

**Halten** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 6,60** (alt: 6,60)

**Kurs** EUR 2,82  
**Bloomberg** V33 GR  
**Reuters** V33G  
**Branche** Telecom/Internet

**Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenslösungen für PCs und Laptops für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China.**



Aktien Daten: 20.10.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 44,8 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR -44,9 Mio.  
**Buchwert:** EUR 139 Mio.  
**Aktienanzahl:** 15,9 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 102 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Awill Holdings 46,8 %  
 Freefloat 33,9 %  
 SCGC Capital H. 9,9 %  
 Hong Kong Vtion Tech. 6,3 %  
 Sunshine Century I. 3,1 %

**Termine:**  
 Zahlen Q3 14.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	70,0	0	65,0	0	68,0	0
<b>EBIT</b>	5,0	0	4,1	0	4,3	0
<b>EPS</b>	0,27	0	0,28	0	0,29	0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 21.10.2011  
 Analyst:  
 Malte Räther +49 (40) 309537-185  
 mraether@warburg-research.com  
 Jochen Reichert +49 (40) 309537-130  
 jreichert@warburg-research.com

## Berufung eines neuen CFO - Rating weiterhin Halten

Vtion hat heute bekannt gegeben, einen neuen Finanzvorstand berufen zu haben. Wie seit längerem bekannt ist, verlässt der bisherige CFO, Herr Huan Chen (Henry Chen), zum 23.11.2011 aus persönlichen Gründen Vtion. Sein Nachfolger ist Herr Hongbo Zheng (Alex Zheng). Herr Zheng besitzt einen MBA Abschluss der Business School INSEAD und war vorher u.a. als Finance Manager bei Dell (China) tätig.

### Stabilisierung des Datenkartengeschäfts und Erschließung neuer Geschäftsfelder

Neben der Kernkompetenz, der Entwicklung und Vermarktung von Mobilfunk-Datenkarten, bietet Vtion eine Reihe neuer Produkte an. Hierzu zählen u.a. Smartphones, E-Reader und ein Tablet-PC. Der Umsatzbeitrag der im Segment Intelligente Mobilfunk-Datenstationen zusammengefassten Produkte betrug in H1/11 ~20%.

Vtion hat die Umsatzerwartung für das Gesamtjahr 2011 zwischen EUR 75 Mio. und EUR. 100 Mio. mit der heutigen Meldung erneut bekräftigt. Zudem rechnet das Unternehmen mit einer EBIT Marge von 10% bis 12%.

### Hohe Eigenkapitalquote und Nettoliquidität

Angesicht der Eigenkapitalquote von 91% per Ende Q2/11 verfügt Vtion über eine hohe Bilanzqualität. Die Nettoliquidität betrug zum selben Stichtag EUR 98 Mio. bzw. EUR 6,30 pro Aktie.

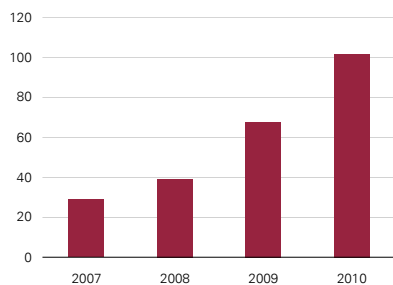
### Rating und Bewertung

Obwohl das operative Geschäft von Vtion eine solide Profitabilität aufweist, notiert die Aktie bei weniger als 50% der Nettoliquidität. Das Rating wird trotz dieser vermeintlichen Unterbewertung bei Halten belassen. Erstens haben die Aktionäre de facto keinen Zugriff auf die Nettoliquidität. Der Grund hierfür liegt darin, dass ein Großteil der Konzernliquidität von den chinesischen Tochtergesellschaften gehalten wird. Ein Transfer der Liquidität in die deutsche AG ist derzeit vom Management nicht beabsichtigt und zudem aufgrund von Vorschriften und Restriktionen in China nicht unproblematisch. Zweitens ist die Entwicklung der Nachfrage nach Mobilfunk-Datenkarten mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Drittens muss Vtion noch unter Beweis stellen, dass die Erschließung neuer Geschäftsfelder (Smartphones, E-Reader, Tablet-PC) erfolgreich umgesetzt werden kann.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	29,0	39,2	67,6	102	70,0	65,0	68,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	189,9 %	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-31,1 %	-7,1 %	4,6 %
<b>Bruttoergebnis</b>	11,7	16,1	22,6	37,3	9,8	9,1	9,5
<i>Bruttomarge</i>	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,7 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
<b>EBITDA</b>	9,3	12,8	19,0	25,4	5,5	4,6	4,8
<i>EBITDA-Marge</i>	32,2 %	32,6 %	28,3 %	29,2 %	7,8 %	7,0 %	7,0 %
<b>EBIT</b>	9,2	12,6	18,8	25,0	5,0	4,1	4,3
<i>EBIT-Marge</i>	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,8 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %
<b>Jahresüberschuss</b>	9,2	12,4	16,4	17,8	4,4	4,4	4,6
<b>EPS</b>	0,80	1,13	1,31	1,38	0,27	0,28	0,29
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,69	1,13	-0,84	1,86	-0,58	0,03	-0,15
<b>Dividende</b>	0,00	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.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>EV/EBITDA</b>	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>EV/EBIT</b>	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>KGV</b>	3,5	2,5	2,2	2,0	10,4	10,1	9,7
<b>ROCE</b>	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	3,7 %	2,9 %	2,9 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Entwicklung Umsatz**

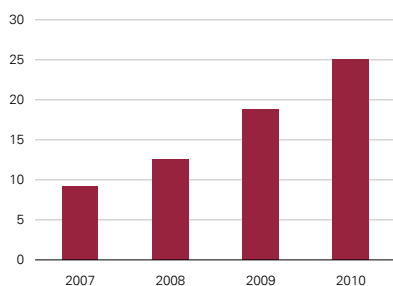
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

**Entwicklung EBIT**

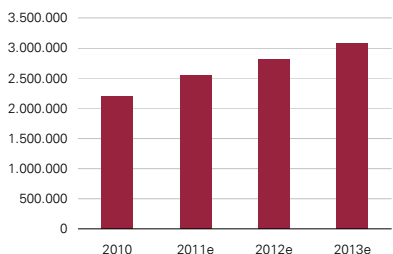
in EUR Mio.



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.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>29,0</b>	<b>39,2</b>	<b>67,6</b>	<b>102</b>	<b>70,0</b>	<b>65,0</b>	<b>68,0</b>
Herstellungskosten	17,3	23,1	45,1	64,4	60,2	55,9	58,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>11,7</b>	<b>16,1</b>	<b>22,6</b>	<b>37,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,9	1,4	2,0	4,7	3,1	3,3	3,4
Verwaltungskosten	1,3	2,6	2,0	3,7	2,5	2,6	2,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,3</b>	<b>12,8</b>	<b>19,0</b>	<b>25,4</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>EBITA</b>	<b>9,3</b>	<b>12,7</b>	<b>18,9</b>	<b>25,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>9,2</b>	<b>12,6</b>	<b>18,8</b>	<b>25,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>
Zinserträge	0,2	0,3	0,2	0,7	0,4	1,3	1,3
Zinsaufwendungen	0,3	0,5	0,2	3,9	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	0,4	1,3	1,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>	<b>18,8</b>	<b>21,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>	<b>18,8</b>	<b>21,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
Steuern gesamt	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,0	1,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Vtion**

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Herstellungskosten	59,7 %	58,9 %	66,6 %	63,3 %	86,0 %	86,0 %	86,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>40,3 %</b>	<b>41,1 %</b>	<b>33,4 %</b>	<b>36,7 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>14,0 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	3,3 %	3,5 %	2,9 %	4,7 %	4,4 %	5,0 %	5,0 %
Verwaltungskosten	4,5 %	6,6 %	2,9 %	3,7 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,7 %	1,2 %	0,5 %	0,4 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>32,2 %</b>	<b>32,6 %</b>	<b>28,1 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>EBITA</b>	<b>32,1 %</b>	<b>32,4 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>24,8 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,7 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>31,9 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>24,6 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,3 %</b>
Zinserträge	0,8 %	0,7 %	0,3 %	0,7 %	0,6 %	2,0 %	1,9 %
Zinsaufwendungen	1,1 %	1,2 %	0,3 %	3,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,3 %	-0,5 %	-0,1 %	-3,2 %	0,6 %	2,0 %	1,9 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>21,4 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>8,2 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>31,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>21,4 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>8,2 %</b>
Steuern gesamt	-0,1 %	0,0 %	3,5 %	4,0 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>6,7 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>6,7 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>6,7 %</b>

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

**Bilanz Vtion**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,8	1,3	1,3	3,0	6,8	10,5
davon übrige imm. VG	0,6	0,8	1,3	1,3	3,0	6,8	10,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,5	0,6	1,2	2,0	3,8	5,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>5,1</b>	<b>10,6</b>	<b>16,1</b>
Vorräte	2,3	4,9	3,8	3,6	3,5	3,3	3,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,1	6,4	34,8	32,6	47,9	46,3	48,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	8,2	7,9	8,0	13,5	13,5	13,5
Liquide Mittel	12,2	30,3	61,5	99,0	89,7	90,2	87,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>25,8</b>	<b>49,8</b>	<b>108</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>153</b>	<b>153</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>26,6</b>	<b>51,0</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>169</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,0	11,5	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Kapitalrücklage	0,0	7,6	48,2	48,2	48,2	48,2	48,2
Gewinnrücklagen	0,8	13,2	29,7	51,7	56,1	60,5	65,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,4	3,3	2,1	13,5	19,0	19,1	19,0
Buchwert	10,4	35,6	96,0	129	139	144	148
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>10,4</b>	<b>35,6</b>	<b>96,0</b>	<b>129</b>	<b>139</b>	<b>144</b>	<b>148</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	3,0	3,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,7	8,3	8,2	11,2	15,3	15,1	15,8
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3	3,3	5,0	4,7	4,7	4,7	4,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>16,2</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>16,3</b>	<b>20,4</b>	<b>20,2</b>	<b>20,9</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>26,6</b>	<b>51,0</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>169</b>

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

**Bilanz Vtion**

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	4,1 %	6,2 %
davon übrige imm. VG	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	4,1 %	6,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	0,7 %	1,0 %	0,6 %	0,9 %	1,3 %	2,4 %	3,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>9,6 %</b>
Vorräte	8,7 %	9,6 %	3,4 %	2,5 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,1 %	12,5 %	31,7 %	22,4 %	30,0 %	28,3 %	28,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,3 %	16,0 %	7,2 %	5,5 %	8,4 %	8,2 %	8,0 %
Liquide Mittel	46,0 %	59,5 %	55,9 %	68,0 %	56,2 %	55,0 %	51,9 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>97,1 %</b>	<b>97,6 %</b>	<b>98,2 %</b>	<b>98,3 %</b>	<b>96,8 %</b>	<b>93,5 %</b>	<b>90,5 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	37,6 %	22,5 %	14,5 %	11,0 %	10,0 %	9,8 %	9,5 %
Kapitalrücklage	0,0 %	14,9 %	43,8 %	33,1 %	30,2 %	29,4 %	28,5 %
Gewinnrücklagen	2,9 %	25,8 %	27,0 %	35,5 %	35,1 %	36,9 %	38,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,4 %	6,6 %	2,0 %	9,3 %	11,9 %	11,7 %	11,3 %
Buchwert	39,1 %	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,2 %	87,7 %	87,7 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>39,1 %</b>	<b>69,8 %</b>	<b>87,4 %</b>	<b>88,9 %</b>	<b>87,2 %</b>	<b>87,7 %</b>	<b>87,7 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	11,3 %	7,5 %	0,6 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	19,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,8 %	16,2 %	7,5 %	7,7 %	9,6 %	9,2 %	9,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,3 %	6,5 %	4,5 %	3,3 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>60,8 %</b>	<b>30,2 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>12,4 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung Vtion**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	9,2	12,4	17,2	26,0	4,4	4,4	4,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>9,0</b>	<b>13,0</b>	<b>17,7</b>	<b>26,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>
Veränderung Vorräte	-0,7	-2,6	1,1	0,2	0,1	0,2	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-7,5	3,8	-28,4	5,2	-15,3	1,6	-2,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4,2	3,4	0,0	0,0	4,1	-0,2	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	2,9	-5,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,1	-0,6	-27,4	4,4	-11,1	1,6	-1,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>7,9</b>	<b>12,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>30,6</b>	<b>-6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>3,6</b>
CAPEX	0,0	0,0	-1,0	-0,8	-3,0	-6,0	-6,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	3,4	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	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	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	9,1	43,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>43,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	10,7	15,5	33,2	29,8	-9,2	0,5	-2,4
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>7,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>12,2</b>	<b>30,3</b>	<b>61,5</b>	<b>99,0</b>	<b>89,7</b>	<b>90,2</b>	<b>87,7</b>

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

## Kennzahlen Vtion

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,4 %	8,9 %	5,4 %	7,9 %	6,9 %	7,7 %	7,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	150.254	174.116	433.583	546.565	350.000	295.455	309.091
EBITDA je Mitarbeiter	48.358	56.711	122.782	159.430	27.300	20.682	21.636
EBIT-Marge	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,8 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %
EBITDA / Operating Assets	118,4 %	419,3 %	62,1 %	113,1 %	14,3 %	11,9 %	11,4 %
ROA	1197,3 %	995,4 %	852,6 %	858,8 %	86,2 %	41,4 %	28,4 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	161	79,5	107	81,4	34,3	16,9	12,1
Operating Assets Turnover	3,7	12,9	2,2	3,9	1,8	1,7	1,6
Capital Employed Turnover	1,9	1,1	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	3,7 %	2,9 %	2,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	87,8 %	49,9 %	29,1 %	26,3 %	4,1 %	3,2 %	3,3 %
ROE	88,1 %	34,8 %	17,2 %	17,0 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,3 %	3,1 %	3,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,3 %	3,1 %	3,1 %
ROIC	49,2 %	30,5 %	16,9 %	16,9 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	-7,0	-30,3	-61,5	-99,0	-89,7	-90,2	-87,7
Net Gearing	-67,7 %	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-64,4 %	-62,7 %	-59,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	200,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2,0	4,3	8,2	9,0	7,7	7,7	7,4
Acid Test Ratio	1,5	2,9	7,5	8,6	7,4	7,4	7,2
EBITDA / Zinsaufwand	29,9	26,5	92,1	7,6	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	97,3	60,3	591,4	9,1	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	7,9	12,4	-10,6	29,8	-9,2	0,5	-2,4
Free Cash Flow / Umsatz	27,3 %	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	-13,2 %	0,7 %	-3,6 %
Adj. Free Cash Flow	8,3	11,8	18,2	28,7	1,5	-1,5	-1,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	27,7 %	28,8 %	23,1 %	20,4 %	0,7 %	-3,8 %	-3,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	86,5 %	100,0 %	-64,2 %	135,3 %	-211,4 %	10,2 %	-53,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	1,3 %	0,4 %	0,9 %	0,4 %	1,4 %	1,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	1,5 %	0,8 %	4,3 %	9,2 %	8,8 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,0 %	5,7 %	9,2 %	8,8 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	431,0 %	196,0 %	612,2 %	1318,7 %	1260,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,2 %	15,0 %	26,3 %	28,3 %	45,0 %	55,8 %	53,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	214,0 %	77,0 %	423,0 %	291,6 %	313,1 %	306,6 %	306,3 %
Inventory processing period (Tage)	29,0	45,5	20,3	13,0	18,3	18,3	18,3
Receivables collection period (Tage)	128	59,3	188	117	250	260	260
Payables payment period (Tage)	59,6	77,1	44,4	40,1	80,0	85,0	85,0
Cash conversion cycle (Tage)	97,0	23,8	163	89,7	188	193	193
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	4,3	1,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/sales	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	3,5	2,5	2,2	2,0	10,4	10,1	9,7
P/CF	5,0	3,4	2,5	1,7	9,2	9,2	8,9
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

**Free Cash Flow Yield - Vtion**

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	9,2	12,4	16,6	22,0	4,4	4,4	4,6
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	0,4	1,3	1,3
+ Steuern	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,0	1,0
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0	6,0	6,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>8,3</b>	<b>11,8</b>	<b>18,2</b>	<b>28,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-15,4%	-21,7%	-33,5%	-52,9%	-3,3%	3,2%	2,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>-54,1</b>	<b>-54,1</b>	<b>-54,1</b>	<b>-54,1</b>	<b>-44,9</b>	<b>-45,3</b>	<b>-42,9</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>83,3</b>	<b>117,6</b>	<b>181,5</b>	<b>286,5</b>	<b>14,6</b>	-	-
- Nettoverschuldung (Cash)	-99,0	-99,0	-99,0	-99,0	-89,7	-90,2	-87,7
- 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
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>182,3</b>	<b>216,6</b>	<b>280,5</b>	<b>385,5</b>	<b>104,3</b>	-	-
Aktienanzahl (Mio.)	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>11,46</b>	<b>13,62</b>	<b>17,64</b>	<b>24,25</b>	<b>6,56</b>	-	-
Premium (-) / Discount (+) in %	306,6%	383,0%	525,6%	759,8%	132,7%	-	-

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	10,26	11,91	15,01	20,09	6,35	-	-
	12,0%	10,59	12,39	15,74	21,24	6,41	-	-
Fairer	11,0%	10,99	12,95	16,60	22,61	6,48	-	-
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>11,46</b>	<b>13,62</b>	<b>17,64</b>	<b>24,25</b>	<b>6,56</b>	-	-
Yield	9,0%	12,05	14,44	18,91	26,25	6,66	-	-
	8,0%	12,78	15,47	20,50	28,75	6,79	-	-
	7,0%	13,71	16,79	22,53	31,97	6,95	-	-

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

**DCF Modell - Vtion**

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	70,0	65,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0
Veränderung	-31,1%	-7,1%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	5,0	4,1	4,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	2,7	2,7	2,0	2,0	2,0	2,0
EBIT-Marge	7,1%	6,3%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	18,6%	18,5%	17,9%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
NOPAT	4,0	3,3	3,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,1	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,5 0,7%	0,5 0,7%	0,5 0,7%	0,7 1,0%	0,7 1,0%	0,7 1,0%	1,0 1,5%	1,0 1,5%	1,0 1,5%	1,0 1,5%	1,0 1,5%	1,0 1,5%	1,0 1,5%	1,0 1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-11,1	1,6	-1,5	3,0	3,4	3,4	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-3,0	-6,0	-6,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	4,3%	9,2%	8,8%	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)	-9,6	-0,6	-3,5	5,2	5,7	5,7	5,3	2,6	2,1	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	3,00
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	18,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2024	0,5		
Terminal Value	0,9		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	102,0	Aktienzahl (Mio.)	15,90
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>103,3</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,50</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	<b>0,00%</b>	0,25%	0,50%	0,75%
19,50%	6,46	6,46	6,46	6,46	6,46	6,46	6,46
19,00%	6,48	6,48	6,48	6,48	6,48	6,48	6,48
18,75%	6,49	6,49	6,49	6,49	6,49	6,49	6,49
<b>18,50%</b>	6,50	6,50	6,50	<b>6,50</b>	6,50	6,50	6,50
18,25%	6,51	6,51	6,51	6,51	6,51	6,51	6,51
18,00%	6,52	6,52	6,52	6,52	6,52	6,52	6,52
17,50%	6,54	6,54	6,54	6,54	6,54	6,54	6,54

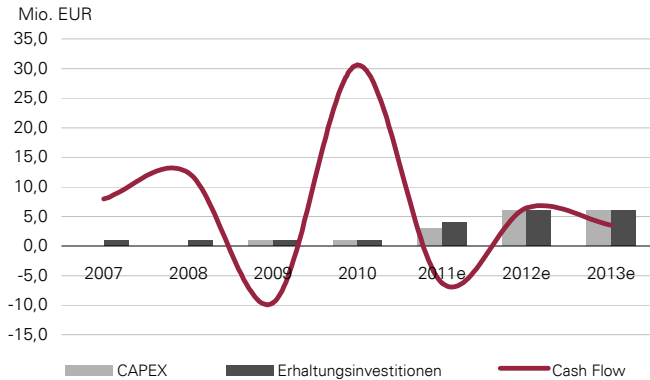
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
19,50%	6,18	6,27	6,37	6,46	6,56	6,65	6,74
19,00%	6,19	6,29	6,38	6,48	6,58	6,67	6,77
18,75%	6,20	6,29	6,39	6,49	6,59	6,68	6,78
<b>18,50%</b>	6,20	6,30	6,40	<b>6,50</b>	6,60	6,70	6,80
18,25%	6,21	6,31	6,41	6,51	6,61	6,71	6,81
18,00%	6,21	6,32	6,42	6,52	6,62	6,72	6,82
17,50%	6,23	6,33	6,44	6,54	6,65	6,75	6,85

Quelle: Warburg Research



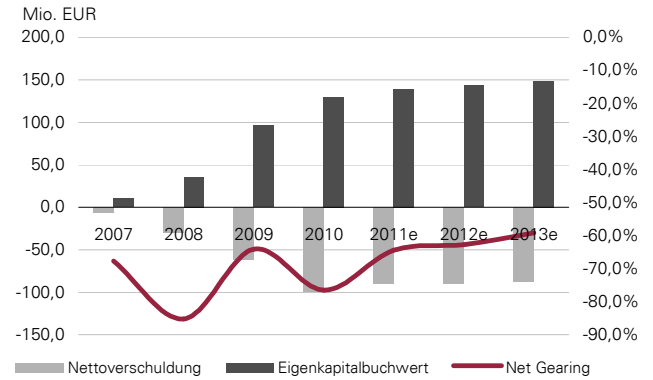
**Investitionen und Cash Flow - Vtion**



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

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

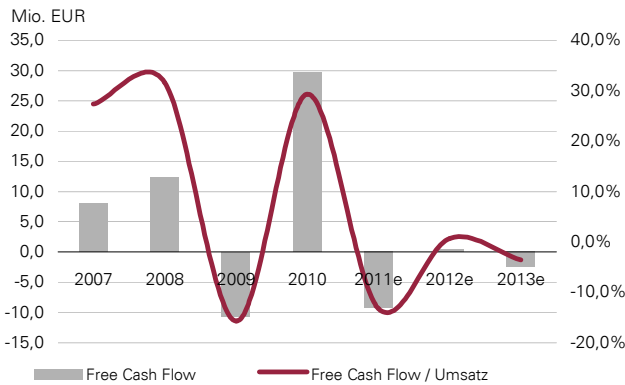
**Bilanzqualität - Vtion**



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

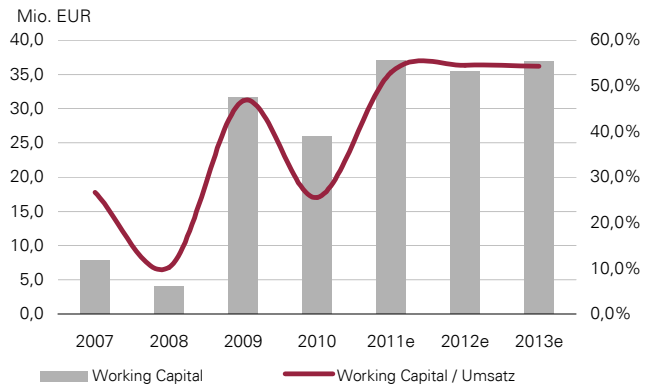
**Free Cash Flow Generation - Vtion**



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg 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

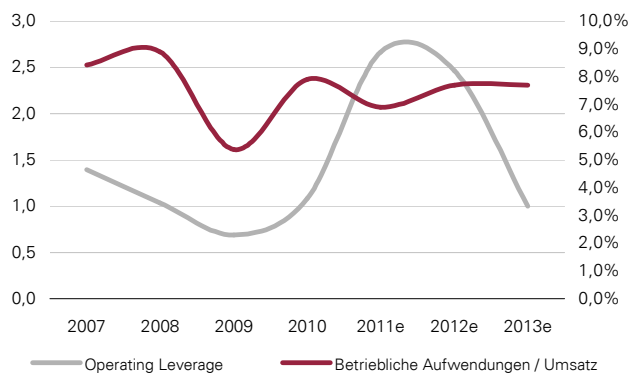
**Working Capital - Vtion**



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

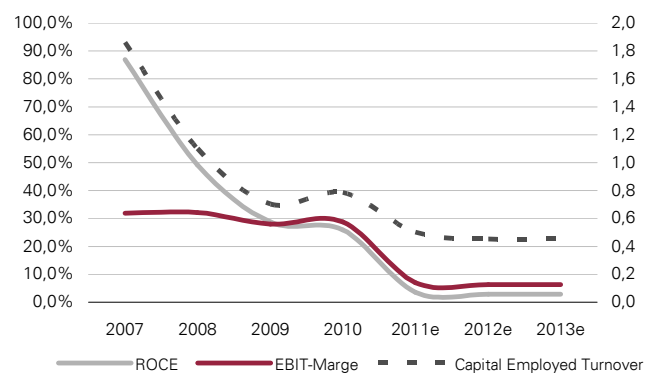
**Operating Leverage - Vtion**



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

- Operating Leverage begrenzt

**ROCE Entwicklung - Vtion**



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

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

---

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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.

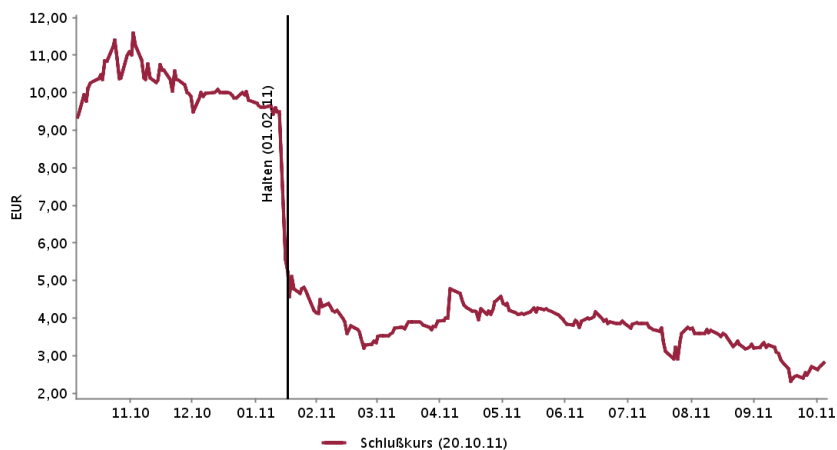
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>178</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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	107	76%
Halten	32	23%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>141</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Vtion Wireless Technology AG am 21.10.11**



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

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>
<b>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 <a href="mailto:ccohrs@warburg-research.com">ccohrs@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>
<b>Malte Räter</b>	+49 40 309537-185 <a href="mailto:mraether@warburg-research.com">mraether@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>

<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>
<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>
<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>
<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>
<b>Kerstin Tscherner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:ktscherner@mmwarburg.com">ktscherner@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 <a href="mailto:mniemann@mmwarburg.com">mniemann@mmwarburg.com</a>
<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>