

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 12,50 (alt: 12,50)

Kurs EUR 10,25
Bloomberg V33 GR
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: 11.02.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 163 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 78,9 Mio.
Buchwert: EUR 90,2 Mio.
Aktienanzahl: 15,9 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 0,6 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	67,7	0	79,8	0	85,6	0
EBIT	18,8	0	23,0	0	24,6	0
EPS	0,97	0	1,19	0	1,25	0

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 12.02.2010
 Analyst: Jochen Reichert
 +49 (0)40-309537-130
 reichert@ses.de

Absatz +17% im Januar, Roadshow-Feedback Frankfurt u. London

Absatz mobiler Datenkarten +17% DEZ-JAN: Im Vergleich zum Vormonat ist der Absatz mobiler Datenkarten um 17% auf 227 Tsd. gestiegen. Das entspricht 10% der SES-Prognose für 2010e von 2,19 Mio. abgesetzten mobilen Datenkarten. Der Durchschnittspreis stieg von RMB 349 im Dez. 2009 um 8% auf RMB 377 im Jan. 2010 und liegt damit deutlich über der SES-Erwartung für den Durchschnittspreis von RMB 336 für das Gesamtjahr 2010. Der Anstieg des Durchschnittspreises ist auf saisonale Effekte zurückzuführen. Im Dezember werden i.d.R. mobile Datenkarten aus dem unteren Preissegment nachgefragt. Für den Monat Februar 2010 ist aufgrund des chinesischen Neujahrsfestes mit einem leichten Rückgang des Absatzvolumens im Vergleich zum Januar 2010 zu rechnen.

Management-Roadshow (CEO und CFO) in Frankfurt und London:

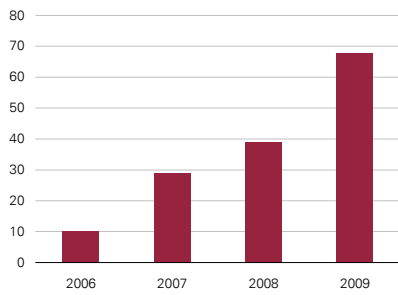
- **Nachhaltigkeit des Geschäftsmodell:** In den nächsten Jahren sollten Umsatz und Ertrag vorwiegend über hohe Absatzsteigerungen bei mobilen Datenkarten erfolgen. In China liegt die Mobilfunkpenetration bei ca. 55% bzw. ca. 719 Mio. Teilnehmern. Davon sind per Ende 2009 nur rund 20 Mio. bzw. 2,7% 3G-Teilnehmer. Mit einem Marktanteil von 25% bei mobilen Datenkarten in China ergibt sich für Vtion ein erhebliches Wachstumspotenzial. Nachhaltiges Wachstum sollte sich über die Vielfalt der Einsatzmöglichkeiten mobiler Internetzugangslösungen ergeben. Mittelfristig sollte sich das Einsatzgebiet mobiler Internetzugangslösungen/Datenkartenlösungen um 30 bis 40 Applikationen erweitern (z.B. Sicherheitskameras, Einsatz in der industriellen Produktion, etc.). Darüber hinaus plant das Unternehmen, den Umsatz mit Services (z.B. Business Club) massiv auszubauen. In drei bis vier Jahren könnte der Anteil der Serviceumsätze bei bereits 20% liegen. Insgesamt verfolgt der Vorstand die Strategie, das Unternehmen von einem Hardware-Provider zu einem Mobile Access Provider zu entwickeln.
- **Wettbewerbsstruktur:** Der Markteintritt von Lieferanten außerhalb Chinas (z.B. Option) wird aufgrund der höheren Kostenbasis sowie der chinesischen Marktstruktur als eher unwahrscheinlich angesehen. In China decken die drei Lieferanten Huawei, ZTE sowie Vtion ca. 80% der Nachfrage nach mobilen Datenkarten ab. Dabei sind die drei landesweiten Netzbetreiber China Unicom, China Telecom sowie China Mobile die Hauptabnehmer der mobilen Datenkarten. Damit ergibt sich ein Markt, der auf der Anbieterseite und auf der Nachfrageseite durch jeweils 3 Unternehmen dominiert wird. Vtion ist bei allen Netzbetreibern als „top-tier“ Lieferant zertifiziert wofür das Unternehmen sich erheblichen Qualitätskontrollen unterwerfen musste. Darüber hinaus muss ein Anbieter in drei aufeinanderfolgenden Jahren mobile Datenkarten an die Netzbetreiber geliefert haben. Damit ergeben sich nicht zu vernachlässigende Markteintrittsbarrieren.

Mit einem EV/EBITDA 2010e von 3,4 bleibt die Aktie weiterhin attraktiv bewertet. Thematisch dürften weitere Meldungen über großvolumige Aufträge die Aktie unterstützen. Das DCF-basierte Kursziel von EUR 12,50 wird bestätigt – Kaufen.

Geschäftsjahresende: 31.12. in EUR Mio	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	10,0	29,0	39,2	67,7	79,8	85,6
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	189,9 %	35,1 %	72,8 %	17,9 %	7,3 %
Bruttoergebnis	3,5	11,7	16,1	23,7	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	19,1	23,5	25,2
<i>EBITDA-Marge</i>	25,7 %	32,2 %	32,6 %	28,3 %	29,5 %	29,4 %
EBIT	2,5	9,2	12,6	18,8	23,0	24,6
<i>EBIT-Marge</i>	25,3 %	31,9 %	32,2 %	27,8 %	28,8 %	28,7 %
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	15,4	19,0	19,9
EPS	0,18	0,80	1,08	0,97	1,19	1,25
Free Cash Flow je Aktie	0,01	0,69	1,24	-0,30	0,91	1,11
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	13,3	4,6	3,4	1,4	1,0	0,7
EV/EBITDA	51,6	14,2	10,4	4,9	3,4	2,4
EV/EBIT	52,4	14,4	10,5	5,0	3,4	2,5
KGV	56,9	12,8	9,5	10,6	8,6	8,2
ROCE	43,4 %	75,7 %	43,5 %	28,2 %	22,2 %	20,0 %
Adj. Free Cash Flow Yield	1,2 %	6,3 %	8,9 %	19,4 %	28,6 %	39,5 %

Entwicklung Umsatz

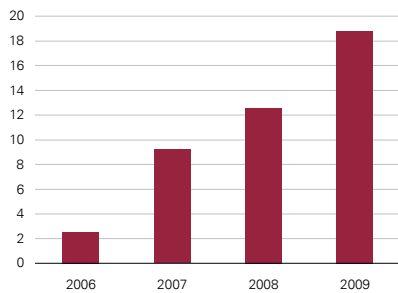
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Entwicklung EBIT

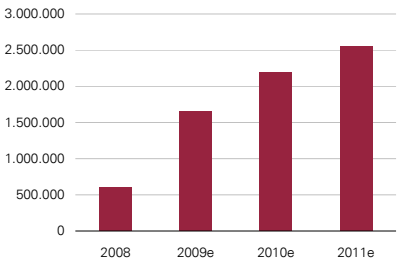
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Verkaufte Einheiten

Anzahl



Quelle: Vtion

Unternehmenshintergrund

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PCs 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.

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.

Wettbewerbsqualität

- **Ausgelagerte Produktion:** Vtion unterhält keine eigenen Produktionskapazitäten und konzentriert sich auf Produktdesign, Marketing und Customer Care. Dadurch hat das Unternehmen eine hohe Flexibilität und kann sich schnell an geänderte Nachfragebedingungen anpassen.
- **Lizenzierungen mit allen drei Netzbetreibern:** Vtion ist von allen drei Netzbetreibern als top-tier Lieferant qualifiziert und grenzt sich damit gegenüber einem Großteil der Konkurrenten ab. Die Netzbetreiber beziehen derzeit von 3 Lieferanten 80% der benötigten mobilen Datenkarten.

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion						
in EUR Mio.						
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	10,0	29,0	39,2	67,7	79,8	85,6
Herstellungskosten	6,5	17,3	23,1	44,0	52,6	56,3
Bruttoergebnis	3,5	11,7	16,1	23,7	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	1,6	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	19,1	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	19,0	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	18,8	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	19,4	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	19,4	24,0	25,9
Steuern gesamt	0,4	0,0	0,0	4,0	5,0	6,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,1	9,2	12,4	15,4	19,0	19,9
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	15,4	19,0	19,9
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	15,4	19,0	19,9

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 %	2,4 %	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 %	28,3 %	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 %	28,0 %	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 %	27,8 %	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 %	28,7 %	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 %	28,7 %	30,1 %	30,2 %
Steuern gesamt	4,0 %	-0,1 %	0,0 %	5,9 %	6,3 %	7,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,6 %	31,6 %	31,6 %	22,8 %	23,8 %	23,2 %
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 %	22,8 %	23,8 %	23,2 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	20,6 %	31,6 %	31,6 %	22,8 %	23,8 %	23,2 %

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	1,8	2,2
Vorräte	1,6	2,3	4,9	13,5	16,0	17,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	10,1	6,4	29,7	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	69,6	84,1	102
Umlaufvermögen	7,1	25,8	49,8	125	148	170
Bilanzsumme (Aktiva)	7,2	26,6	51,0	126	150	172
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	2,9	10,0	11,5	15,9	15,9	15,9
Kapitalrücklage	0,3	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Gewinnrücklagen	0,7	0,8	13,2	28,6	47,5	67,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,4	3,3	38,1	38,1	38,6
Buchwert	3,9	10,4	35,6	90,2	109	130
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	3,9	10,4	35,6	90,2	109	130
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	20,4	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	36,2	40,8	42,6
Bilanzsumme (Passiva)	7,2	26,6	51,0	126	150	172

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 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %
davon übrige imm. VG	0,7 %	2,2 %	1,5 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,5 %	0,7 %	1,0 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,2 %	2,9 %	2,4 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %
Vorräte	22,5 %	8,7 %	9,6 %	10,7 %	10,7 %	9,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,8 %	38,1 %	12,5 %	23,5 %	23,4 %	21,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	16,9 %	4,3 %	16,0 %	9,5 %	8,7 %	7,8 %
Liquide Mittel	21,9 %	46,0 %	59,5 %	55,0 %	56,1 %	59,1 %
Umlaufvermögen	98,0 %	97,1 %	97,6 %	98,7 %	98,8 %	98,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	40,8 %	37,6 %	22,5 %	12,6 %	10,6 %	9,2 %
Kapitalrücklage	3,5 %	0,0 %	14,9 %	6,0 %	5,1 %	4,4 %
Gewinnrücklagen	10,3 %	2,9 %	25,8 %	22,6 %	31,7 %	39,2 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,4 %	6,6 %	30,1 %	25,4 %	22,4 %
Buchwert	54,6 %	39,1 %	69,8 %	71,4 %	72,8 %	75,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	54,6 %	39,1 %	69,8 %	71,4 %	72,8 %	75,3 %
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 %	3,0 %	2,5 %	2,2 %
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 %	16,1 %	16,0 %	15,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,1 %	12,3 %	6,5 %	9,5 %	8,7 %	7,6 %
Verbindlichkeiten	45,7 %	60,8 %	30,2 %	28,7 %	27,2 %	24,8 %
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	15,4	19,0	19,9
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	15,7	19,5	20,5
Veränderung Vorräte	-0,5	-0,7	-2,6	-8,6	-2,5	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-7,5	3,8	-23,3	-5,3	-2,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	4,2	3,4	12,1	3,6	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	-19,8	-4,2	-1,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,1	7,9	14,2	-4,1	15,3	18,7
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	44,0	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	44,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,2	10,7	16,5	39,2	14,5	17,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	-0,3	12,2	30,3	69,6	84,1	102

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 %	27,8 %	28,8 %	28,7 %
EBITDA / Operating Assets	66,5 %	118,4 %	367,7 %	82,1 %	85,7 %	86,1 %
ROA	1278,3 %	1197,3 %	995,4 %	958,6 %	1027,2 %	883,5 %
Kapitaleffizienz						
Plant Turnover	90,1	161	79,5	129	165	200
Operating Assets Turnover	2,6	3,7	11,3	2,9	2,9	2,9
Capital Employed Turnover	1,7	1,6	1,0	0,7	0,7	0,6
Kapitalverzinsung						
ROCE	43,4 %	75,7 %	43,5 %	28,2 %	22,2 %	20,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	44,0 %	76,4 %	44,0 %	28,7 %	22,8 %	20,4 %
ROE	52,4 %	88,1 %	34,8 %	17,1 %	17,4 %	15,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	24,5 %	19,0 %	16,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	24,5 %	19,0 %	16,7 %
ROIC	35,4 %	49,2 %	31,4 %	16,4 %	16,8 %	14,9 %
Solvenz						
Nettoverschuldung	0,2	-7,0	-30,3	-69,6	-84,1	-102
Net Gearing	4,5 %	-67,7 %	-85,2 %	-77,1 %	-77,1 %	-78,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	224,4 %	200,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2,3	2,0	4,3	3,9	4,0	4,4
Acid Test Ratio	1,7	1,5	2,9	3,1	3,2	3,6
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	-4,8	14,5	17,7
Free Cash Flow / Umsatz	0,6 %	27,3 %	36,3 %	-7,1 %	18,2 %	20,6 %
Adj. Free Cash Flow	1,6	8,3	11,8	18,1	22,5	24,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	27,7 %	28,8 %	20,9 %	22,0 %	21,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	3,2 %	86,5 %	114,6 %	-31,1 %	76,6 %	88,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	3,1 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %
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 %	1,0 %	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 %	206,8 %	143,2 %	166,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	39,9 %	20,2 %	15,5 %	21,6 %	33,7 %	34,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	517,0 %	214,0 %	77,0 %	145,6 %	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						
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	41,5	15,7	4,6	1,8	1,5	1,3
EV/sales	13,3	4,6	3,4	1,4	1,0	0,7
EV/EBITDA	51,6	14,2	10,4	4,9	3,4	2,4
EV/EBIT	52,4	14,4	10,5	5,0	3,4	2,5
EV/FCF	n.m.	16,7	9,3	n.m.	5,4	3,5
P/E	56,9	12,8	9,5	10,6	8,6	8,2
P/CF	80,5	18,1	11,6	10,4	8,3	8,0
Adj. Free Cash Flow Yield	1,5 %	6,8 %	10,6 %	16,8 %	24,8 %	33,4 %

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	15,4	19,0	19,9
+ 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	6,0
- 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	18,1	22,5	24,2
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	1,2%	6,3%	8,9%	19,4%	28,6%	39,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	132,6	132,6	132,6	132,6	93,4	78,9	61,2
= Fairer Enterprise Value	-	15,7	83,3	117,6	181,4	225,4	241,7
- Nettoverschuldung (Cash)	-30,3	-30,3	-30,3	-30,3	-69,6	-84,1	-101,8
- 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	250,9	309,5	343,4
Aktienanzahl (Mio.)	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	2,89	7,15	9,30	15,78	19,47	21,60
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-71,8%	-30,3%	-9,2%	54,0%	89,9%	110,7%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	2,67	5,94	7,60	13,15	16,19	18,09
	12,0%	-	2,73	6,28	8,07	13,88	17,10	19,07
Fairer	11,0%	-	2,81	6,67	8,63	14,75	18,18	20,22
Free Cash Flow	10,0%	-	2,89	7,15	9,30	15,78	19,47	21,60
Yield	9,0%	-	3,00	7,73	10,13	17,05	21,04	23,29
	8,0%	-	3,14	8,46	11,15	18,63	23,01	25,40
	7,0%	-	3,32	9,39	12,47	20,67	25,54	28,11

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	67,7	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	72,8%	17,9%	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	18,8	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	27,8%	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	20,6%	20,8%	23,2%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
NOPAT	14,9	18,2	18,9	19,6	19,8	20,0	20,2	20,4	20,5	20,6	20,6	20,2	15,5	11,6
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	-20,4	-4,2	-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	1,0%	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)	-5,8	13,7	16,7	17,2	18,7	18,9	18,0	19,1	19,2	19,3	18,6	20,4	14,4	10,6

Modellparameter

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

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	112,8		
Terminal Value	34,7		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	51,0	Aktienzahl (Mio.)	15,90
Eigenkapitalwert	198,5	Wert je Aktie (EUR)	12,48

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

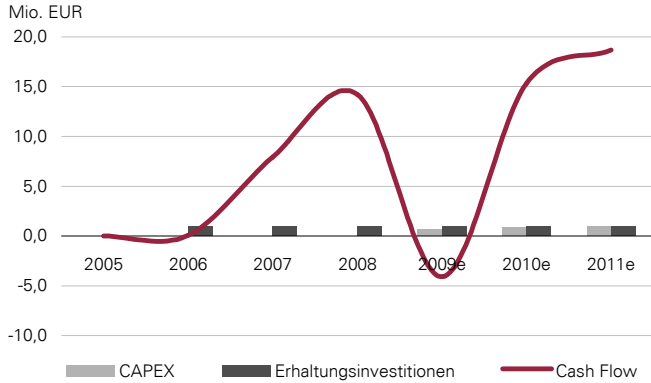
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	11,53	11,57	11,62	11,66	11,71	11,76	11,82
11,16%	11,90	11,95	12,00	12,05	12,11	12,17	12,24
10,91%	12,09	12,15	12,20	12,26	12,33	12,39	12,46
10,66%	12,30	12,36	12,42	12,48	12,55	12,63	12,70
10,41%	12,52	12,58	12,65	12,72	12,79	12,87	12,96
10,16%	12,74	12,81	12,89	12,96	13,05	13,14	13,23
9,66%	13,24	13,32	13,41	13,50	13,60	13,71	13,83

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%	10,86	11,13	11,39	11,66	11,93	12,19	12,46
11,16%	11,21	11,49	11,77	12,05	12,33	12,62	12,90
10,91%	11,39	11,68	11,97	12,26	12,55	12,84	13,13
10,66%	11,59	11,89	12,19	12,48	12,78	13,08	13,38
10,41%	11,79	12,10	12,41	12,72	13,03	13,33	13,64
10,16%	12,01	12,33	12,65	12,96	13,28	13,60	13,92
9,66%	12,48	12,82	13,16	13,50	13,84	14,18	14,52

Quelle: SES Research

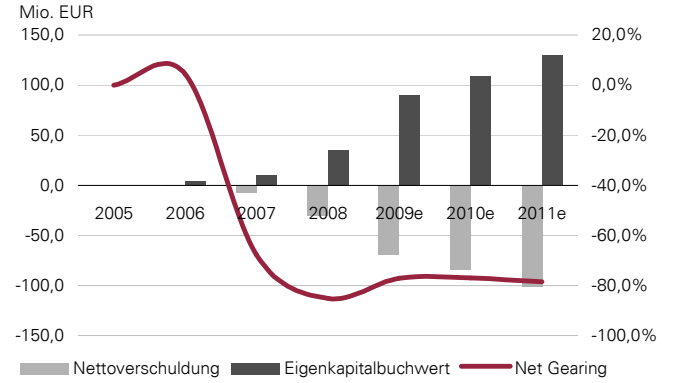
Investitionen und Cash Flow - Vtion



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

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

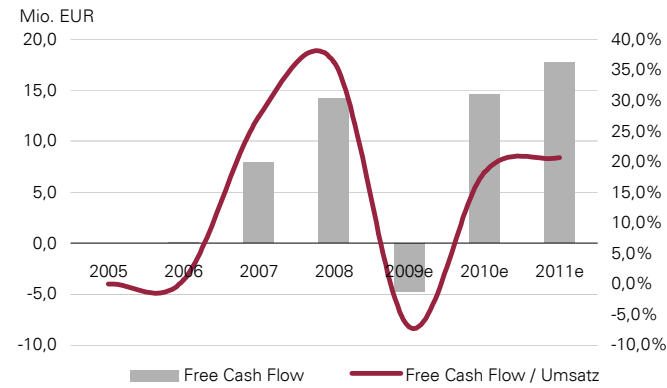
Bilanzqualität - Vtion



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

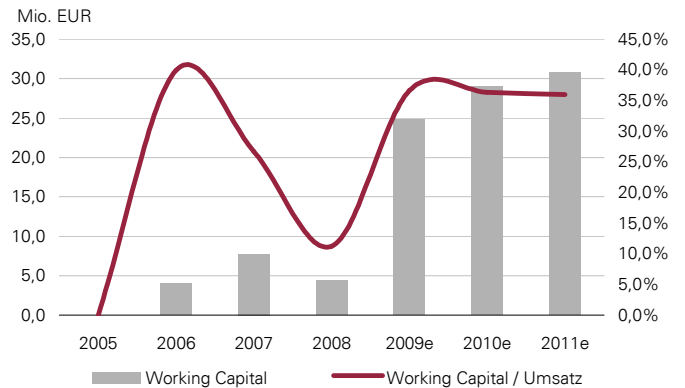
Free Cash Flow Generation - Vtion



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

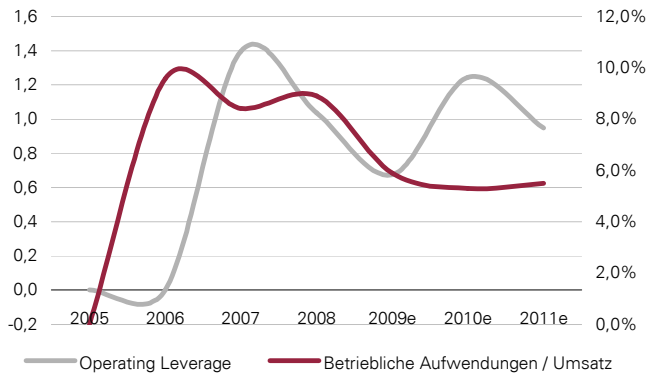
Working Capital - Vtion



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

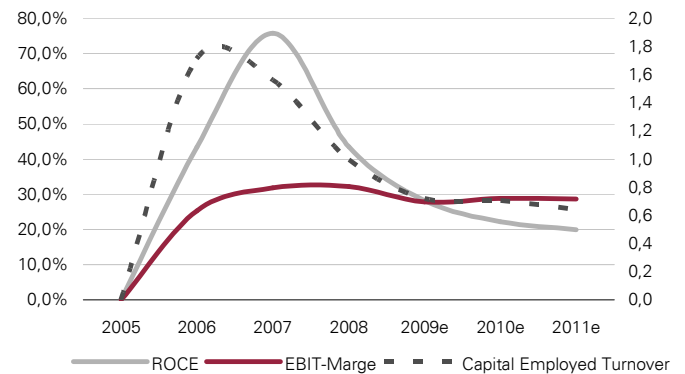
Operating Leverage - Vtion



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

- Operating Leverage begrenzt

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.

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.

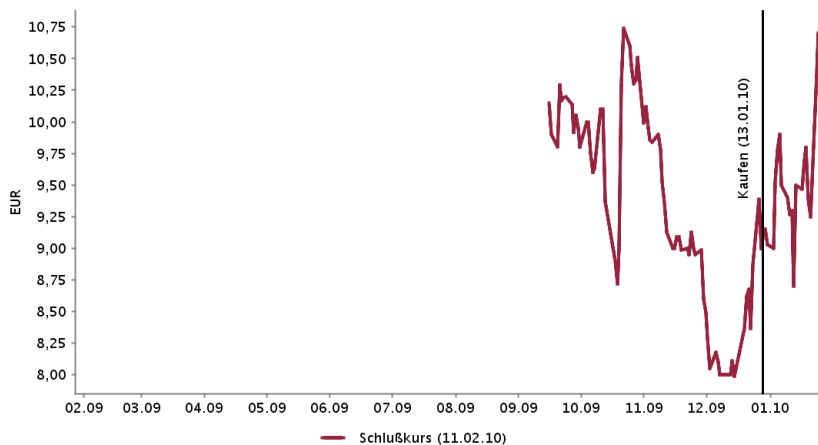
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	55%
Halten	58	29%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	203	

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	82	62%
Halten	35	27%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	11	8%
Gesamt	132	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Vtion Wireless Technology AG am 12.02.10**



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	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@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	Fabrice Farigoule Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com