | P/E     |         | EBIT-Margin |        |
|  | 2008     | 2009E | 2008    | 2009E  | 2008    | 2009E   | 2008        | 2009E  |
| China Mobile   | 2.66     | 2.47  | 7.69    | 7.49   | 13.62   | 13.28   | 34.59       | 32.92  |
| China Telecom  | 1.81     | 1.60  | 65.62   | 13.98  | 359.00  | 19.94   | 2.75        | 11.43  |
| China Unicom   | 1.75     | 1.70  | 31.30   | 18.37  | 42.46   | 24.00   | 5.59        | 9.23   |
| ZTE  | 1.73     | 1.29  | 61.48   | 4.92   | 41.72   |         | 2.81        | 4.88   |
| China GrenTech Corp  | 7.86     | 4.67  | -59.50  | 89.43  | -5.58   | 18.19   | -13.21      | 5.23   |
| Centron Telecom  | 1.56     | 1.01  | 9.12    | 6.40   | 13.18   | 9.33    | 17.11       | 15.83  |
| Comba Telecom Systems  | 3.33     | 2.08  | 30.79   | 14.40  | 37.45   | 19.16   | 10.82       | 14.43  |
| Commscope  | 0.91     | 1.20  | -40.61  | 9.19   | -8.78   | 30.39   | -2.24       | 13.09  |
| Novatel Wireless   | 0.47     | 0.44  | -26.02  | 15.41  | -228.00 | 53.65   | -1.79       | 2.85   |
| Lenovo   | 0.25     | 0.24  | -17.53  | 23.62  | -368.33 | 1105.00 | -1.41       | 1.02   |
| Option NV  | 0.14     | 0.21  | -1.32   | -1.23  | -2.74   | -1.80   | -10.93      | -17.33 |
| Mittelwert   | 2.04     | 1.54  | 5.55    | 18.36  | -9.64   | 129.11  | 4.01        | 8.51   |
| Median   | 1.73     | 1.29  | 7.69    | 13.98  | 13.18   | 19.55   | 2.75        | 9.23   |
| Vtion Wireless Technology                                    | 2.80     | 1.61  | 8.70    | 4.53   | 13.21   | 7.80    | 32.16       | 35.54  |
| Premium/Discount (-)   | 36.94    | 4.82  | 13.06   | -67.57 | 167.79  | -60.09  |             |        |
| Fair Value (bandwidth):                                      |          | 9.80  |         | 17.26  |         | 16.48   |             |        |

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

Der Umsatzmultiplikator zeigt für 2009 keinen Bewertungsspielraum an. Allerdings halten wir die Aussagekraft der Ergebnismultiplikatoren für aussagekräftiger, da sie die Ertragskraft berücksichtigen. Hiernach liegt der Bewertungsspielraum über dem folgenden DCF-Modell generierten fairen Wert. Aufgrund der schlechten Vergleichbarkeit sind wir somit auf der sicheren Seite.



## 8 Unternehmensbewertung

### 8.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.11.2009 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

#### Entity Approach

#### Bewertungsstichtag 01.11.2009

#### 3-Phasen-Modell

#### Wachstum im Terminal Value 3 Prozent

| / Discounted Cash Flow-Modell (Basis 11/2009) |               |               |               |                |                |                |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| (Mio. EUR)                                    | 2009e         | 2010e         | Phase 1       |                |                |                |
|   |               |               | 2011e         | 2012e          | 2013e          | 2014e          |
| <b>Umsatz</b>                                 | <b>68.000</b> | <b>85.000</b> | <b>97.750</b> | <b>112.413</b> | <b>129.274</b> | <b>148.666</b> |
| Veränderungsrate                              | -             | 25%           | 15%           | 15%            | 15%            | 15%            |
| <b>EBIT</b>                                   | <b>24.170</b> | <b>29.000</b> | <b>29.325</b> | <b>29.912</b>  | <b>30.510</b>  | <b>31.120</b>  |
| Veränderungsrate                              | -             | 20%           | 1%            | 2%             | 2%             | 2%             |
| Marge   | 35.5%         | 34.1%         | 30.0%         | 26.6%          | 23.6%          | 20.9%          |
| Beteiligungsergebnis                          | -0.480        | -0.600        | -0.650        | -0.840         | -1.000         | -1.230         |
| <b>EBT ex. Zinsergebnis</b>                   | <b>23.690</b> | <b>28.400</b> | <b>28.675</b> | <b>29.072</b>  | <b>29.510</b>  | <b>5.200</b>   |
| operativer Steueraufwand                      | -3.024        | -3.619        | -3.584        | -4.487         | -4.576         | -0.780         |
| Steuerquote (ex. Zinsergebnis)                | 12.8%         | 12.7%         | 12.5%         | 15.4%          | 15.5%          | 15.0%          |
| Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.         | 0.200         | 0.200         | 0.250         | 0.250          | 0.300          | 0.300          |
| Abschreibungsquote (% Umsatz)                 | 0.3%          | 0.2%          | 0.3%          | 0.2%           | 0.2%           | 0.2%           |
| Veränderung langf. Rückstellungen             | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000          | 0.000          | 0.000          |
| Anteil Umsatz                                 | -             | -             | -             | -              | -              | -              |
| CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)           | -20.400       | -9.700        | -3.200        | -3.500         | -3.500         | -2.300         |
| Working-Capital-Ratio (%Umsatz)               | -30.0%        | -11.4%        | -3.3%         | -3.1%          | -2.7%          | -1.5%          |
| Sachanlageinvestitionen                       | -1.320        | -3.850        | -7.500        | -9.200         | -9.500         | -9.700         |
| Investitionsquote (% Umsatz)                  | -1.9%         | -4.5%         | -7.7%         | -8.2%          | -7.3%          | -6.5%          |
| Sonstige Anpassungen                          | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000          | 0.000          | 0.000          |
| <b>Free Cash-Flow</b>                         | <b>-0.854</b> | <b>11.431</b> | <b>14.641</b> | <b>12.135</b>  | <b>12.233</b>  | <b>-7.280</b>  |

Dr. Kalliwoda | Research © 2009



| WACC Annahmen                            |              |
|--|--------------|
| <b>Wachstumsprämissen</b>                |              |
| Langfristiges Wachstum / Inflationsrate  | 6.5%         |
| Angleichungsphase (ab 2015)              | 5 Jahre      |
| Anfangswachstum des Umsatzes             | 1.0%         |
| Margenentwicklung (p.a.)                 | +1 BP        |
| <b>Eigenkapitalkosten</b>                |              |
| Langfristiger risikoloser Zinssatz       | 4.9%         |
| Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite  | 5.0%         |
| Beta des Unternehmens (Näherung)         | 1.05         |
| <b>Eigenkapitalkostensatz</b>            | <b>10.2%</b> |
| <b>Fremdkapitalkosten</b>                |              |
| Fremdkapitalkostensatz (vor St.)         | 7.0%         |
| Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen        | 30.0%        |
| <b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b> | <b>4.9%</b>  |
| Wert des Eigenkapitals                   | 165          |
| Wert des Fremdkapitals                   | 32           |
| Gearing                                  | 19.4%        |
| <b>WACC</b>                              | <b>9.30%</b> |

## 8.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die Zielkapitalstruktur sich in den kommenden Geschäftsjahren verbessern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart). Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 5 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex TecDax.

## 8.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 12,99. Er ist damit um 26,2 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 10,30). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 9,04 Euro und 25,91 Euro.

| Sensitivitätsanalyse |      | Wert je Aktie          |              |              |              |             |
|----------------------|------|------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| (EUR)                |      | Diskontierungszinssatz |              |              |              |             |
| β = 1.05             |      | 8.80%                  | 9.05%        | 9.30%        | 9.55%        | 9.80%       |
| Wachstum             | 5.5% | 12.24                  | 11.26        | 10.42        | 9.69         | <b>9.04</b> |
|                      | 6.0% | 13.82                  | 12.57        | 11.51        | <b>10.60</b> | 9.82        |
|                      | 6.5% | 16.09                  | 14.39        | <b>12.99</b> | 11.82        | 10.83       |
|                      | 7.0% | 19.64                  | <b>17.10</b> | 15.11        | 13.52        | 12.22       |
|                      | 7.5% | <b>25.91</b>           | 21.56        | 18.42        | 16.05        | 14.20       |

| Sensitivitätsanalyse |      | Marktkapitalisierung   |               |               |               |               |
|----------------------|------|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Mio.EUR)            |      | Diskontierungszinssatz |               |               |               |               |
| β = 1.05             |      | 8.80%                  | 9.05%         | 9.30%         | 9.55%         | 9.80%         |
| Wachstum             | 5.5% | 195.52                 | 179.99        | 166.53        | 154.77        | <b>144.41</b> |
|                      | 6.0% | 220.84                 | 200.86        | 183.94        | <b>169.44</b> | 156.88        |
|                      | 6.5% | 257.20                 | 229.93        | <b>207.58</b> | 188.93        | 173.14        |
|                      | 7.0% | 313.80                 | <b>273.22</b> | 241.52        | 216.08        | 195.21        |
|                      | 7.5% | <b>414.10</b>          | 344.52        | 294.36        | 256.49        | 226.91        |

## 9 Kontakt

Vtion Wireless Technology AG  
Westhafen Plaza 1

Tel: +49 69 710 456 245  
Fax: +49 69 710 456 248  
E-Mail: [Vtion@vtion.de](mailto:Vtion@vtion.de)

60327 Frankfurt am Main

|   |   |  |
|---|---|--|
| <b>DR. KALLIWODA   RESEARCH</b><br>GmbH<br>Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows |   | Unterlindau 22<br>60323 Frankfurt<br>Tel.: 069-97 20 58 53<br><a href="http://www.kalliwoda.com">www.kalliwoda.com</a>       |
| Head:<br><b>Dr. Norbert Kalliwoda</b><br>E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>     | CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm., Ph.D. in Economics,                | <u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials |
| <b>Michael John</b><br>E-Mail: <a href="mailto:mj@kalliwoda.com">mj@kalliwoda.com</a>                       | Dipl.-Ing. (Aachen)   | <u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics                             |
| <b>Dr. Thomas Krassmann</b><br>E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>               | Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;              | <u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.  |
| <b>Wolfgang Neuner</b><br>E-Mail: <a href="mailto:wn@kalliwoda.com">wn@kalliwoda.com</a>                    | MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009). | <u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.   |
| <b>Dr. Christoph Piechaczek</b><br>E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>           | Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.                         | <u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical  |
| <b>Dr. Erik Schneider</b><br>E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>                 | Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.                                 | <u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical  |
| <b>David Schreindorfer</b><br>E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>                | MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).                          | <u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling   |
| <b>Hellmut Schaarschmidt;</b><br>E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>             | Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.   | <u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities  |
| <b>Nele Rave</b><br>E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>                          | Lawyer; Native Speaker, German School London,   | <u>Translations English</u>  |

Also view Sales and Earnings Estimates:  
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of  
**Bloomberg**  
**Thomson Reuters**  
**vwd group**  
**FactSet**

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



## 10 DISCLAIMER

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

### Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

### Mögliche Interessenskonflikte

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

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

Nur mit dem Unternehmen Vtion Wireless Technology AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

## DISCLAIMER

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

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

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