

Kaufen Ersteinschätzung

Kursziel EUR 12,50 (alt: n.a.)

Kurs EUR 9,39
Bloomberg V33G
Reuters V33G
Branche Telekommunikationszulieferer

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PC's und Laptops für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China.



Aktien Daten: 11.01.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 164 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 138 Mio
Buchwert: EUR 46,7 Mio
Aktienanzahl: 11,5 Mio
Handelsvolumen Ø: EUR 0,4 Mio

Aktionäre:
 Awill Holdings Ltd. 46,8 %
 SCGC Capital Holding Company 10,6 %
 Hong Kong Vtion Wireless Tech. Comp. Ltd. 6,3 %
 Besto Holdings Ltd. 3,1 %
 Sunshine Century Investment Ltd. 1,9 %

Termine:
 BPK Zahlen 2009 22.04.10
 Zahlen Q1 20.05.10
 HV 22.06.10
 Zahlen Q2 19.08.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	66,6	-	79,8	-	85,6	-
EBIT	21,0	-	23,0	-	24,6	-
EPS	1,39	-	1,65	-	1,77	-

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 12.01.2010
 Analyst: Jochen Reichert
 +49 (0)40-309537-130
 reichert@ses.de

Führende Position bei mobilen Datenkarten in China - 3G-Expansion als Katalysator

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PC's und Laptops, für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China und ist mit einem Marktanteil von ~25% einer der top drei Anbieter. Mobile Datenkarten werden über Schnittstellen wie USB oder PCI mit einem PC oder Laptop verbunden und ein mobiler Zugang zum Internet hergestellt.

Die stark wachsende Nachfrage nach mobilen Datenkartenlösungen in China resultiert aus

- ...dem in 2009 begonnenen 3G Netzausbau in China. China Telecom hat bereits zu Ende 2009e ein nahezu flächendeckendes 3G-Netz in China. China Unicom und China Mobile gehen davon aus, bis Ende 2011e über nahezu flächendeckende Netze zu verfügen. Die 3G-Nutzerzahl sollte in diesem Zeitraum von 18 Mio. per Ende 2009e auf 187 Mio. per Ende 2011e steigen.
- ...einer weiter stark steigenden Mobilfunkpenetration. Für 2009 wird mit einer Mobilfunkteilnehmerzahl von 719 Mio. gerechnet (55% der Bevölkerung). Bis 2011e soll die Teilnehmerzahl um knapp 10% p.a. auf 865 Mio. steigen.
- ...einem hohen Wachstum der Internetnutzer. Die Internet-Community soll von 382 Mio. Nutzern in 2009e auf 672 Mio. in 2012e steigen.
- der noch geringen Verbreitung mobiler Datenkartenlösungen. Per Ende 2009 werden 10 Mio. Nutzer mobiler Datenkarten erwartet. Das entspricht einer Penetration bezogen auf die Mobilfunk-Teilnehmer von 1,4%.

Derzeit zeigt der Markt für mobile Datenkarten oligopolistische Strukturen. Die drei Hauptnehmer China Mobile, China Unicom und China Telecom beziehen 80% der Mengen von den drei Lieferanten ZTE, Huawei und Vtion. Aufgrund der hohen geforderten Qualitätsstandards, Zertifizierungsprozesse, den umfangreichen Vertrags- und Kooperationsbeziehungen sollte diese für Vtion herausragende Ausgangssituation bis 2011e stabil bleiben.

Zwischen 2009e und 2011e sollte Vtion die abgesetzte Datenkartenmenge von 1,5 Mio. um 30% p.a. auf 2,5 Mio. steigern. Aufgrund erwarteter Preisrückgänge von 10% p.a. wird bis 2011e mit einem Umsatzanstieg um 18% p.a. auf EUR 85 Mio. gerechnet. Aufgrund der ausgelagerten Produktion sind die Kosten weitgehend variabel und Vtion schlank aufgestellt. Erwartete fallende Stückkosten bei steigender Produktionsmenge sowie Skaleneffekte über die sonstigen Kostenkomponenten sollten zu einer stabilen EBIT-Marge von ~28% pro Jahr bis 2011 führen.

Das Kursziel von EUR 12,50 basiert auf einem DCF-Ansatz. Die Unterbewertung wird durch ein KGV 2010e von 5,4 sowie einem EV/EBIT 2010e von 5,0 gestützt. Die Ersteinschätzung lautet bei einem Upside von 38% Kaufen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	10,0	29,0	39,2	66,6	79,8	85,6
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	189,9 %	35,1 %	70,0 %	19,8 %	7,3 %
Bruttoergebnis	3,5	11,7	16,1	23,3	27,2	29,3
<i>Bruttomarge</i>	34,9 %	40,3 %	41,1 %	35,0 %	34,1 %	34,2 %
EBITDA	2,6	9,3	12,8	21,3	23,5	25,2
<i>EBITDA-Marge</i>	25,7 %	32,2 %	32,6 %	29,6 %	29,5 %	29,4 %
EBIT	2,5	9,2	12,6	21,0	23,0	24,6
<i>EBIT-Marge</i>	25,3 %	31,9 %	32,2 %	29,1 %	28,8 %	28,7 %
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	17,6	19,0	20,4
EPS	0,18	0,80	1,08	1,39	1,65	1,77
Free Cash Flow je Aktie	0,01	0,69	1,24	-0,33	1,23	1,58
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	13,4	4,6	3,4	2,1	1,5	1,2
EV/EBITDA	52,2	14,4	10,5	6,5	5,3	4,2
EV/EBIT	52,9	14,5	10,6	6,6	5,4	4,3
KGV	52,2	11,7	8,7	6,8	5,7	5,3
ROCE	43,4 %	75,7 %	43,5 %	43,1 %	38,3 %	30,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	1,2 %	6,2 %	8,8 %	13,6 %	18,2 %	22,9 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 9,39

Equity Story	3
Hintergrund	3
Dynamisch wachsender Mobilfunk- und Internetmarkt	3
Visibles Umsatzwachstum bis 2011e durch stark wachsende Nachfrage	5
Attraktives Upside von 36% - KGV 2010e von 5	6
Monatliche Veröffentlichung der Absatzzahlen als maßgeblicher Katalysator	6
Interessante Investitionsmöglichkeit in ein dynamisches Marktpotenzial	7
Wettbewerbsqualität	8
Hohes Marktpotenzial für mobile Datenkarten in China	8
Starke Partnerschaften als Basis für dominante Marktstellung	10
Erweiterung der Wertschöpfungskette schafft zusätzliches Umsatzpotenzial	11
Finanzen	15
Umsatzmodell	15
Kostenquoten	16
Bilanz mit hohem Anteil an liquiden Mitteln und Forderungen	17
Deutliche Steigerung des Cash Flows in 2010e erwartet	17
Bewertung	18
Free Cash Flow Yield	18
DCF-Modell	19
Zusammenfassung	20
Newsflow	21
Unternehmen & Produkte	23
Unternehmenshintergrund	23
Telekommunikationsmarkt China	25
Management	26
Aktionärsstruktur	26
Kennzahlen	27

-
- **Mobiles Internet in China: Dynamischer Markt mit ausgezeichneten Wachstumsperspektiven**
 - **Starke Partnerschaften zu den Netzbetreibern als Basis der Wettbewerbsqualität**
 - **Hohes Volumenwachstum mobiler Datenkarten sorgt für visibles Umsatz-Wachstum bis 2011e**
 - **Starke Marktposition, vielseitiges Produktsortiment sowie Skaleneffekte sichern hohe Returns bis 2011e**
-

Hintergrund

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PC's und Laptops für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China.

Mobile Datenkarten werden über Schnittstellen wie USB oder PCI mit einem PC oder Laptop verbunden. Mit der Datenkarte wird eine Verbindung zum entsprechenden Mobilfunknetzwerk des kartenausgebenden Mobilfunkanbieters hergestellt, um i.d.R. Zugang zum Internet zu erhalten.

Darüber hinaus startete Vtion in 2006 ein Portal mit der Bezeichnung Business Club, das Geschäftsreisende in China unterstützt (Umsatz 9m/09: EUR 1,9 Mio.).

In den ersten 9 Monaten 2009 hat Vtion einen Umsatz von EUR 47,7 Mio. (yoy +47%) erzielt und 1,13 Mio. Datenkarten (yoy +137%) abgesetzt. Der Durchschnittserlös pro Karte lag in den ersten 9 Monaten bei EUR 40,50.

Dynamisch wachsender Mobilfunk- und Internetmarkt

Voraussetzung für ein hohes Wachstumspotenzial von mobilen Datenkarten in China sind eine hohe Mobilfunk- und Internetpenetration sowie ein steigender Laptop-Absatz.

Ende 2009 werden in China 718 Mio. Mobilfunkteilnehmer erwartet. Damit ist der Markt zwischen 2006 und 2009e um 16% p.a. gewachsen. Mit einer zum Jahresende erwarteten Penetration von 55% kann bis 2015/16e mit einer Verdoppelung der Teilnehmerzahl gerechnet werden. Im Vergleich hierzu ist die erwartete 3G-Teilnehmerzahl bis Ende 2009e von 18,1 Mio. (2,5%) noch vernachlässigend gering. Der Grund hierfür ist, dass die chinesischen Provider erst in 2009 damit starteten, 3G-Netze aufzubauen.

Neben dem für mobile Datenkarten wichtigen Mobilfunkmarkt werden die Internet- und Laptop-Märkte dynamisch wachsen:

- Zwischen 2009e und 2011 **wird mit einem Wachstum der 3G-Teilnehmerzahl von 18,1 Mio. auf 187 Mio.** gerechnet.
- **Die Zahl der Internetnutzer** dürfte zwischen 2009e und 2012e **von 382 Mio. um 21% p.a. auf 674 Mio. steigen.**
- **Die Zahl der verkauften Laptops** sollte **von 17,5 Mio. in 2009e auf 58,7 Mio. in 2013e zunehmen.** Zwischen 2009e und 2013e wird dann mit insgesamt 179 Mio. gerechnet.

Im Markt für mobile Datenkarten ist Vtion aufgrund der aktuellen Marktstruktur gut positioniert. Rund 90% der Nachfrage resultiert derzeit von den 3 landesweiten Netzbetreibern China Unicom, China Mobile und China Telecom. Die drei Netzbetreiber vergeben wiederum aufgrund der hohen Erfordernisse an Zertifizierung und Qualität

ca. 80% der benötigten Datenkartenmengen an die drei Lieferanten ZTE, Huawei und Vtion. Dabei erhält i.d.R. kein Lieferant mehr als 30% der benötigten Mengen als Auftrag. **Damit ist nicht nur die Nachfrageseite oligopolistisch strukturiert, sondern auch die Angebotsseite, obwohl es sich um ein Produkt mit Commodity-Charakter handelt.** Die oligopolistische Marktstruktur dürfte den erwarteten Preisrückgang bei mobilen Datenkarten verlangsamen und Vtion's Marktanteil von 25% stabil halten.

Neben den Erfordernissen an Zertifizierungen und Qualität **ist ein wesentlicher Grund für die gute Marktpositionierung die von Vtion im Vergleich zu Wettbewerbern frühzeitig vorgenommene Positionierung** bei den Netzbetreibern: Vtion ist außerdem einer der Early Mover in der Industrie.

- **China Unicom:** Zwischen 2002 und 2008 war Vtion als top-tier Lieferant für 2.0 und 2.5 Datenkarten ausgewählt und größter Datenkartenlieferant für China Unicom. Ende 2008 wurde Vtion neben Huawei von China Unicom als top-tier Lieferant für 3G-Datenkarten auf Basis des WCDMA-Standards ausgewählt.
- **China Telecom:** Sowohl in 2007 als auch 2008 ist Vtion neben ZTE und Huawei als top-tier Lieferant von China Telecom auf nationaler Ebene ausgewählt worden. Zudem konnte Vtion mit China Telecom einen Rahmenvertrag auf Basis des CDMA 2000 Standards für 9 Provinzen unterzeichnen.
- **China Mobile:** In 2008 war China Mobile mit einem Umsatzanteil von 54% der größte Kunde von Vtion. Vtion ist Mitglied des TDMA/CDMA Industrie-Verbandes, welches für die Beziehung mit China Mobile wichtig ist.

Darüber hinaus ist Vtion neben den guten Beziehungen zu den Netzbetreibern gut zu politischen Entscheidungsträgern vernetzt.

Neben dem hohen Marktpotenzial und den starken Partnerschaften zu den Netzbetreibern zeichnet sich Vtion durch folgende Aspekte aus:

- **Vielfältiges Produktsortiment:** Derzeit werden 35 unterschiedliche mobile Datenkarten vertrieben, die alle Mobilfunkstandards und alle Schnittstellen abdecken. Damit hat Vtion eines der vielfältigsten Produktsortimente der Branche.
- **Ausgelagerte Produktion:** Vtion konzentriert sich auf das Produktdesign, die Entwicklung und insbesondere auf Vermarktung sowie Markenaufbau. Die Produktion ist ausgelagert. Dadurch ist Vtion flexibel, schwankende Nachfragemengen gut abfedern zu können.
- **Besonderen Fokus auf After-Sales-Services an Endkunden:** Die wichtigsten Konkurrenten von Vtion, Huawei und ZTE, unterhalten in China ein wenig ausgeprägtes Service-Netz. Neben einer 24/7-Hotline betreibt Vtion in wichtigen Städten ein Vor-Ort-Service, um beispielsweise defekte Datenkarten auszutauschen.
- **Verlängerung der Wertschöpfungskette:** Neben dem Design, Entwicklung und Vertrieb mobiler Datenkarten erweitert Vtion das Geschäftsmodell in vielfältiger Weise. So wurde in 2006 das Portal www.mbevip.com gestartet. Das Portal bietet Geschäftsreisenden umfangreiche Services rund um die Geschäftsreise. Die Mitgliedschaft basiert auf einem Abomodell mit einem jährlichen Preis von EUR 24. Per Ende 2009 werden 230 Tsd. Mitglieder erwartet. Im Herbst 2009 startete Vtion in Kooperation mit China Telecom mit dem Verkauf gebündelter Produkte. Die mobile Datenkarte wird an einen mobilen Internetzugangstarif von China Telecom gekoppelt. Vtion erhält ca. 20% der erzielten Umsätze.

Die mittelfristigen Risiken für die hohen Returns resultieren daraus, dass es sich bei mobilen Datenkarten um Produkte mit Commodity-Charakter handelt:

- **Preisrisiken:** In 2009e sollte der durchschnittliche Preis pro verkaufter Datenkarte für Vtion bei ~ EUR 40 liegen. Mit zunehmender Datenkarten-Penetration sollten sich die Durchschnittspreise rückläufig entwickeln. Mittelfristig könnte der Preisrückgang größer ausfallen als das Volumenwachstum.

Substitutionsrisiken: Substitute wie integrierte Laptop-Lösungen könnten das Marktpotenzial für mobile Datenkarten negativ beeinflussen. Da jedoch drei verschiedene Netzwerktechnologien in China in Betrieb sind, dürften „embedded“ Lösungen nicht massenmarkt-tauglich werden.

- **Technologisch geringe Markteintrittsbarrieren:** Die gegenwärtige Marktstruktur (Vergabe von 80% der Nachfragemenge an drei Lieferanten) sowie die Markenstärke von Vtion stellen erhebliche Markteintrittsbarrieren dar. Jedoch sind die Markteintrittsbarrieren aus technologischer Sicht gering. Dies könnte dazu führen, dass mittelfristig die Netzbetreiber mit weiteren Lieferanten zusammen arbeiten könnten. .

Visibles Umsatzwachstum bis 2011e durch stark wachsende Nachfrage

Zwischen 2006 und 2008 hat sich der Umsatz von EUR 10 Mio. auf EUR 40 Mio. nahezu vervierfacht. Das EBIT konnte im gleichen Zeitraum von EUR 2,5 Mio. auf EUR 12,8 Mio. verfünffacht werden.

Die starke Entwicklung setzte sich in den ersten 9 Monaten 2009 fort. Wesentlicher Treiber war die Einführung der 3G-Netzwerke. Die Zahl der abgesetzten mobilen Datenkarten konnte um 137% auf 1,13 Mio. und der Umsatz um 62% auf EUR 47,7 Mio. gesteigert werden. Für das Gesamtjahr 2009e wird eine Umsatzsteigerung von 76% auf 69 Mio. erwartet.

Durch die anhaltend erwartete hohe Nachfrage nach mobilen Datenkarten, getrieben durch die Absicht der Netzbetreiber schnell die neu aufgebauten 3G-Netzwerke zu füllen, wird in 2010e eine Steigerung der Absatzmenge um 44% auf 2,19 Mio. mobile Datenkarten und in 2011e um 16% auf 2,55 Mio. mobile Datenkarten erwartet. Aufgrund der erwarteten jährlichen Preisrückgänge von 10% fällt das erwartete Umsatzwachstum geringer aus, als das Volumenwachstum. Die geringe 3G-Penetrationsrate in China sowie die vertriebliche Positionierung von Vtion sprechen für visibles Umsatzwachstum bis 2011e.

Umsatzbeiträge aus dem Vertrag über den iPhone-Vertrieb mit China Unicom sind im Umsatzmodell nicht berücksichtigt.

Umsatzmodell Vtion

	2008	2009e	2010e	2011e
Verkaufte Einheiten	6 06.870	1.519.980	2.190.381	2.551.000
Veränderung yoy	199,9%	150,5%	44,1%	16,5%
Durchschnittspreis in CNY	n.a.	383,0	336,0	307,2
Veränderung yoy	n.a.	n.a.	-12,3%	-8,6%
Umsatz in CNY Mio.	n.a.	582,2	736,0	783,7
CNY/EUR	n.a.	9,2	9,6	9,6
Durchschnittspreis in EUR	59,65	41,81	35,00	32,00
Veränderung yoy	n.a.	-29,9%	-16,3%	-8,6%
Umsatz in EUR Mio.	36,2	63,6	76,7	81,6
Umsatz sonst in EUR Mio.	3,0	3,0	3,1	4,0
Umsatz gesamt in EUR Mio.	39,2	66,6	79,8	85,6
Veränderung yoy	35,2%	69,8%	19,8%	7,4%

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

EBIT-Marge von ~28% bis 2011e verteidigbar

Aufgrund der ausgelagerten Produktion sind die Fixkosten gering um damit der Operating Leverage begrenzt. Die Herstellungskosten sollten sich weitgehend proportional zum Umsatz entwickeln und damit zwischen 2009e und 2010e konstant bei ~65% bleiben. Zum einen dürften durch steigende Absatzzahlen die Produktionskosten pro Stück beim Auftragsfertiger fallen, zum anderen steigen die Kosten für fremdvergebene Entwicklungsaufträge unterproportional zum Umsatz.

Beide Effekte sollten den erwarteten Preisverfall von 10% p.a. auffangen. Beide Effekte dürften bis 2011e zu einer konstanten EBIT-Marge von ~28% führen.

Nach Einschätzung von Vtion dürfte die Oligopolstruktur auf der Nachfrage- und Anbieterseite in den nächsten beiden Jahren erhalten bleiben. Wesentliche Gründe hierfür sind umfangreiche Zertifizierungsprozesse und Qualitätsstandards, die Zulieferer mobiler Datenkarten bei den Netzbetreibern durchlaufen müssen. Darüber hinaus dürfte das gute Netzwerk der drei Hauptlieferanten ZTE, Huawei und Vtion die Verbreiterung der Zulieferzahl verzögern.

Da die Hauptnehmer die drei Netzbetreiber sind, dürften sich die Vertriebskosten (in 2009e 2,4% des Umsatzes) konstant zum Umsatz entwickeln und bis 2011e weiter auf niedrigem Niveau verharren.

Augrund der folgenden Faktoren

- Hohes Mengenwachstum bei gleichzeitig deutlich geringerer Preisdegression
- Variable Kostenstrukturen
- Oligopolistische Marktstrukturen

sollte die EBIT-Marge von ~28% in 2009e bis 2011e verteidigbar sein. Zusätzlich hat, wie bereits erläutert, Vtion gegenüber vielen kleineren Konkurrenten den Vorteil, bereits gute Beziehungen zu den Netzbetreibern aufgebaut und alle notwendigen Qualitäts- und Zertifizierungsprozesse durchlaufen zu haben.

Bis 2011e attraktive Free Cash Flow Entwicklung

Durch die hohe Umsatzausweitung in 2009e dürfte das Working Capital stark ansteigen und dadurch ein leicht negativer Free Cash Flow pro Aktie von EUR -0,33 erzielt werden. In 2010e sollte aufgrund der Verlangsamung des Umsatzwachstums bei konstanter Working Capital-Quote der Free Cash Flow auf EUR 1,23 pro Aktie ansteigen.

Cash Flow Entwicklung				
in EUR Mio.	2008	2009e	2010e	2011e
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	14,2	-3,1	14,9	19,2
Liquide Mittel	30,3	26,5	40,7	58,8
Free Cash Flow	14,2	-3,8	14,1	18,2
Free Cash Flow je Aktie in EUR	1,24	-0,33	1,23	1,58

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

Attraktives Upside von 38% - KGV 2010e von 5

Sowohl DCF (Kursziel EUR 12,50) als auch FCFY 2010e von EUR 15,70 zeigen eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Die Unterbewertung wird durch ein EV/EBIT Multiplikator in 2010e von 4,7 sowie einem KGV 2010e von 5,2 unterstrichen.

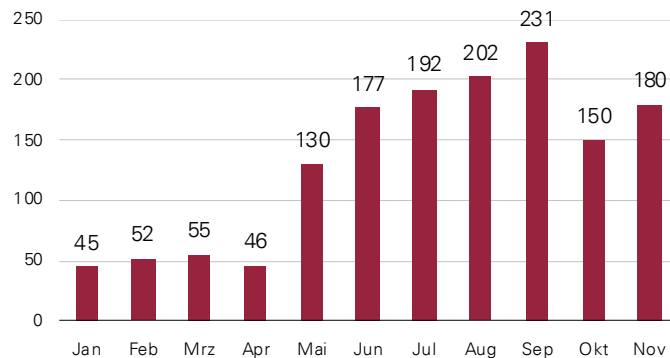
Monatliche Veröffentlichung der Absatzzahlen als maßgeblicher Katalysator

Vtion veröffentlicht auf monatlicher Basis die Datenkarten-Absatzzahlen. Diese dürften als maßgeblicher Katalysator der Aktie dienen und die Transparenz erhöhen. In 2010e dürften die Netzbetreiber verstärkt Marketing-Kampagnen für ihre neuen 3G-

Netzwerke initiieren, um schnell die 3G-Kundenbasis aufzubauen.

Absatz mobiler Datenkarten

2009; in Tsd.



Quelle: Vtion

Darüber hinaus dürften weitere Kooperationsvereinbarungen mit den Netzbetreibern folgen, die als zusätzliche Katalysatoren dienen könnten.

Interessante Investitionsmöglichkeit in ein dynamisches Marktpotenzial

Vtion repräsentiert eine Investitionsmöglichkeit in ein Unternehmen,

- mit starker Positionierung in einem dynamischen Wachstumsmarkt (3G-Expansion in China)
- das derzeit oligopolistische Marktstrukturen vorfindet
- mit einer soliden Bilanz (EK-Quote: 58%, Liquide Mittel: 34%)
- mit einer interessanten Multiplikatorenbewertung (KGV 2010e: 4;1; EV/EBIT: 4,3)
- mit einem attraktiven ROCE > 25% bis 2012e – bei einer aktuellen Marktkapitalisierung des 1,5fachen des Buchwertes.

- **Hohes Marktpotenzial für mobile Datenkarten in China**
- **Wettbewerbsstärke resultiert aus den starken Vertragsbeziehungen zu den Netzbetreibern**
- **Erweiterung der Wertschöpfungskette schafft zusätzliches Umsatzpotenzial**
- **Mittelfristig hohe Risiken für Nachhaltigkeit der Returns**

Hohes Marktpotenzial für mobile Datenkarten in China

Die Nachfrage nach den mobilen Datenkarten von Vtion hängt im Wesentlichen von den folgenden Faktoren ab:

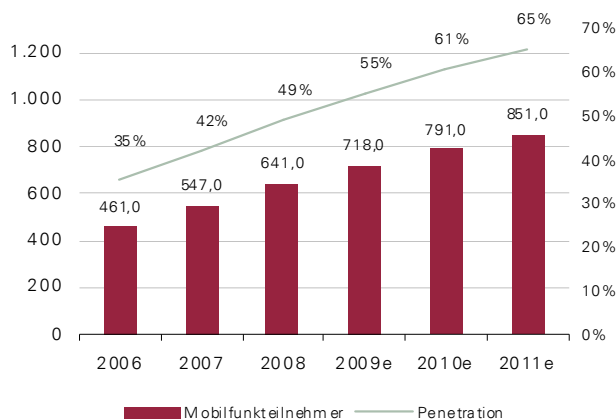
- Mobilfunkpenetration
- Internetpenetration
- Reichweite der 3G-Mobilfunknetze
- PC- und Laptop-Absatz

Darüber hinaus sind mobile Datenkarten Substitute für breitbandige Internetzugänge via Festnetzlösungen. Je schlechter die Versorgung mit preiswerten breitbandigen Festnetz-Internetzugängen, desto höher ist die potenzielle Nachfrage nach mobilen Internetzugangslösungen. Die Nachfrage und damit das Marktpotenzial nach mobilen Datenkarten in China wird getrieben durch die bereits hohe Zahl an Mobilfunkteilnehmern, dem weiteren Wachstum der Mobilfunknutzer, der erwarteten hohen Steigerungsraten bei Internetnutzern und durch den PC- bzw. Laptop-Absatz.

Mobilfunkpenetration in China: Per Ende 2009 werden für China 720 Mio. Mobilfunkteilnehmer erwartet. Das entspricht - bezogen auf die Bevölkerung - einer Penetrationsrate von 55%. Bis 2011e wird ein Anstieg auf 850 Mio. Teilnehmer bzw. eine Penetrationsrate von 65% erwartet.

Mobilfunk-Teilnehmer in China

in Mio.



Quelle: Network operators China, Vtion

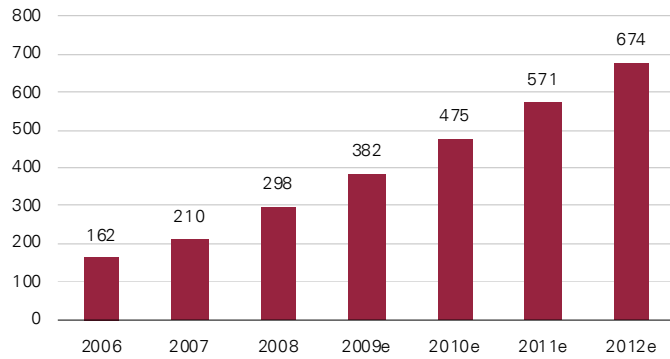
Der erwartete Anstieg um 130 Mio. Teilnehmer entspricht einem durchschnittlichen Wachstum von 8,6% p.a. Größter Anbieter zum Halbjahr 2009 war China Mobile mit einem Marktanteil von 73%.

Internetpenetration in China: Absolut betrachtet hat China mit 300 Mio. Internetnutzern die größte Internet-Community weltweit. Jedoch ist die Penetrationsrate mit 23% im Vergleich zu anderen Ländern noch gering. Bis 2012e wird mit einem Anstieg der Nutzerzahl auf 674 Mio. gerechnet (Penetration: 52%).

Die steigende Internetpenetration dürfte ein zentraler Treiber für die Nachfrage nach mobilen Datenkarten sein.

Entwicklung Internetnutzer in China

in Mio. Nutzer

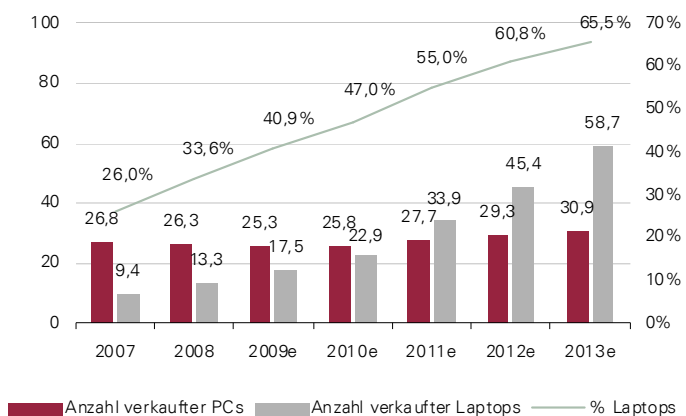


Quellen: CNNIC (historic numbers), "Annual Report on Chinese Internet 2007-2008" from Analysis International 2009 (forecast), Vtion

PC- und Laptop-Absatz in China: Neben der Mobilfunkteilnehmerzahl und der Internetnutzerzahl ist die PC- und Laptop-Penetration der dritte wesentliche Treiber der Nachfrage nach mobilen Datenkarten. In 2007 und 2008 wurden jeweils rund 26 Mio. PCs in China verkauft. Bis 2013e wird mit einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum von 3,3% auf 30,9 Mio. gerechnet. Dagegen wird beim Laptop-Absatz zwischen 2008 und 2013e mit einem jährlich durchschnittlichen Wachstum von 34,5% auf 58,7 Mio. gerechnet.

PC- und Laptop-Absatz in China

in Mio.



Quelle: Analysis International

3G-Mobilfunknetze: Anfang 2009 wurde das 3G-Zeitalter in China eingeleitet. Alle drei Netzbetreiber haben mit dem Auf- und Ausbau der Netze begonnen. Bis Ende 2009 sollten die drei Netzbetreiber eine 3G-Abdeckung in den wichtigsten 238 Städten China's erreicht haben. China Telecom hat per Ende 2009 nahezu eine flächendeckende 3G-Netzabdeckung in China erreicht.

Mit der schnellen, flächendeckenden Einführung der 3G-Netze legen die Provider die technische Grundlage für die schnelle Verbreitung mobiler Internet-Zugangsangebote und damit einer schnellen Verbreitung mobiler Datenkarten. Zudem sollten die Netzbetreiber ein hohes Interesse an einer schnellen Verbreitung von 3G-Diensten haben, um die neuen Netzkapazitäten zu füllen.

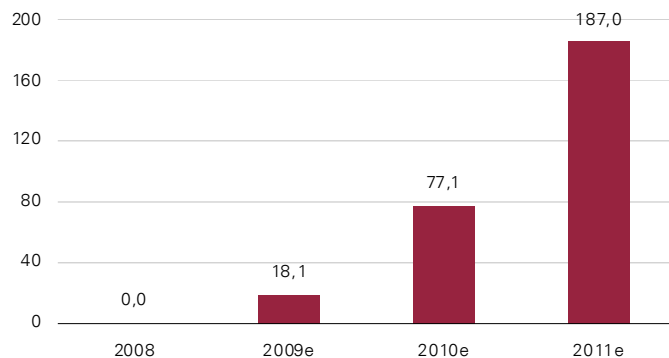
Somit ist durch den schnellen, flächendeckenden 3G-Ausbau und dem Interesse der Provider, die Netze zeitnah zu füllen, die Grundlage für einen starken Anstieg der Nachfrage nach mobilen Datenkarten geschaffen.

Schneller weiterer Anstieg der Mobilfunkteilnehmerzahl erwartet

Basis der schnellen 3G-Penetration sind die bereits hohe Mobilfunkpenetration von ~55% per Ende 2009 sowie der schnelle, flächendeckende 3G-Netzausbau. Per Ende 2011e werden 187 Mio. Teilnehmer 3G-fähige Endgeräte (Mobiltelefone, Smartphones, Datenkarten, etc.) nutzen. Das würde bedeuten, dass in 2011e bereits 22% aller Mobilfunk-Teilnehmer in China 3G-Kunden wären.

3G-Mobilfunkteilnehmer in China

in Mio.



Quelle: Analysis International

Aus den erwarteten Entwicklungen für Internet-, Mobilfunk,- und 3G-Nutzerzahlen sowie für die jährliche Absatzmenge von PCs und Laptops lässt sich eine Prognose für die Entwicklung des mobilen Datenkartenmarktes ableiten.

In Q3/09 verkaufte Vtion 625 Tsd. mobile Datenkarten. Davon waren bereits 84% mobile 3G-Datenkarten. Um das Marktpotenzial von mobilen Datenkarten zu schätzen, wird die erwartete 3G-Teilnehmerzahl als Grundlage genommen. **Wenn z.B. 15% der für 2011e erwarteten 3G-Teilnehmerzahl von 187 Mio. mobile Datenkarten nutzen würden, würden bis 2011 28 Mio. mobile Datenkarten abgesetzt werden.**

Starke Partnerschaften als Basis für dominante Marktstellung

Die Angebotsseite des Marktes für mobile Datenkarten in China ist heterogen strukturiert. Derzeit sind rund 80 Anbieter von mobilen Datenkarten auf dem chinesischen Markt tätig. Die größten Abnehmer sind die drei Mobilfunknetzbetreiber China Mobile, China Unicom und China Telecom. **Aufgrund der hohen Qualitätsstandards und Zertifizierungsprozesse werden ca. 80% bis 90% der Nachfragemenge der 3 Netzbetreiber von 3 großen Anbietern bedient:** Huawei Technologies Co. Ltd., Zhong Xing Telecommunication Equipment Co. Ltd. und Vtion. Die verbliebenen 10% bis 20% teilen sich eine große Anzahl von Anbietern.

Damit ist der Markt nach mobilen Datenkarten sowohl auf der Angebotsseite (Huwei, ZTE, Vtion) als auch auf der Nachfrageseite (China Mobile, China Unicom und China Telecom) Markt oligopolistisch geprägt. In 2008 hatte Vtion einen Marktanteil von ca. 25% und war damit der zweitgrößte Anbieter von mobilen Datenkarten in China.

Die dominante Marktstellung von Vtion resultiert aus den vielfältigen Verträgen, die Vtion mit den 3 großen Netzbetreibern abschließen konnte.

China Unicom

Zwischen 2002 und 2008 war Vtion als top-tier Lieferant für 2.0 und 2.5 Datenkarten ausgewählt. Innerhalb dieses Zeitraumes war Vtion der größte Lieferant für mobile Datenkarten für China Unicom. Ende 2008 wurde Vtion neben Huwei als top-qualifizierter Lieferant auf nationaler Ebene für 3G-Datenkarten ausgewählt. Damit wird Vtion auch zukünftig einer der größten Lieferanten von 3G-Datenkarten auf Basis des WCDMA-Standards bei China Unicom sein. Darüber hinaus wurde mit China Unicom eine Vereinbarung über den Vertrieb des iPhone in der Provinz Fujian. Vtion wird kombinierte Produkte bestehend aus einem iPhone, eines Internetzugangproduktes sowie einer mobilen Datenkarte vertreiben. Die nachfolgende Tabelle zeigt die verschiedenen iPhone Paketoptionen.

Vtion - iPhone Sales Package Options			
Name	Preis (RMB)	Item	Umfang
Diamond Package	9999	iPhone	3GS 16G
		3G Voice (preferred number)	186 Yuan/Monate x 24 Monate (3G 186 Package)
		2G Voice x2	Freie 400 Minuten von lokalem Outbound Calling
		156 Data Card Package	Lokal 80 Std./Monate x24 Monate, Roaming 500M/Monate x24 Monate
Platinum Voice Package	4666	3G Voice (preferred number)	156 Yuan/Monate x24 Monate 3G 156 Package
		2G Voice x2	Freie 400 Minuten von lokalem Outbound Calling
		156 Data Card Package	Lokal 80 Std./Monate x24 Monate, Roaming 500M/Monate x24 Monate
		3G Voice (preferred number)	96 Yuan/Monate x24 Monate 3G 96 Package
Platinum Data Package	4666	2G Voice x2	Frei 400 Minuten lokales Outbound Calling
		156 Data Card Package	Lokal 160 Std./Monate x24 Monate, Roaming 1G/Monate x24 Monate

Quelle: vtion

China Telecom

In 2007 und 2008 ist Vtion als top-tier Lieferant auf nationaler Ebene ausgewählt worden. Neben Vtion wurden noch Huwei und ZTE ausgewählt. Darüber hinaus konnte Vtion mit China Telecom einen Rahmenvertrag über die Lieferung von mobilen Datenkarten auf Basis des Standards CDMA2000 für 9 Provinzen unterzeichnen. In den ersten neun Monaten 2009 war China Telecom der größte Kunde von Vtion.

China Mobile

In 2008 war China Mobile der größte Kunde von Vtion mit einem Umsatzanteil von 54%.

Aus Sicht des Managements von Vtion dürfte sich an der Marktstruktur mittelfristig wenig ändern. Die drei Netzbetreiber dürften auch zukünftig den Großteil des mobilen Datenkartengeschäfts mit den drei etablierten Anbietern Huwei, ZTE und Vtion machen.

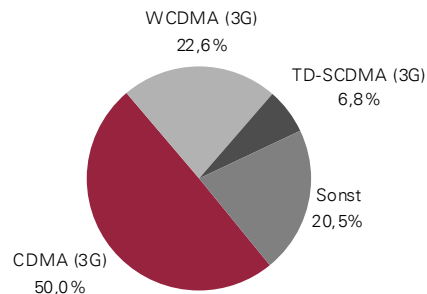
Die hervorragenden Beziehungen und langjährigen Partnerschaften von Vtion zu den Mobilfunknetzbetreibern stellt eines der wesentlichen Assets des Unternehmens dar. Dies ist insbesondere auf das gute Netzwerk des Managements sowie des Aufsichtsrats innerhalb der chinesischen Mobilfunkbranche, aber auch zu wichtigen politischen Entscheidungsträgern zurückzuführen.

Neben dem Absatzkanal mobile Netzbetreiber, vertreibt Vtion die Produkte an Großhändler und direkt an Endkunden.

In den ersten 9 Monaten 2009 wurden 1,13 Mio. mobile Datenkarten verkauft. Die folgenden Grafiken zeigen den Absatz nach Mobilfunk-Standard sowie nach Mobilfunk-Provider.

Absatz mobiler Datenkarten nach Mobilfunk-Standard

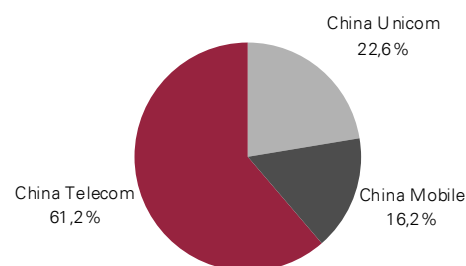
Q1-Q3 2009; gesamt: 1.130 Mio.



Quelle: SES, Vtion

Absatz mobiler Datenkarten nach Provider

Q1-Q3 2009; gesamt: 1.130 Mio.



Quelle: SES, Vtion

Die Wettbewerbsvorteile für Vtion ergibt sich aus den lang bestehenden und starken Geschäftsbeziehungen zu den Mobilfunknetzbetreibern:

Produkte und Lösungen für alle Netztechnologien und alle Schnittstellen

Vtion ist einer der wenigen Lieferanten mobiler Datenkarten, die für alle 3G-Netztechnologien (China Unicom: WCDMA, China Telecom: CDMA2000, China Mobile: TD-SCDMA) alle gängigen PC- und Notebook-Schnittstellen wie PCMCIA, USB, mini-USB, express card 34/54 und PCI mini Lösungen anbieten können. Insbesondere bei den Schnittstellen ergeben sich Vorteile gegenüber Konkurrenten, da Vtion als „Vollsortimenter“ auftreten kann.

Fokus auf Produktdesign, Entwicklung, Vertrieb sowie Kundenbetreuung

Seit bestehen des Unternehmens hat Vtion die Produktion der Datenkarten ausgelagert.

Vtion konzentriert sich auf das Design und die Ausarbeitung der Spezifikationen. Auf dieser Basis werden die mobilen Datenkarten entweder durch interne Entwicklungskapazitäten oder durch Vergabe eines externen Entwicklungsauftrages entwickelt.

Darüber hinaus bietet Vtion den Käufern der mobilen Datenkarten eine umfangreiche Kundenbetreuung via Telefon-Hotline. In wichtigen großen Städten unterhält Vtion ein eigenes Servicenetz, welches Kunden Zweitkarten etc. zu Verfügung stellt.

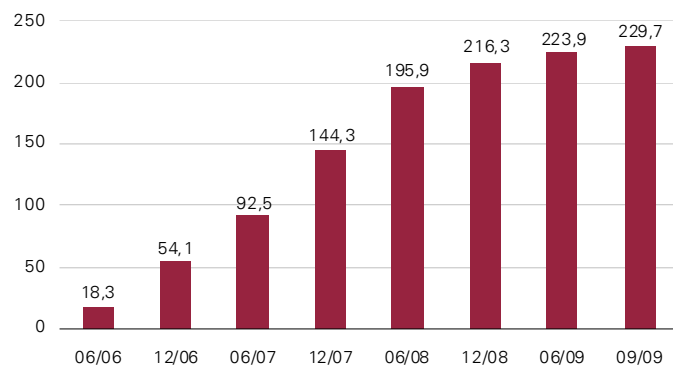
Erweiterung der Wertschöpfungskette schafft zusätzliches Umsatzpotenzial

Portal für Geschäftsreisende: www.mbevip.com

Neben dem Vertrieb und der Vermarktung der mobilen Datenkarten hat in 2006 Vtion den Internetdienst business club gestartet. Das Portal bietet Geschäftsreisenden Services rund um die Geschäftsreise wie Flug-, Hotelsuche, Videokonferenzen, etc. Per Ende Q3/09 hatte der Dienst (www.mbevip.com) 229 Tsd. Abonnenten. Der jährliche Abonnentenpreis beträgt durchschnittlich ~ EUR 10 (SESe). Der Dienst erzielte in den ersten 9 Monaten 2009 einen Umsatz von EUR 2 Mio., das entspricht einem Anteil am Umsatz der Vtion-Gruppe von 4%.

Business Club paying members

In tausend



Quelle: Vtion

Einführung von gebündelten Produkten

Die Vtion-Gruppe hat mit China Telecom einen Rahmenvertrag über die Vermarktung von gebündelten Produkten in der Provinz Fujian unterschrieben. Dabei kombiniert Vtion mobile 3G-Datenkarten mit einem Vertrag über einen Internetzugang. Vtion geht davon aus, auch mit China Unicom einen weiteren Rahmenvertrag über Kombinationsprodukte abschließen zu können. Vtion erhält rund 20% der Erlöse, die über den Internetzugang generiert werden als Vergütung.

Risiken für die Nachhaltigkeit des Umsatz-Wachstums und der hohen Returns

In 2007 und 2008 erwirtschaftete Vtion eine EBIT-Marge von jeweils ~31%. Der ROCE lag in 2007 bei 75% und in 2008 bei 43,5%. In 2009 sollte erneut eine hohe EBIT-Marge von 29% und ein ROCE von 41,5% erzielt werden.

Auf Grund der erwarteten Gewinnthesaurierung dürfte sich der ROCE weiter rückläufig entwickeln.

Bis 2011e wird von einer konstanten EBIT-Margen-Entwicklung ausgegangen. Mit erwarteten +16% in 2010e und +7% in 2011e würde Vtion ein attraktives Topline-

Wachstum erzielen.

Jedoch unterliegen das mittelfristige Umsatzwachstum sowie die Stabilität der hohen Returns folgenden Risiken:

- **Nachfrageseite mit oligopolistischer Struktur:** Mittelfristig dürften die drei Mobilfunknetzbetreiber der wesentliche Vertriebskanal für mobile Datenkarten bleiben. Gegenwärtig fahren alle drei Provider die Strategie, 80% bis 90% der benötigten mobilen Datenkarten auf die drei Hersteller Vtion, ZTE und Huawei zu verteilen. Dabei erhält in der Regel kein Anbieter mehr als 30% der benötigten Menge als Auftrag. Mit steigender Penetrationsrate mobiler Datenkarten und damit einhergehend höheren Nachfragemengen könnten die Provider verstärkt Aufträge Lieferanten erteilen, die bisher kein oder nur ein geringes Volumen erhalten haben.
- **Preisrisiken:** In 2009e sollte der durchschnittliche Preis pro verkaufter Datenkarte für Vtion bei ~ EUR 40 liegen. Mit zunehmender Datenkarten-Penetration sollten die Durchschnittspreise sich rückläufig entwickeln. Mittelfristig könnte der Preisrückgang höher ausfallen als erwartet.
- **Substitutionsrisiken:** Substitute wie integrierte Laptop-Lösungen könnten das Marktpotenzial für mobile Datenkarten negativ beeinflussen. Dagegen spricht jedoch, dass in China 3 unterschiedliche Mobilfunkstandards betrieben werden. Darüber hinaus dürften die Provider ein ökonomisches Interesse daran haben, den Fokus auf die Vermarktung von Datenkarten zu legen.
- **Technologisch geringe Markteintrittsbarrieren:** Die gegenwärtige Marktstruktur (Vergabe von 90% der Nachfragemenge an drei Lieferanten) sowie die Markenstärke von Vtion stellen erhebliche Markteintrittsbarrieren dar. Jedoch dürfte sich eine mobile Datenkarte schnell zu einem Produkt mit Commodity-Charakter entwickeln. Daher sollten die Markteintrittsbarrieren von technologischer Seite gering sein.
- **Langer Produktlebenszyklus:** Mobile Datenkarten dürften einen eher langen Produktlebenszyklus aufweisen (SESe: ~ 3 Jahre). Daher dürfte eine erhöhte Nachfrage aus Ersatzkäufen erst nach 2012e eintreten.

Aufgrund des enormen Wachstumspotenzials des chinesischen mobilen Datenkartenmarktes sowie der ausgezeichneten Positionierung von Vtion sollten die Risiken jedoch in den Hintergrund treten.

- **Hoher Anstieg der abgesetzten Mengen an mobilen Datenkarten in 2010e und 2011e erwartet**
- **Preisrückgang von ~10% pro Jahr aufgrund des Commodity-Charakters des Produkts erwartet**
- **Kurze Bilanz mit einem Cash-Anteil von 34% der Bilanzsumme**
- **In 2010e starker Anstieg des operativen Cash Flows erwartet**

Folgende Tabelle fasst die wesentlichen Zahlen der G+V zusammen.

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in Mio. EUR	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	39,2	66,6	79,8	85,6
Veränderung yoy	35,1%	70,0%	19,8%	7,3%
EBIT	12,6	19,4	23,0	24,6
Marge	32,2%	29,1%	28,8%	28,7%
EBT	12,4	20,0	24,0	25,9
Marge	31,6%	30,0%	30,1%	30,2%
Jahresüberschuss	12,4	16,0	19,0	20,4
Marge	31,6%	24,0%	23,8%	23,8%

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

Umsatzmodell

Grundlage der Umsatzprognose bildet ein Preis-Mengenmodell. Da der mobile Datenkartenmarkt noch sehr jung ist und der Markt sich erst in den kommenden Jahren zu einem Massenmarkt entwickeln wird, sind die Prognosen betreffend Mengenwachstum moderat gehalten. So wird zwischen 2009 und 2011 davon ausgegangen, dass die Zahl der verkauften mobilen Datenkarten von 1,51 Mio. verkauften Einheiten um 29% p.a. auf 2,55 Mio. steigt. In 2011e wird für den chinesischen Markt mit 187 Mio. 3G-Teilnehmern gerechnet. Für Vtion beträgt die Summe der erwarteten verkauften Datenkarten zwischen 2009e und 2011e 6,25 Mio. Einheiten. Bezogen auf die erwartete 3G-Teilnehmerzahl per Ende 2011e würden gerade einmal 3,4% aller 3G-Teilnehmer eine Vtion-Datenkarte nutzen.

Für das Geschäftsjahr 2009 wird mit einem durchschnittlichen Preis pro Datenkarte von CNY 383 (EUR 41) gerechnet. Bis 2011 wird von einem Rückgang des Durchschnittspreises um 9% p.a. auf CNY 307 (EUR 32) ausgegangen.

Für die sonstigen Umsatzerlöse, die sich im Wesentlichen aus dem Portaldienst Business Club zusammen setzen, wird im Verhältnis zum Gruppenumsatz mit einem geringen Umsatzbeitrag gerechnet (Umsatz 2010e: EUR 3,1 Mio.; Umsatz 2011e: EUR 4,0 Mio.)

Umsatzmodell Vtion

	2008	2009e	2010e	2011e
Verkaufte Einheiten	6 06.870	1.519.980	2.190.381	2.551.000
Veränderung yoy	199,9%	150,5%	44,1%	16,5%
Durchschnittspreis in CNY	n.a.	383,0	336,0	307,2
Veränderung yoy	n.a.	n.a.	-12,3%	-8,6%
Umsatz in CNY Mio.	n.a.	582,2	736,0	783,7
CNY/EUR	n.a.	9,2	9,6	9,6
Durchschnittspreis in EUR	59,65	41,81	35,00	32,00
Veränderung yoy	n.a.	-29,9%	-16,3%	-8,6%
Umsatz in EUR Mio.	36,2	63,6	76,7	81,6
Umsatz sonst in EUR Mio.	3,0	3,0	3,1	4,0
Umsatz gesamt in EUR Mio.	39,2	66,6	79,8	85,6
Veränderung yoy	35,2%	69,8%	19,8%	7,4%

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

Kostenquoten

Die größte Kostenposition sind die Herstellungskosten. In 2009 dürften die Herstellungskosten bei 65,8% des Umsatzes liegen. Sie beinhalten im Wesentlichen die Kosten für die ausgelagerte Produktion, den Materialeinkauf sowie die Entwicklungskosten. Bis 2011e sollte das Verhältnis von Herstellungskosten zu Umsatz konstant bleiben. Sinkende Stückkosten durch steigende Mengen sowie Skaleneffekte in der ausgelagerten Entwicklung sollten die erwarteten Preisrückgänge kompensieren.

Die anderen Kostenarten sind eher gering. So werden die Verwaltungskosten auf 4,5% des Umsatzes in 2009e und die Vertriebskosten auf 2,4% des Umsatzes geschätzt.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die erwarteten Kostenquoten zwischen 2009 und 2011e.

Kostenquoten Vtion

in % vom Umsatz	2008	2009e	2010e	2011e
Herstellungskosten	58,9%	65,0%	65,9%	65,8%
Forschung und Entwicklung	3,5%	2,4%	2,6%	2,8%
Vertriebskosten	6,6%	4,5%	4,0%	4,0%

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

Hohe EBIT-Marge bis 2011e erwartet

Wie aus der oben stehende Tabelle ersichtlich ist, wird bis 2011e mit einer konstanten EBIT-Marge von 28% gerechnet. Die Annahme unterliegt folgenden Risiken:

- **Preisverfall fällt höher aus als erwartet:** Der Wettbewerb könnte sich in den kommende Quartalen verstärken, sodass der tatsächliche Preisverfall stärker ausfällt, als im Modell antizipiert wird.
- **Mobile Datenkarte entwickelt sich zum Commodity Produkt:** Die Entwicklung und Herstellung von mobilen Datenkarten erfordert wenig komplexe Entwicklungs- bzw. Produktionsprozesse. Daher könnte die Zahl der Anbieter weiter steigen. Die chinesischen Netzbetreiber könnten neben den etablierten Anbietern Vtion, Huawei und ZTE weitere Anbieter hinzuziehen und damit den drei etablierten Unternehmen weniger Geschäft geben.

Das hohe Marktpotenzial mobiler Datenkarten (Penetration per Ende 2009 bezogen auf Mobilfunkteilnehmer: 1,4%) sowie die gute Positionierung (erwarteter Marktanteil in 2009e: ~25%) sollten jedoch die Risiken in den Hintergrund treten lassen.

Bilanz mit hohem Anteil an liquiden Mitteln und Forderungen

Per Ende 2009 wird mit einer Bilanzsumme von 87,5 Mio. gerechnet. Das Anlagevermögen wird mit EUR 1,6 Mio. bzw. bei 1,8% erwartet. Der Grund für den niedrigen Anteil des Anlagevermögens an der Bilanzsumme ist, dass die Produktion der Datenkarten ausgelagert ist und entsprechend keine eigenen Produktionskapazitäten vorgehalten werden müssen.

Die beiden größten Positionen der Bilanz sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die liquiden Mittel. Per Stichtag 31.12.2009 wird mit Forderungen aus LuL in Höhe von 29 Mio. (34,5% der Bilanzsumme) und mit liquiden Mittel in Höhe von EUR 26,5 Mio. (32,1%) gerechnet.

Nach dem Börsengang liegt die erwartete EK-Quote per Ende 2009 bei 58,2% der Bilanzsumme. Die Gesellschaft hat derzeit keine zinstragenden Verbindlichkeiten.

Bilanz 2009 Vtion

2009e; in % der Bilanzsumme

Anlagevermögen	2,0%	Eigenkapital	56,6%
Umlaufvermögen	98,0%	Fremdkapital	43,4%
liquide Mittel	32,1%	Verbindlichkeiten LuL	24,3%
Forderungen LuL	35,3%	sonstiges Fremdkapital	19,1%
sonstiges UV	30,6%		

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

Deutliche Steigerung des Cash Flows in 2010e erwartet

Der operative Cash Flow dürfte von EUR 14,2 Mio. in 2008 auf minus EUR 3,1 Mio. in 2009 zurückgehen. Das hohe erwartete Umsatzwachstum von 76% geht einher mit einem entsprechenden Aufbau des Working Capital. In 2008 lag das Working Capital bei EUR 3 Mio. bzw. 7,7% des Umsatzes. In 2009 wird mit einem Anstieg des Working Capital auf 23 Mio. bzw. 33% des Umsatzes gerechnet. Der Working Capital Aufbau ist Resultat des hohen Wachstums in 2009.

In 2010e wird eine Verlangsamung des Umsatzwachstums auf +19,8% erwartet. Da die Working Capital Quote in 2010e konstant bleiben sollte, sollte der operative Cash Flow auf 14,1 Mio. steigen.

Cash Flow Entwicklung

in EUR Mio.	2008	2009e	2010e	2011e
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	14,2	-3,1	14,9	19,2
Liquide Mittel	30,3	26,5	40,7	58,8
Free Cash Flow	14,2	-3,8	14,1	18,2
Free Cash Flow je Aktie in EUR	1,24	-0,33	1,23	1,58

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

- **Alle 3 Bewertungsansätze indizieren eine Unterbewertung**
- **Mit dem DCF-Ansatz können die mittelfristigen Risiken des Geschäftsmodells am besten abgebildet werden**
- **Kursziel von EUR 12,50 auf Basis des DCF-Modells**
- **FCFY indiziert eine Bewertung zwischen EUR 15,20 und EUR 17,10**

Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – (1-t)*Zinsen) auf den EV ihre Opportunitätskosten von 10% übersteigt.

Free Cash Flow Yield - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,0	2,1	9,2	12,4	16,0	19,0	20,4
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,6
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	1,0	1,3
+ Steuern	0,0	0,4	0,0	0,0	4,0	5,0	5,5
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	1,6	8,3	11,8	18,7	22,5	24,2
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	1,3%	6,7%	9,4%	14,5%	19,7%	25,1%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	124,9	124,9	124,9	124,9	128,7	114,6	96,4
= Fairer Enterprise Value	-	15,7	83,3	117,6	187,1	225,4	241,7
- Nettoverschuldung (Cash)	-30,3	-30,3	-30,3	-30,3	-26,5	-40,7	-58,8
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	-	46,0	113,7	147,9	213,7	266,1	300,5
Aktienanzahl (Mio.)	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	2,63	6,50	8,45	12,21	15,20	17,17
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-70,3%	-26,8%	-4,7%	37,6%	71,4%	93,6%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	2,42	5,40	6,90	9,74	12,23	13,98
	12,0%	-	2,48	5,70	7,33	10,43	13,06	14,87
Fairer	11,0%	-	2,55	6,06	7,84	11,24	14,03	15,92
Free Cash Flow	10,0%	-	2,63	6,50	8,45	12,21	15,20	17,17
Yield	9,0%	-	2,73	7,02	9,20	13,40	16,64	18,71
	8,0%	-	2,85	7,69	10,13	14,88	18,42	20,62
	7,0%	-	3,01	8,54	11,33	16,79	20,72	23,09

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

Auf Basis des FCFY 2010e und 2011e ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie zwischen EUR 15,20 und EUR 17,10. da jedoch nach 2011e mit einem rückläufigen Margen-Niveau zu rechnen ist, blendet der Ansatz tendenziell die mittel- bis langfristigen Risiken des Geschäftsmodells aus. Daher ist der Ansatz als Grundlage des Kurszieles weniger gut geeignet.

DCF-Modell

Die mittelfristige Umsatz- und EBIT-Entwicklung unterliegt den bereits beschriebenen Risiken des Preisverfalls für mobile Datenkarten sowie eine Veränderung der Marktstruktur. Den Risiken wurde Rechnung getragen, in dem ein moderates Umsatzwachstum von 5% p.a. ab 2013 angenommen wird. Zudem wird davon ausgegangen, dass die EBIT-Marge bis 2015e sukzessive auf 25% und bis 2022e auf 10% sinkt.

Darüber hinaus wurde die Working Capital Quote konstant bei 35% belassen. Es ist davon auszugehen, dass bei moderater Umsatzentwicklung die Working Capital Quote zurückgehen sollte.

Der WACC von 11,25% ergibt sich aus folgenden Modellparametern:

- BETA: 1,35
- Ewige Wachstumsrate: 2,5%
- Riskolose Rendite: 4,25%
- Markttrendite: 9,0%

DCF Modell - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	66,6	79,8	85,6	90,7	95,3	100,0	105,0	110,3	115,8	121,6	127,7	130,9	134,1	137,5
Veränderung	70,0%	19,8%	7,3%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	19,4	23,0	24,6	25,4	25,7	26,0	26,3	26,5	26,6	26,8	26,8	26,2	20,1	15,1
EBIT-Marge	29,1%	28,8%	28,7%	28,0%	27,0%	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%	15,0%	11,0%
Steuerquote	20,0%	20,8%	21,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NOPAT	15,5	18,2	19,3	25,4	25,7	26,0	26,3	26,5	26,6	26,8	26,8	26,2	20,1	15,1
Abschreibungen	0,3	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
in % vom Umsatz	0,5%	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-20,0	-4,6	-1,8	-1,9	-0,7	-0,7	-2,2	-1,3	-1,3	-1,3	-2,0	0,3	-1,0	-1,1
- Investitionen	-0,7	-0,8	-1,0	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
Investitionsquote	1,1%	1,0%	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-4,9	13,3	17,1	23,1	24,6	24,8	24,0	25,2	25,3	25,4	24,8	26,4	19,1	14,1

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertemittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	143,7		
Terminal Value	46,1		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	30,3	Aktienzahl (Mio.)	17,50
Eigenkapitalwert	220,1	Wert je Aktie (EUR)	12,58

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum	Delta EBIT-Marge														
	WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP
11,66%	11,44	11,49	11,54	11,59	11,65	11,71	11,78	11,66%	10,69	10,99	11,29	11,59	11,89	12,20	12,50
11,16%	11,87	11,93	12,00	12,06	12,13	12,20	12,28	11,16%	11,11	11,42	11,74	12,06	12,38	12,70	13,02
10,91%	12,11	12,17	12,24	12,31	12,39	12,47	12,56	10,91%	11,33	11,66	11,98	12,31	12,64	12,97	13,30
10,66%	12,36	12,43	12,50	12,58	12,66	12,75	12,84	10,66%	11,56	11,90	12,24	12,58	12,92	13,25	13,59
10,41%	12,61	12,69	12,77	12,86	12,95	13,05	13,15	10,41%	11,81	12,16	12,51	12,86	13,21	13,56	13,91
10,16%	12,89	12,97	13,06	13,15	13,25	13,36	13,48	10,16%	12,07	12,43	12,79	13,15	13,51	13,87	14,24
9,66%	13,48	13,57	13,68	13,80	13,92	14,05	14,19	9,66%	12,63	13,02	13,41	13,80	14,18	14,57	14,96

Quelle: SES Research

Das Modell führt zu einem fairen Wert von EUR 12,50.

Zusammenfassung

Alle drei Bewertungsansätze deuten auf eine Unterbewertung der Vtion-Aktie hin. Da im DCF am besten die mittelfristigen Risiken des Geschäftsmodells abgebildet werden können, bildet der DCF-Ansatz die Grundlage des Kurszieles von EUR 12,50. Die Unterbewertung wird durch ein KGV von 5,5 für 2010e untermauert.

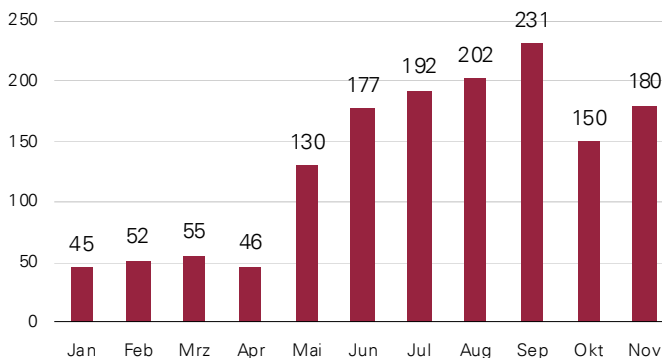
- **Regelmäßige Veröffentlichung der verkauften Datenkartenmengen untermauern erwartete Wachstumsdynamik**
- **3G-Netausbau in China als möglicher zusätzlicher Katalysator**
- **3G-Nutzerzahlen als Indikator für das Nachfragepotenzial nach mobilen Datenkarten**
- **Weitere Kooperationsverträge mit Netzbetreibern erwartet**

Monatlich veröffentlichte Absatzzahlen zeigen Wachstumsdynamik

Vtion veröffentlicht jeden Monat die Zahlen für den Absatz der mobilen Datenkarten. Damit wird die erwartete Wachstumsdynamik in 2010e und 2011e regelmäßig untermauert.

Absatz mobiler Datenkarten

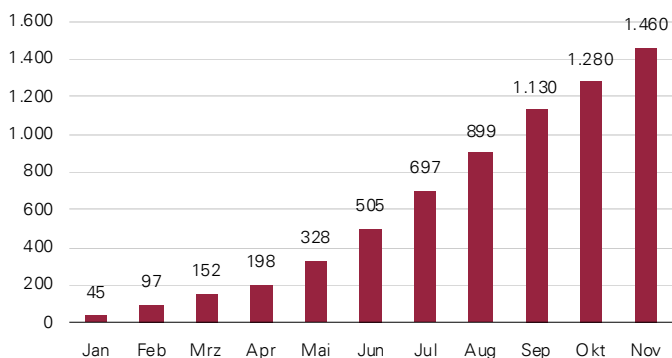
2009; in Tsd.



Quelle: Vtion

Kumulierter Absatz mobiler Datenkarten

2009; in Tsd.



Quelle: Vtion

Fortschritte 3G-Netzausbau in China sollte Investment Case unterstützen

Die Mobilfunknetzbetreiber in China haben ambitionierte 3G-Netzausbauziele. China Telecom wird ein nahezu flächendeckendes Netz bereits per Ende 2009 erreicht haben. Die anderen beiden Provider China Mobile und China Unicom planen bis Ende 2011e über nahezu flächendeckende Netze zu verfügen. Die Fortschritte im Netzausbau könnten als zusätzliche Katalysatoren für die Aktie dienen.

3G-Nutzerzahlen in China als Basis des Wachstumspotenzials

Neben dem Fortschritt im 3G-Netzausbau sollten die 3G-Nutzerzahlen der Mobilfunknetzbetreiber als Treiber der Aktie fungieren. Bis 2011e wird mit einem Anstieg der 3G-Teilnehmer von 18 Mio. auf 187 Mio. gerechnet.

Weitere Kooperationsvereinbarungen mit den Netzbetreibern erwartet

Bisher hat Vtion mit den Netzbetreibern China Unicom, China Mobile und China Telecom mehrere Verträge über Qualifizierungen, Liefervereinbarungen und Regionen (siehe Abschnitt Wettbewerbsqualität). Es ist davon auszugehen, dass Vtion in den nächsten Monaten weitere Verträge mit den Netzbetreibern abschließen wird, um die Wettbewerbsstärke sowie die Partnerschaften auszubauen.

- **Die Nummer 2 auf dem chinesischen Markt für mobile Datenkarten**
- **Wesentliche Lizenzvereinbarungen mit Qualcomm geschlossen**
- **Die drei Netzbetreiber als wesentliche Kunden**

Unternehmenshintergrund

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PC's und Laptops für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China.

Mobile Datenkarten werden über Schnittstellen wie USB oder PCI mit einem PC oder Laptop verbunden. Mit der Datenkarte wird eine Verbindung zum entsprechenden Mobilfunknetzwerk des kartenausgebenden Mobilfunkanbieters hergestellt, um i.d.R. Zugang zum Internet zu erhalten.

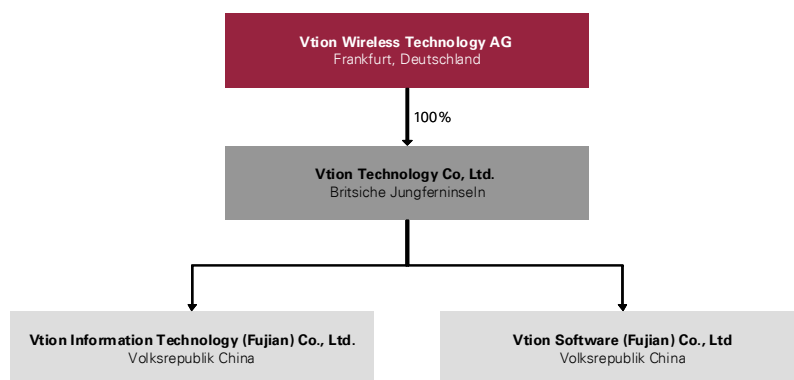
Darüber hinaus startete Vtion in 2006 ein Portal mit der Bezeichnung Business Club, das Geschäftsreisende in China unterstützt (Umsatz 9m/09: Eur 1,9 Mio.).

In den ersten 9 Monaten erzielte Vtion einen Umsatz von EUR 47,7 Mio. (yoy +47%) und hat 1,13 Mio. Datenkarten (yoy +137%) abgesetzt. Der Durchschnittserlös pro Karte lag in den ersten 9 Monaten bei EUR 40,50.

Konzernstruktur

Die Vtion Wireless Technology AG („Vtion“) wurde am 01. Oktober 2007 als deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Frankfurt gegründet und ist die börsennotierte Holding-Gesellschaft. Die AG hält 100% an der Vtion Technology Company, Ltd. Diese ist alleiniger Eigentümer der Vtion Information Technology („Vtion IT“) und der Vtion Software (beide mit Sitz in Fujian, China) ist. In beiden Gesellschaften ist das operative Geschäft gebündelt. Die Vtion IT wurde bereits im Jahr 2002 gegründet. Die Gesellschaft betreibt das Geschäft mit Datenkarten (derzeit ca. 95% der Umsatzerlöse).

Vtion Konzernstruktur



Quelle: Vtion

Produkte

Derzeit hat Vtion 35 unterschiedliche Datenkarten für die Mobilfunk-Standards GSM/GPRS/EDGE, WCDMA, CDMA2000 sowie TD-SCDMA im Sortiment und deckt damit alle in China im Betrieb befindlichen Mobilfunk-Technologien ab. Das Produktsortiment deckt alle relevanten Schnittstellen ab: PCMCIA, USB/Mini USB, Expressed 34/ PCI Express Mini.

Lizenzen

Der Ausbau der Mobilfunknetze aller drei Carrier zu sogenannten Netzen der Dritten Generation („3G“) erfolgt auf Basis der CDMA-Technologie von dem amerikanischen Hersteller Qualcomm sowie auf Basis der in China entwickelten 3G-Technologie TD-SCDMA. Damit die Technologien in mobilen Datenkarten eingesetzt werden können, müssen Hersteller solcher mobilen Datenkarten zunächst Lizenzvereinbarungen mit den Patentinhabern der entsprechenden Technologien treffen. Das Lizenzportfolio von Vtion umfasst derzeit folgende Vereinbarungen:

- **CDMA Modem Card – Lizenzvertrag mit Qualcomm:** Am 11. April 2008 hat Vtion einen Lizenzvertrag mit Qualcomm abgeschlossen, den Vtion dazu berechtigt, in Modem-Karten CSMA-, WCDMA- und CDMA2000- Technologien zu integrieren bzw. zu vertreiben und zu produzieren. Neben einer Einmalgebühr von USD 1 Mio. liegt der Lizenzpreis zwischen 5% bis 6,5% pro verkaufte Karte.
- **Software-Lizenzverträge mit Qualcomm:** Am 27. Mai 2008 ging Vtion eine Vereinbarung mit Qualcomm über 2 Software-Lizenzen ein, die zur Nutzung diverser CDMA-Software-Technologien berechtigen (Einmalgebühr von USD 0,2 Mio.).
- **MSM6290 W-CDMA Modem cards Lizenzvertrag mit Qualcomm:** Am 31. März 2009 wurde das Lizenzportfolio um eine Vereinbarung über MSM6290 W-CDMA Modem-Karten von Qualcomm erweitert. Die Vereinbarung erlaubt Vtion W-CDMA-Modemkarten in Datenkarten und Modulen zu verwenden sowie zu vertreiben.
- **Liefervereinbarung mit Qualcomm:** Mit Qualcomm Singapore wurde am 23. Juli 2008 ein Vertrag unterzeichnet, der für 5 Jahre die Lieferung von Komponenten auf Basis von CDMA-Technologien basiert.
- **Liefervereinbarung mit Beijing Wie Ke Hua Rui Technology Co. Ltd. (WKHR):** Eine weiterer Liefervertrag wurde mit der in China ansässigen WKHR getroffen. Die Vereinbarung garantiert Vtion Zugang zu der in China entwickelten 3G-Mobilfunk-Technologie.

Nachfrage

Die drei Netzbetreiber China Telecom, China Mobile und China Unicom sind die größten Kunden von Vtion. In den ersten neun Monaten 2009 verkaufte Vtion insgesamt 1,13 Mio. mobile Datenkarten in China. Davon wurden ca. 51,6% bzw. 583 Tsd. an China Telecom, 15,5% bzw. 175 Tsd. an China Mobile sowie 13,6% bzw. 154 Tsd. an China Unicom verkauft. D.h., insgesamt wurden in den ersten 9 Monaten 80,7% der abgesetzten Datenkartenmengen direkt von den Providern bestellt.

Wertschöpfungskette

Die Wertschöpfungskette von Vtion lässt sich in 6 Stufen einteilen.

- **1. Stufe: Produkt-Design und Produkt-Spezifikation:** In einem ersten Schritt analysiert Vtion technologische Trends, insbesondere in der mobilen Kommunikation, dem mobilen Internet sowie bei Schnittstellentechnologien. Auf Basis dieser Ergebnisse werden Spezifikationen für zukünftige Produkte festgelegt.
- **2. Stufe: Entwicklung der Datenkarte auf Basis des Designs und der Spezifikation:** Auf Basis der Spezifikationen werden sowohl durch interne Entwicklungskapazitäten als auch durch Vergabe von Entwicklungsaufträgen an externe Dienstleister neue mobile Datenkarten entwickelt.
- **3. Stufe Produktion:** Die Produktion der Datenkarten ist vollständig an Produktionsdienstleister ausgelagert. Dies hat den Vorteil, flexibel auf Nachfrageschwankungen zu reagieren sowie die Stückzahlen schnell hochzufahren,

ohne dass umfangreiche eigene Produktionskapazitäten geschaffen werden müssen.

- **4. Stufe Vertrieb und Marketing:** Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil von Vtion liegt in den Verträgen mit den drei Mobilfunknetzbetreibern China Unicom, China Telecom und China Mobile. Um bei den Netzbetreibern präferierter Lieferant für mobile Datenkarten zu werden, müssen bestimmte Qualitätsstandards und Richtlinien erfüllt werden. Derzeit liefern die drei Anbieter Vtion, Huawei Technologies Co. Ltd. and Zhong Xing Telecommunication Equipment Co. ca. 85% bis 90% der von den drei Netzbetreibern nachgefragten Datenkarten.
- **5. Stufe: Mehrwertdienste:** Neben der Entwicklung, Produktion und Vermarktung mobiler Datenkarten baut Vtion ein eigenes Endkunden-Portalgeschäft auf. Das Portal Business Club ist auf Geschäftsreisende in China spezialisiert und bietet umfangreiche Datenservices rund um Geschäftsreisen an.
- **6. Stufe: Kundenbetreuung:** Neben dem Betrieb einer Hotline für Endkunden, die Vtion-Datenkarten erworben haben unterhält Vtion einen vor-Ort-Service in derzeit 20 Städten.

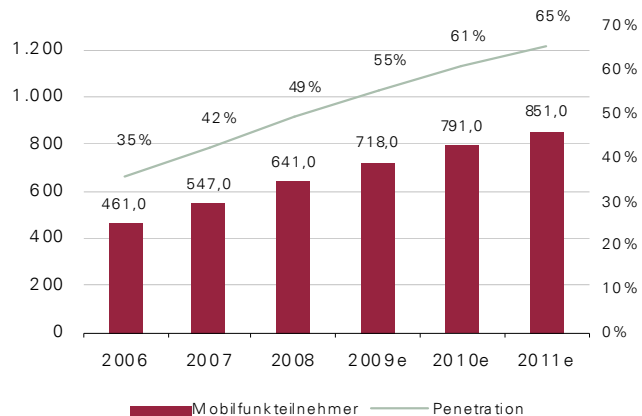
Historie

In 2002 wurde die Fujian Vtion Information Technology Co., Ltd. gegründet. Im Mai 2003 wurde bereits die erste CDMA 1X-Mobilfunkkarte auf dem chinesischen Markt eingeführt. Im August 2006 wird Vtion zentrales Unternehmen für High & New Tech im Rahmen des chinesischen Hochtechnologieförderplanes. Darüber hinaus wird in 2006 eine Reihe von neuen und innovativen mobilen Datenkarten eingeführt. Die wesentlichen Verträge mit Qualcomm konnten 2008 unterzeichnet werden. Schließlich startet am 01. Oktober 2009 der Börsenhandel der Vtion-Aktie.

Telekommunikationsmarkt China

In der Volksrepublik China (VRC) werden für Ende 2009 ca. 720 Mio. Mobilfunkteilnehmer erwartet. Das entspricht bezogen auf die Bevölkerung einer Penetrationsrate von 55%. Bis 2011e wird ein Anstieg auf 850 Mio. Teilnehmer bzw. eine Penetrationsrate von 65% erwartet.

Mobilfunk-Teilnehmer in China
in Mio.



Quelle: Network operators China, Vtion

Die heutige Struktur des chinesischen Mobilfunkmarktes geht auf eine Neuordnung des Telekommunikationsmarktes in 2008 zurück. Nach dem Plan aus 2008 sollen sich drei in etwa gleichstarke Provider entwickeln, die über landesweite Netzwerke verfügen. In 2009 wurden in den ersten Provinzen mit Mobilfunknetzwerken der dritten Generation gestartet. Gemessen an Mobilfunkteilnehmern ist China Mobile mit 493 Mio. Teilnehmern der größte Provider in China. China Telecom, die über eine eher

geringe Zahl an Teilnehmern verfügt wird jedoch bis Ende des Jahres nahezu ein flächendeckendes 3G-Netz in China betreiben.

Folgende Grafik gibt einen Überblick über die drei Mobilfunk-Netzbetreiber in China.

Mobilfunknetzbetreiber in China			
	China Mobile	China Unicom	China Telecom
Mobilfunkkunden in Mio.	508,36	142,80	46,78
Marktanteil in %	73%	20 %	7%
Mobilfunkstandard	TD-SCDMA	WCDMA	CDMA 2000 EVDO+
3G-Ausbau	bis 2011 landesweite Netzabdeckung geplant	bis 2011 nahezu landesweite Netzabdeckung geplant (96%)	bereits per Ende 2009 nahezu landesweite Netzabdeckung
Staatsbesitz	74,25%	70,47%	70,89%

Quellen: SES Research, Unternehmen

Management

Vorstand

Herr Chen Guoping ist CEO und Gründer von Vtion. Im Jahre 2005 war er einer der Gewinner der „National Outstanding Manager“ Auszeichnung in China.

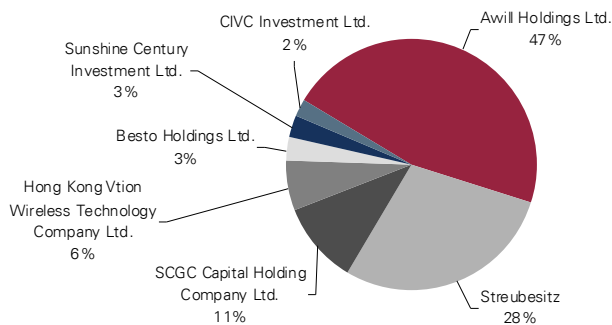
Herr He Zhihong (CTO) hat vor seiner Tätigkeit für Vtion Arbeitserfahrung in verschiedenen Unternehmen im der chinesischen drahtlosen Telekommunikationsindustrie gesammelt.

Herr Chen Huan (CFO) hat an der Universität von Sydney einen Master in Commerce abgeschlossen. Vor seiner Tätigkeit für Vtion hat er zehn Jahre Arbeitserfahrung in verschiedenen Positionen gesammelt wie z. B. als Senior Auditor bei Arthur Anderson, Manager der IFM Consulting Firm und CFO von Vesta (China).

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur der Vtion AG

Stand: November 2009



Quelle: Vtion

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	10,0	29,0	39,2	66,6	79,8	85,6
Herstellungskosten	6,5	17,3	23,1	43,3	52,6	56,3
Bruttoergebnis	3,5	11,7	16,1	23,3	27,2	29,3
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,5	0,9	1,4	0,0	2,1	2,4
Verwaltungskosten	0,5	1,3	2,6	3,0	3,2	3,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,2	0,5	0,7	1,0	1,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,6	9,3	12,8	21,3	23,5	25,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
EBITA	2,5	9,3	12,7	21,1	23,3	24,9
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,5	9,2	12,6	21,0	23,0	24,6
Zinserträge	0,0	0,2	0,3	0,6	1,0	1,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	1,0	1,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,5	9,1	12,4	21,6	24,0	25,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,5	9,1	12,4	21,6	24,0	25,9
Steuern gesamt	0,4	0,0	0,0	4,0	5,0	5,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,1	9,2	12,4	17,6	19,0	20,4
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,1	9,2	12,4	17,6	19,0	20,4
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	17,6	19,0	20,4

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

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	65,1 %	59,7 %	58,9 %	65,0 %	65,9 %	65,8 %
Bruttoergebnis	34,9 %	40,3 %	41,1 %	35,0 %	34,1 %	34,2 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	4,7 %	3,3 %	3,5 %	0,0 %	2,6 %	2,8 %
Verwaltungskosten	4,9 %	4,5 %	6,6 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	-0,7 %	1,2 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	25,7 %	32,2 %	32,6 %	32,0 %	29,5 %	29,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
EBITA	25,4 %	32,1 %	32,4 %	31,8 %	29,2 %	29,1 %
Abschreibungen auf iAV	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	25,3 %	31,9 %	32,2 %	31,5 %	28,8 %	28,7 %
Zinserträge	0,3 %	0,8 %	0,7 %	0,9 %	1,3 %	1,5 %
Zinsaufwendungen	1,0 %	1,1 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,7 %	-0,3 %	-0,5 %	0,9 %	1,3 %	1,5 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	24,6 %	31,5 %	31,6 %	32,4 %	30,1 %	30,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	24,6 %	31,5 %	31,6 %	32,4 %	30,1 %	30,2 %
Steuern gesamt	4,0 %	-0,1 %	0,0 %	6,0 %	6,3 %	6,4 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,6 %	31,6 %	31,6 %	26,4 %	23,8 %	23,8 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	20,6 %	31,6 %	31,6 %	26,4 %	23,8 %	23,8 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	20,6 %	31,6 %	31,6 %	26,4 %	23,8 %	23,8 %

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

Bilanz Vtion

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,6	0,8	1,1	1,4	1,8
davon übrige imm. VG	0,1	0,6	0,8	1,1	1,4	1,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,2	0,8	1,2	1,6	1,9	2,3
Vorräte	1,6	2,3	4,9	13,3	16,0	17,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	10,1	6,4	29,2	35,0	37,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,2	1,1	8,2	12,0	13,0	13,5
Liquide Mittel	1,6	12,2	30,3	26,5	40,7	58,8
Umlaufvermögen	7,1	25,8	49,8	81,0	105	127
Bilanzsumme (Aktiva)	7,2	26,6	51,0	82,6	107	129
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	2,9	10,0	11,5	11,5	11,5	11,5
Kapitalrücklage	0,3	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Gewinnrücklagen	0,7	0,8	13,2	29,1	48,1	68,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,4	3,3	-1,5	-1,5	-1,0
Buchwert	3,9	10,4	35,6	46,7	65,7	86,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	3,9	10,4	35,6	46,7	65,7	86,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,2	3,0	3,8	3,8	3,8	3,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,8	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	4,7	8,3	20,1	24,0	25,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	3,3	3,3	12,0	13,0	13,0
Verbindlichkeiten	3,3	16,2	15,4	35,9	40,8	42,6
Bilanzsumme (Passiva)	7,2	26,6	51,0	82,6	107	129

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

Bilanz Vtion

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7 %	2,2 %	1,5 %	1,3 %	1,3 %	1,4 %
davon übrige imm. VG	0,7 %	2,2 %	1,5 %	1,3 %	1,3 %	1,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,5 %	0,7 %	1,0 %	0,6 %	0,5 %	0,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,2 %	2,9 %	2,4 %	2,0 %	1,7 %	1,7 %
Vorräte	22,5 %	8,7 %	9,6 %	16,1 %	15,0 %	13,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,8 %	38,1 %	12,5 %	35,3 %	32,9 %	29,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	16,9 %	4,3 %	16,0 %	14,5 %	12,2 %	10,5 %
Liquide Mittel	21,9 %	46,0 %	59,5 %	32,1 %	38,2 %	45,5 %
Umlaufvermögen	98,0 %	97,1 %	97,6 %	98,1 %	98,3 %	98,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	40,8 %	37,6 %	22,5 %	13,9 %	10,8 %	8,9 %
Kapitalrücklage	3,5 %	0,0 %	14,9 %	9,2 %	7,2 %	5,9 %
Gewinnrücklagen	10,3 %	2,9 %	25,8 %	35,3 %	45,2 %	53,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,4 %	6,6 %	-1,8 %	-1,4 %	-0,8 %
Buchwert	54,6 %	39,1 %	69,8 %	56,6 %	61,7 %	67,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	54,6 %	39,1 %	69,8 %	56,6 %	61,7 %	67,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	2,2 %	11,3 %	7,5 %	4,6 %	3,6 %	2,9 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	24,3 %	19,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,1 %	17,8 %	16,2 %	24,3 %	22,5 %	20,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,1 %	12,3 %	6,5 %	14,5 %	12,2 %	10,1 %
Verbindlichkeiten	45,7 %	60,8 %	30,2 %	43,4 %	38,3 %	33,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,1	9,2	12,4	16,0	19,0	20,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	-0,2	1,5	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,0	9,0	14,0	16,3	19,5	21,0
Veränderung Vorräte	-0,5	-0,7	-2,6	-8,4	-2,7	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-7,5	3,8	-22,8	-5,8	-2,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	4,2	3,4	11,8	3,9	1,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	2,9	-4,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,0	-1,1	0,2	-19,4	-4,6	-1,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,1	7,9	14,2	-3,1	14,9	19,2
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	-0,7	-0,5	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,1	-0,7	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,2	3,4	-5,5	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,2	3,5	2,8	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,2	10,7	16,5	-3,8	14,1	18,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	-0,3	12,2	30,3	26,5	40,7	58,8

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

Kennzahlen Vtion

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz						
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	9,6 %	8,4 %	8,9 %	5,9 %	5,3 %	5,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	77.543	150.254	174.116	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	19.915	48.358	56.711	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	25,3 %	31,9 %	32,2 %	29,1 %	28,8 %	28,7 %
EBITDA / Operating Assets	66,5 %	118,4 %	367,7 %	86,0 %	85,6 %	86,1 %
ROA	1278,3 %	1197,3 %	995,4 %	991,4 %	1024,2 %	903,5 %
Kapitaleffizienz						
Plant Turnover	90,1	161	79,5	127	164	199
Operating Assets Turnover	2,6	3,7	11,3	2,9	2,9	2,9
Capital Employed Turnover	1,7	1,6	1,0	1,3	1,1	0,9
Kapitalverzinsung						
ROCE	43,4 %	75,7 %	43,5 %	43,1 %	38,3 %	30,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	44,0 %	76,4 %	44,0 %	43,8 %	39,2 %	31,5 %
ROE	52,4 %	88,1 %	34,8 %	34,2 %	28,9 %	23,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	38,8 %	33,8 %	26,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	38,8 %	33,8 %	26,7 %
ROIC	35,4 %	49,2 %	31,4 %	31,6 %	27,3 %	22,5 %
Solvanz						
Nettoverschuldung	0,2	-7,0	-30,3	-26,5	-40,7	-58,8
Net Gearing	4,5 %	-67,7 %	-85,2 %	-56,8 %	-61,9 %	-67,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	224,4 %	200,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2,3	2,0	4,3	2,5	2,8	3,3
Acid Test Ratio	1,7	1,5	2,9	1,9	2,2	2,6
EBITDA / Zinsaufwand	24,9	29,9	26,5	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	36,2	97,3	60,3	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss						
Free Cash Flow	0,1	7,9	14,2	-3,8	14,1	18,2
Free Cash Flow / Umsatz	0,6 %	27,3 %	36,3 %	-5,7 %	17,7 %	21,2 %
Adj. Free Cash Flow	1,6	8,3	11,8	18,7	22,5	24,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	27,7 %	28,8 %	22,1 %	22,0 %	21,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	3,2 %	86,5 %	114,6 %	-23,8 %	74,5 %	89,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	3,1 %	1,3 %	2,1 %	3,0 %	2,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,9 %	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung						
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %	1,0 %	1,2 %
Maint. Capex / Umsatz	10,0 %	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,3 %	1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	210,2 %	143,2 %	166,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	39,9 %	20,2 %	15,5 %	21,6 %	33,5 %	34,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	517,0 %	214,0 %	77,0 %	145,3 %	145,8 %	145,3 %
Inventory processing period (Tage)	59,0	29,0	45,5	73,0	73,0	73,0
Receivables collection period (Tage)	96,6	128	59,3	160	160	160
Payables payment period (Tage)	18,7	59,6	77,1	110	110	110
Cash conversion cycle (Tage)	137	97,0	27,7	123	123	123
Bewertung						
P/B	41,8	15,8	4,6	3,5	2,5	1,9
EV/sales	13,4	4,6	3,4	2,1	1,5	1,2
EV/EBITDA	52,2	14,4	10,5	6,5	5,3	4,2
EV/EBIT	52,9	14,5	10,6	6,6	5,4	4,3
EV/FCF	n.m.	16,9	9,4	n.m.	8,7	5,8
P/E	52,2	11,7	8,7	6,8	5,7	5,3
P/CF	81,1	18,2	11,7	10,1	8,4	7,8

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

Free Cash Flow Yield - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,0	2,1	9,2	12,4	16,0	19,0	20,4
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,6
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	1,0	1,3
+ Steuern	0,0	0,4	0,0	0,0	4,0	5,0	5,5
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	1,6	8,3	11,8	18,7	22,5	24,2
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	1,2%	6,2%	8,8%	13,6%	18,2%	22,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	134,0	134,0	134,0	134,0	137,8	123,7	105,5
= Fairer Enterprise Value	-	15,7	83,3	117,6	187,1	225,4	241,7
- Nettoverschuldung (Cash)	-30,3	-30,3	-30,3	-30,3	-26,5	-40,7	-58,8
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	-	46,0	113,7	147,9	213,7	266,1	300,5
Aktienanzahl (Mio.)	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	2,63	6,50	8,45	12,21	15,20	17,17
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-72,0%	-30,8%	-10,0%	30,0%	61,9%	82,9%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	2,42	5,40	6,90	9,74	12,23	13,98
	12,0%	-	2,48	5,70	7,33	10,43	13,06	14,87
Fairer	11,0%	-	2,55	6,06	7,84	11,24	14,03	15,92
Free Cash Flow	10,0%	-	2,63	6,50	8,45	12,21	15,20	17,17
Yield	9,0%	-	2,73	7,02	9,20	13,40	16,64	18,71
	8,0%	-	2,85	7,69	10,13	14,88	18,42	20,62
	7,0%	-	3,01	8,54	11,33	16,79	20,72	23,09

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

DCF Modell - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	66,6	79,8	85,6	90,7	95,3	100,0	105,0	110,3	115,8	121,6	127,7	130,9	134,1	137,5
Veränderung	70,0%	19,8%	7,3%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	19,4	23,0	24,6	25,4	25,7	26,0	26,3	26,5	26,6	26,8	26,8	26,2	20,1	15,1
EBIT-Marge	29,1%	28,8%	28,7%	28,0%	27,0%	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%	15,0%	11,0%
Steuerquote	20,0%	20,8%	21,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NOPAT	15,5	18,2	19,3	25,4	25,7	26,0	26,3	26,5	26,6	26,8	26,8	26,2	20,1	15,1
Abschreibungen	0,3	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
in % vom Umsatz	0,5%	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-20,0	-4,6	-1,8	-1,9	-0,7	-0,7	-2,2	-1,3	-1,3	-1,3	-2,0	0,3	-1,0	-1,1
- Investitionen	-0,7	-0,8	-1,0	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
Investitionsquote	1,1%	1,0%	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-4,9	13,3	17,1	23,1	24,6	24,8	24,0	25,2	25,3	25,4	24,8	26,4	19,1	14,1

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	143,7		
Terminal Value	46,1		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	30,3	Aktienzahl (Mio.)	17,50
Eigenkapitalwert	220,1	Wert je Aktie (EUR)	12,58

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

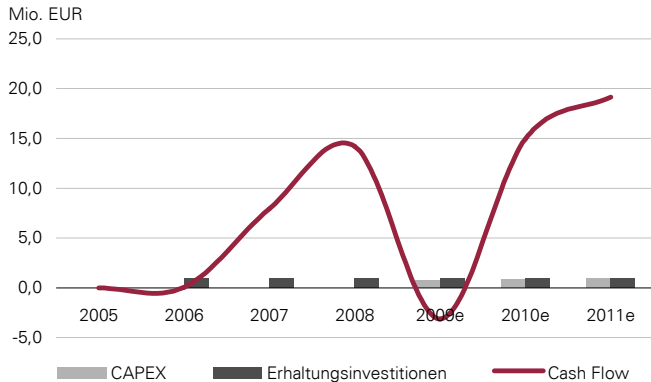
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	11,44	11,49	11,54	11,59	11,65	11,71	11,78
11,16%	11,87	11,93	12,00	12,06	12,13	12,20	12,28
10,91%	12,11	12,17	12,24	12,31	12,39	12,47	12,56
10,66%	12,36	12,43	12,50	12,58	12,66	12,75	12,84
10,41%	12,61	12,69	12,77	12,86	12,95	13,05	13,15
10,16%	12,89	12,97	13,06	13,15	13,25	13,36	13,48
9,66%	13,48	13,57	13,68	13,80	13,92	14,05	14,19

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	10,69	10,99	11,29	11,59	11,89	12,20	12,50
11,16%	11,11	11,42	11,74	12,06	12,38	12,70	13,02
10,91%	11,33	11,66	11,98	12,31	12,64	12,97	13,30
10,66%	11,56	11,90	12,24	12,58	12,92	13,25	13,59
10,41%	11,81	12,16	12,51	12,86	13,21	13,56	13,91
10,16%	12,07	12,43	12,79	13,15	13,51	13,87	14,24
9,66%	12,63	13,02	13,41	13,80	14,18	14,57	14,96

Quelle: SES Research

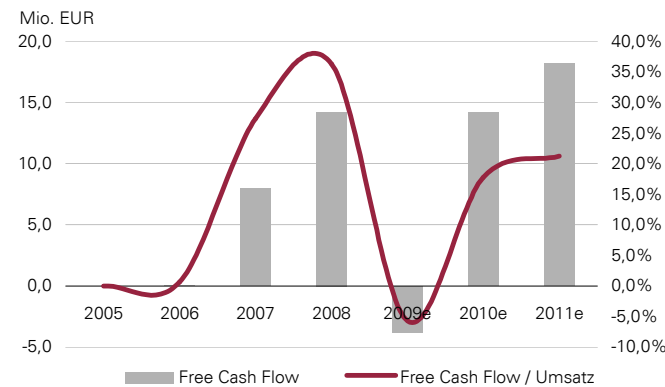
Investitionen und Cash Flow - Vtion



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

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote
- Cash Flow durch Working Capital Aufbau in 2009e beeinflusst

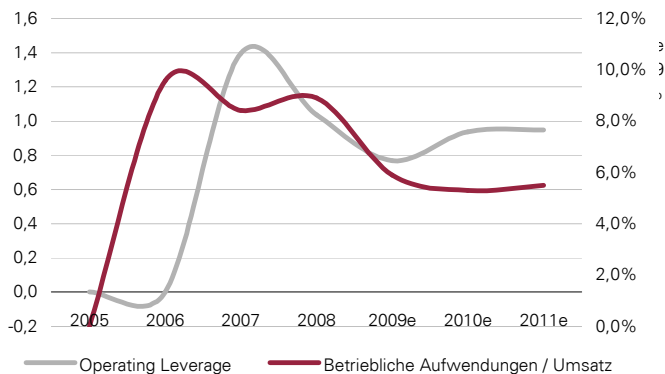
Free Cash Flow Generation - Vtion



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

- 2009e negativer Free Cash Flow auf Grund des Working Capital Aufbau
- Ab 2010e Normalisierung der Working Capital Entwicklung
- Ab 2010e hohe Free Cash Flow Generierung

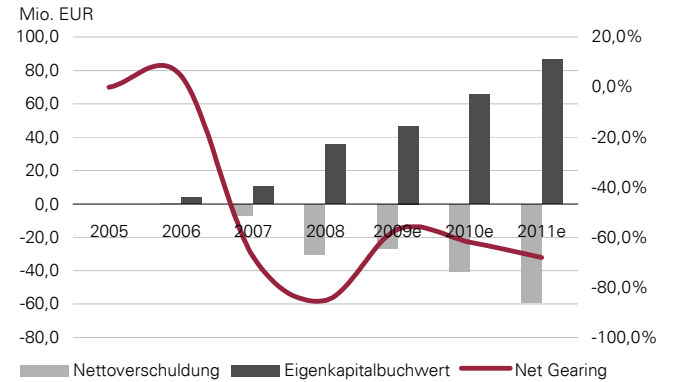
Operating Leverage - Vtion



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

- Operating Leverage begrenzt

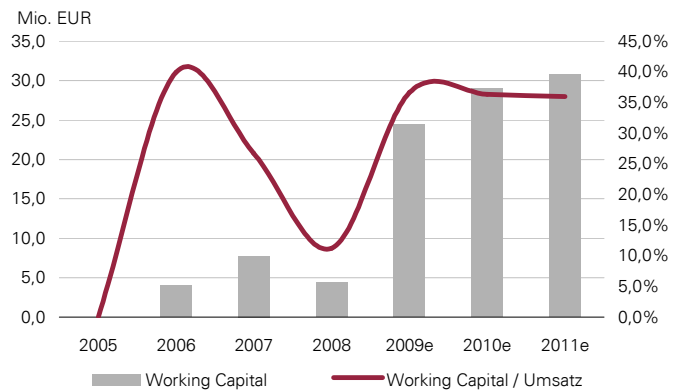
Bilanzqualität - Vtion



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

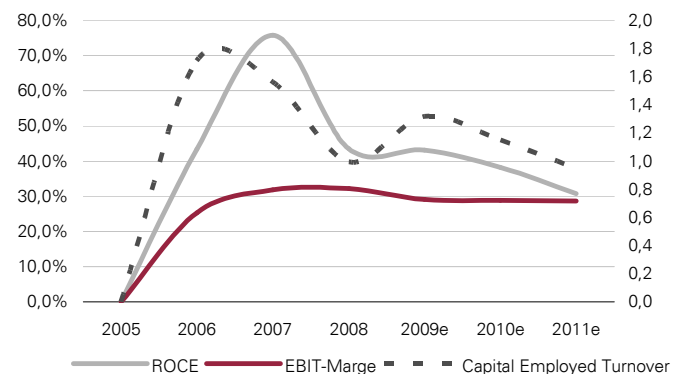
Working Capital - Vtion



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

ROCE Entwicklung - Vtion



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

- Konstante EBIT-Marge zwischen 2009e und 2011e
- Auf Grund der EK-Thesaurierung rückläufiger ROCE

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

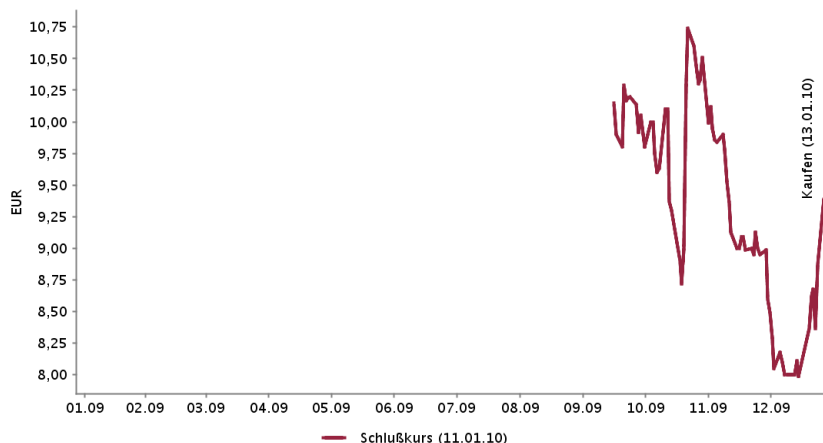
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	61	30%
Verkaufen	18	9%
Empf. ausgesetzt	15	7%
Gesamt	204	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	80	62%
Halten	34	26%
Verkaufen	5	4%
Empf. ausgesetzt	10	8%
Gesamt	129	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Vtion Wireless Technology AG am 12.01.10**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

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

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

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

M.M. Warburg & CO KGaA

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

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



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com		