

**Kaufen** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 8,00** (alt: 6,60)

**Kurs** EUR 3,57  
**Bloomberg** V33 GR  
**Reuters** V33G  
**Branche** Telecom/Internet

**Vtion bietet mobile Breitband-Datenlösungen in China an. Die Entwicklung und Vermarktung von mobilen Datenkarten stellen das Kerngeschäft des Unternehmens dar.**



Aktien Daten: 13.02.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 56,1 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR -49,8 Mio.  
**Buchwert:** EUR 135 Mio.  
**Aktienanzahl:** 15,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 62,5 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Awill Holdings 46,8 %  
 Freefloat 25,8 %  
 SCGC Capital H. 9,9 %  
 Hong Kong Vtion Tech. 6,3 %  
 Sunshine Century I. 3,1 %  
 Discover Capital GmbH 3,1 %

**Termine:**  
 Geschäftsbericht 2011 19.04.12  
 Zahlen Q1 14.05.12  
 HV 26.06.12  
 Zahlen Q2 13.08.12

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	70,0	10,0	68,0	17,6	67,0	14,9
<b>EBIT</b>	6,2	27,3	4,7	73,4	4,5	59,5
<b>EPS</b>	0,35	17,1	0,31	38,7	0,30	26,7

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 14.02.2012  
 Analyst: Malte Räther  
 +49 (40) 309537-185  
 mraether@warburg-research.com

## Vorläufiges Ergebnis FY 2011 - Neues Rating: Kaufen

Vtion hat nach vorläufigen Zahlen das untere Ende der Umsatz- und EBIT-Guidance (Umsatz: EUR 75 Mio. - EUR 100 Mio.; EBIT-Marge: 10%-12%) für das Geschäftsjahr 2011 erreicht, jedoch unsere Prognosen übertroffen. Für das Geschäftsjahr 2012 erwartet das Unternehmen einen Umsatz von EUR 80 Mio. – EUR 100 Mio. sowie eine EBIT-Marge von ca. 10%-12%.

Vtion - Q4 2011							
Angaben in Mio. EUR	Q4/11	Q4/11e	Q4/10	yoy	2011	2010	yoy
<b>Umsatz</b>	21,1	14,1	16,0	31,9%	77,0	101,7	-24,3%
<b>EBIT</b>	2,0	0,3	2,6	-20,6%	7,9	29,2	-72,9%
<b>Marge</b>	9,7%	2,1%	16,1%		10,3%	28,7%	

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

### Überraschend solides Q4/2011

Q4 fiel in der Vergangenheit deutlich schwächer aus als Q2 und Q3, da die wichtigsten Kunden des Unternehmens – China Mobile, China Unicom und China Telecom – ihre Nachfrage nach mobilen Datenkarten, der wichtigsten Produktgruppe von Vtion, in Q4 deutlich reduzierten. Vtion hat im Laufe des Geschäftsjahres 2011 zwei Tablet-PCs eingeführt, die nicht über die Vertriebskanäle der Telekommunikations-Provider, sondern über den Einzelhandel vertrieben werden. Insofern hingen die Umsatzerlöse weniger stark von der Nachfrage der Provider ab. Aus diesem Grund sollte das saisonale Muster in diesem Jahr nicht in der erwarteten Form aufgetreten sein.

### Anpassung der Schätzungen

Die Prognosen für das Geschäftsjahr 2012 werden auf Umatzebene um 18% auf EUR 80 Mio. und auf der EBIT-Ebene um 70% auf EUR 8,1 Mio. erhöht. Gründe hierfür sind, dass es Vtion schneller als erwartet zu gelingen scheint, neue Produkte im Markt zu etablieren und sich das Preis- und Nachfrageumfeld im Bereich der mobilen Datenkarten weniger stark als antizipiert abzuschwächen scheint.

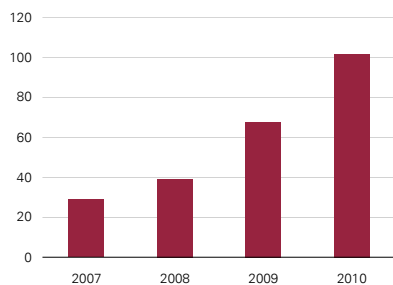
### Bewertung & Rating

Auf der Grundlage der adjustierten Schätzungen ergibt sich ein neues DCF-basiertes Kursziel von EUR 8. Die Vtion-Aktie notiert derzeit deutlich unter der Net-Cash Position pro Aktie (ca. EUR 7 per Q3/2011). Durch die Einführung der neuen Produkte konnte die Abhängigkeit von dem Datenkartengeschäft reduziert und die Geschäftsentwicklung insofern stabilisiert werden – ein weiterer massiver Umsatzeinbruch erscheint unwahrscheinlich. Vielmehr sollte das Unternehmen mittelfristig (1) auf der EBIT- und Nettogewinn-Ebene profitabel bleiben, (2) weiterhin einen positiven Cash Flow generieren und (3) die starke Bilanz beibehalten können (EK-Quote per Q3/2011: ca. 90%, keine Finanzverbindlichkeiten). Aus diesen Gründen wird die Vtion-Aktie mit einem Kurspotenzial von ca. 120% neu mit Kaufen (zuvor: Halten) eingestuft.

Geschäftsjahresende:	31.12.						
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	29,0	39,2	67,6	102	77,0	80,0	77,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	189,9 %	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-24,3 %	3,9 %	-3,8 %
<b>Bruttoergebnis</b>	11,7	16,1	22,6	37,3	14,0	14,4	13,5
<i>Bruttomarge</i>	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,7 %	18,2 %	18,0 %	17,5 %
<b>EBITDA</b>	9,3	12,8	19,0	29,7	8,5	8,8	7,8
<i>EBITDA-Marge</i>	32,2 %	32,6 %	28,3 %	29,2 %	11,1 %	11,0 %	10,1 %
<b>EBIT</b>	9,2	12,6	18,8	29,2	7,9	8,2	7,2
<i>EBIT-Marge</i>	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,7 %	10,3 %	10,2 %	9,3 %
<b>Jahresüberschuss</b>	9,2	12,4	16,4	22,0	6,4	7,7	6,7
<b>EPS</b>	0,80	1,13	1,31	1,38	0,41	0,43	0,38
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,69	1,13	-0,84	1,86	0,46	0,42	0,41
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,21	0,06	0,06	0,06
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	5,9 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
<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>	4,5	3,2	2,7	2,6	8,7	8,3	9,4
<b>ROCE</b>	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	6,0 %	5,9 %	5,0 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Entwicklung Umsatz**

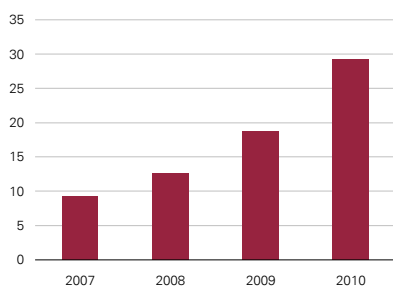
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

**Entwicklung EBIT**

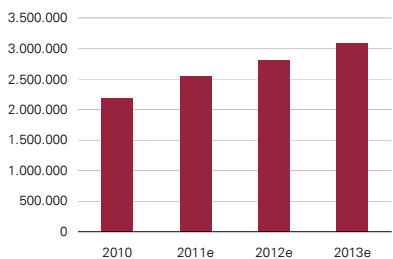
in EUR Mio.



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>77,0</b>	<b>80,0</b>	<b>77,0</b>
Herstellungskosten	17,3	23,1	45,1	64,4	63,0	65,6	63,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>11,7</b>	<b>16,1</b>	<b>22,6</b>	<b>37,3</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>	<b>13,5</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	2,3	2,5	2,5
Verwaltungskosten	1,3	2,6	2,0	3,7	4,5	4,8	4,9
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	0,4	0,8	1,0	1,0
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>29,7</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>9,3</b>	<b>12,7</b>	<b>18,9</b>	<b>29,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,5</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>29,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>
Zinserträge	0,2	0,3	0,2	0,7	2,0	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,3	0,5	0,2	3,9	2,5	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	-0,5	0,5	0,5
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>	<b>18,8</b>	<b>26,0</b>	<b>7,4</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</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>26,0</b>	<b>7,4</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</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>22,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</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>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>22,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</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>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>22,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</b>	<b>6,7</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 %	81,8 %	82,0 %	82,5 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>40,3 %</b>	<b>41,1 %</b>	<b>33,4 %</b>	<b>36,7 %</b>	<b>18,2 %</b>	<b>18,0 %</b>	<b>17,5 %</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 %	3,0 %	3,1 %	3,2 %
Verwaltungskosten	4,5 %	6,6 %	2,9 %	3,7 %	5,9 %	6,0 %	6,3 %
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>29,2 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>EBITA</b>	<b>32,1 %</b>	<b>32,4 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>28,9 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>9,7 %</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>28,8 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>9,3 %</b>
Zinserträge	0,8 %	0,7 %	0,3 %	0,7 %	2,6 %	0,6 %	0,7 %
Zinsaufwendungen	1,1 %	1,2 %	0,3 %	3,8 %	3,3 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,3 %	-0,5 %	-0,1 %	-3,2 %	-0,7 %	0,6 %	0,7 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>25,6 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>10,0 %</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>25,6 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>10,0 %</b>
Steuern gesamt	-0,1 %	0,0 %	3,5 %	4,0 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>8,7 %</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>21,6 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>8,7 %</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>21,6 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>8,7 %</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	1,3	1,5	1,7
davon übrige imm. VG	0,6	0,8	1,3	1,3	1,3	1,5	1,7
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	1,5	1,7	1,9
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>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>
Vorräte	2,3	4,9	3,8	3,6	3,9	4,0	3,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,1	6,4	34,8	32,6	36,9	38,4	36,9
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	100	106	112
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>25,8</b>	<b>49,8</b>	<b>108</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>162</b>	<b>166</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>26,6</b>	<b>51,0</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>157</b>	<b>165</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	54,8	60,8	65,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,4	3,3	2,1	13,5	16,3	16,4	16,3
Buchwert	10,4	35,6	96,0	129	135	141	146
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>135</b>	<b>141</b>	<b>146</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	16,9	18,6	17,9
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>22,0</b>	<b>23,7</b>	<b>23,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>26,6</b>	<b>51,0</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>157</b>	<b>165</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 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %
davon übrige imm. VG	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %
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 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %
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>1,8 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,1 %</b>
Vorräte	8,7 %	9,6 %	3,4 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,1 %	12,5 %	31,7 %	22,4 %	23,5 %	23,3 %	21,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,3 %	16,0 %	7,2 %	5,5 %	8,6 %	8,2 %	8,0 %
Liquide Mittel	46,0 %	59,5 %	55,9 %	68,0 %	63,7 %	64,2 %	65,8 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>97,1 %</b>	<b>97,6 %</b>	<b>98,2 %</b>	<b>98,3 %</b>	<b>98,2 %</b>	<b>98,0 %</b>	<b>97,9 %</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 %	10,2 %	9,7 %	9,4 %
Kapitalrücklage	0,0 %	14,9 %	43,8 %	33,1 %	30,6 %	29,2 %	28,4 %
Gewinnrücklagen	2,9 %	25,8 %	27,0 %	35,5 %	34,9 %	36,8 %	38,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,4 %	6,6 %	2,0 %	9,3 %	10,4 %	10,0 %	9,6 %
Buchwert	39,1 %	69,8 %	87,4 %	88,9 %	86,0 %	85,7 %	86,4 %
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>86,0 %</b>	<b>85,7 %</b>	<b>86,4 %</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 %	10,7 %	11,3 %	10,6 %
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>14,0 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>13,6 %</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	6,4	6,8	5,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
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>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>
Veränderung Vorräte	-0,7	-2,6	1,1	0,2	-0,3	-0,1	0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-7,5	3,8	-28,4	5,2	-4,3	-1,5	1,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4,2	3,4	0,0	0,0	5,7	1,7	-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	1,1	0,1	0,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>7,9</b>	<b>12,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>30,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>
CAPEX	0,0	0,0	-1,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0
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>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</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	-3,3	-0,8	-0,8
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,7	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>-6,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
Veränderung liquide Mittel	10,7	15,5	33,2	29,8	1,2	5,7	5,7
<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>100</b>	<b>106</b>	<b>112</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 %	7,9 %	7,8 %	8,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	150.254	174.116	433.583	546.565	318.182	330.579	318.182
EBITDA je Mitarbeiter	48.358	56.711	122.782	159.425	35.159	36.364	32.136
EBIT-Marge	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,7 %	10,3 %	10,2 %	9,3 %
EBITDA / Operating Assets	118,4 %	419,3 %	62,1 %	113,1 %	33,5 %	34,5 %	31,4 %
ROA	1197,3 %	995,4 %	852,6 %	858,7 %	223,0 %	209,1 %	162,9 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	161	79,5	107	81,4	50,0	46,5	40,3
Operating Assets Turnover	3,7	12,9	2,2	3,9	3,0	3,1	3,1
Capital Employed Turnover	1,9	1,1	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	6,0 %	5,9 %	5,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	87,8 %	49,9 %	29,1 %	26,3 %	6,4 %	6,4 %	5,4 %
ROE	88,1 %	34,8 %	17,2 %	17,0 %	4,8 %	4,8 %	4,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	4,9 %	4,9 %	4,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	4,9 %	4,9 %	4,1 %
ROIC	49,2 %	30,5 %	16,9 %	16,9 %	4,7 %	4,8 %	4,0 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	-7,0	-30,3	-61,5	-99,0	-100	-106	-112
Net Gearing	-67,7 %	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-74,0 %	-74,9 %	-76,2 %
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	7,1	6,9	7,3
Acid Test Ratio	1,5	2,9	7,5	8,6	6,8	6,7	7,0
EBITDA / Zinsaufwand	29,9	26,5	92,1	7,6	3,4	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	97,3	60,3	591,4	9,1	15,9	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	7,9	12,4	-10,6	29,8	7,2	6,5	6,4
Free Cash Flow / Umsatz	27,3 %	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	9,4 %	8,2 %	8,3 %
Adj. Free Cash Flow	8,3	11,8	18,2	28,7	7,0	7,3	6,3
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	27,7 %	28,8 %	23,1 %	20,4 %	4,6 %	6,8 %	5,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	86,5 %	100,0 %	-64,2 %	135,3 %	112,1 %	96,2 %	108,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	1,3 %	0,4 %	0,9 %	2,0 %	0,5 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	15,3 %	14,6 %	13,9 %	15,9 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	1,5 %	0,8 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	431,0 %	196,0 %	155,8 %	156,3 %	162,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,2 %	15,0 %	26,3 %	28,3 %	33,0 %	31,0 %	31,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	214,0 %	77,0 %	423,0 %	291,6 %	218,3 %	206,5 %	206,1 %
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	175	175	175
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	113	108	108
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	5,9 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
P/B	5,4	1,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
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	4,5	3,2	2,7	2,6	8,7	8,3	9,4
P/CF	6,2	4,3	3,2	2,1	8,0	7,5	8,6
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	6,4	6,8	5,9
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	-0,5	0,5	0,5
+ Steuern	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,9	1,8
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	1,5
+ 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>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-19,4%	-27,4%	-42,3%	-66,8%	-15,9%	-14,7%	-11,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>-42,9</b>	<b>-42,9</b>	<b>-42,9</b>	<b>-42,9</b>	<b>-44,1</b>	<b>-49,8</b>	<b>-55,5</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>83,3</b>	<b>117,6</b>	<b>181,5</b>	<b>286,5</b>	<b>70,1</b>	<b>73,0</b>	<b>62,8</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-99,0	-99,0	-99,0	-99,0	-100,2	-105,9	-111,5
- 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>170,3</b>	<b>178,9</b>	<b>174,3</b>
Aktienanzahl (Mio.)	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>11,61</b>	<b>13,79</b>	<b>17,87</b>	<b>24,55</b>	<b>10,84</b>	<b>11,39</b>	<b>11,10</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	225,2%	286,4%	400,5%	587,8%	203,8%	219,1%	211,0%

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

	13,0%	10,39	12,07	15,20	20,34	9,81	10,32	10,18
Fairer	12,0%	10,73	12,55	15,94	21,51	10,10	10,62	10,44
Free Cash Flow	11,0%	11,13	13,11	16,82	22,89	10,44	10,97	10,74
Yield	<b>10,0%</b>	<b>11,61</b>	<b>13,79</b>	<b>17,87</b>	<b>24,55</b>	<b>10,84</b>	<b>11,39</b>	<b>11,10</b>
	9,0%	12,20	14,63	19,15	26,58	11,34	11,91	11,55
	8,0%	12,94	15,67	20,76	29,12	11,96	12,55	12,10
	7,0%	13,89	17,00	22,82	32,38	12,76	13,38	12,82

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	77,0	80,0	77,0	75,5	74,0	72,5	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7
Veränderung	-24,3%	3,9%	-3,8%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	7,9	8,2	7,2	5,3	4,8	4,0	3,9	3,6	2,9	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2
EBIT-Marge	10,3%	10,2%	9,3%	7,0%	6,5%	5,5%	5,5%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	13,5%	21,7%	22,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	6,9	6,4	5,5	4,0	3,6	3,0	3,0	2,7	2,2	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,1	0,1	0,9	-0,3	0,5	0,5	0,2	-1,4	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Investitionsquote	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	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)	7,6	6,1	6,0	3,4	3,7	3,1	3,2	1,3	2,2	1,4	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	25,7		
Terminal Value	1,0		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	99,0	Aktienzahl (Mio.)	15,70
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>125,7</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,00</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%	7,96	7,96	7,96	7,96	7,96	7,96	7,97
19,00%	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98	7,99	7,99
18,75%	7,99	7,99	7,99	7,99	8,00	8,00	8,00
<b>18,50%</b>	8,00	8,00	8,00	<b>8,00</b>	8,01	8,01	8,01
18,25%	8,01	8,01	8,01	8,02	8,02	8,02	8,02
18,00%	8,02	8,03	8,03	8,03	8,03	8,03	8,03
17,50%	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05

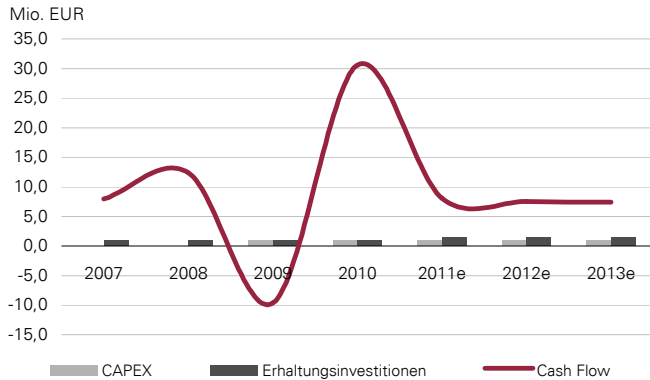
**Delta EBIT-Marge**

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%	7,62	7,74	7,85	7,96	8,08	8,19	8,30
19,00%	7,64	7,75	7,87	7,98	8,10	8,22	8,33
18,75%	7,64	7,76	7,88	7,99	8,11	8,23	8,35
<b>18,50%</b>	7,65	7,77	7,89	<b>8,00</b>	8,12	8,24	8,36
18,25%	7,66	7,78	7,90	8,02	8,14	8,26	8,37
18,00%	7,66	7,78	7,91	8,03	8,15	8,27	8,39
17,50%	7,68	7,80	7,93	8,05	8,17	8,30	8,42

Quelle: Warburg Research



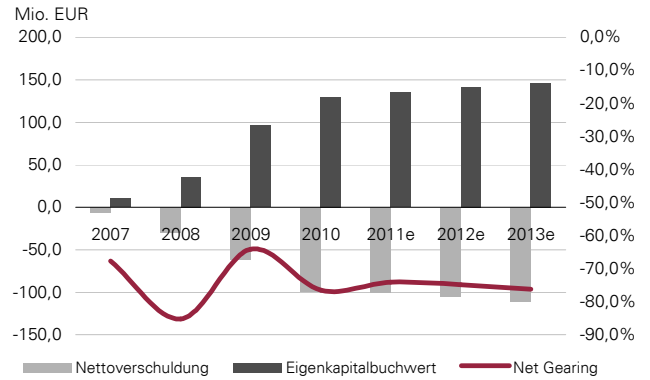
**Investitionen und Cash Flow - Vtion**



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

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote

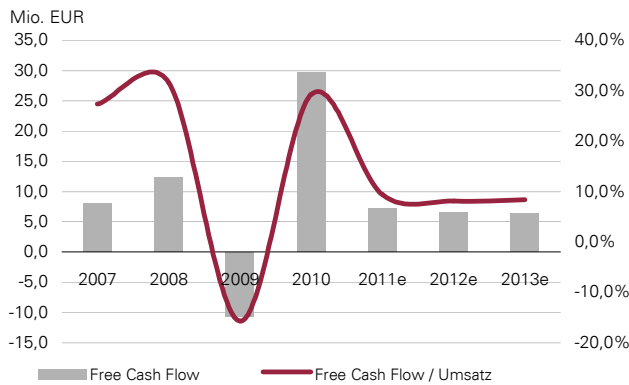
**Bilanzqualität - Vtion**



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

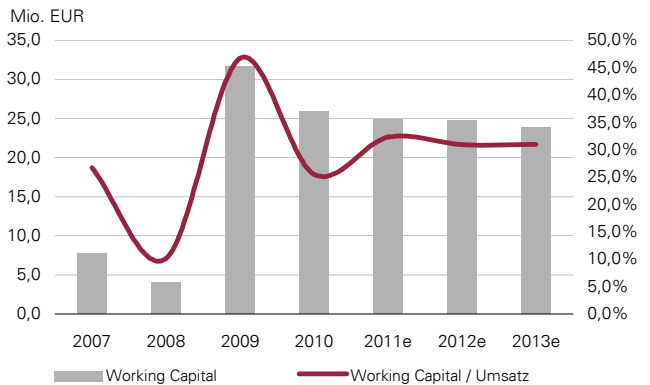
**Free Cash Flow Generation - Vtion**



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

- Ab 2011e Normalisierung der Working Capital Entwicklung

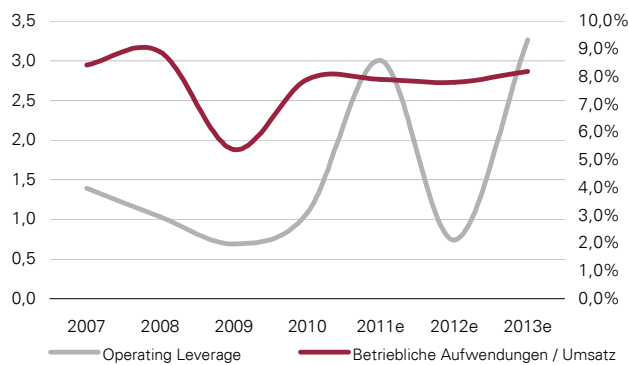
**Working Capital - Vtion**



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2011e

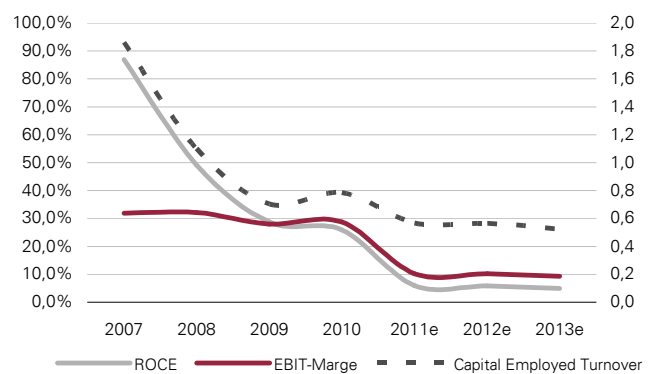
**Operating Leverage - Vtion**



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

- Operating Leverage begrenzt

**ROCE Entwicklung - Vtion**



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

- Rückgang der EBIT-Marge aufgrund von Problemen im Kerngeschäft
- Auf Grund der EK-Thesaurierung + sinkender EBIT-Marge 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	126	70%
Halten	45	25%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>181</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	98	70%
Halten	36	26%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>140</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Vtion Wireless Technology AG am 14.02.12**



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

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Malte Räter</b>	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com		
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Philippe Lorrain</b> Equity Sales	+49 40 3282-2664 plorrain@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Kerstin Tscherner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
		<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com