

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 8,50** (alt: 8,50)

**Kurs** EUR 3,51  
**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: 11.05.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 53,4 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR -76,3 Mio.  
**Buchwert:** EUR 145 Mio.  
**Aktienanzahl:** 15,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 56,2 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 %  
 Axxion S.A. 3,1 %

**Termine:**  
 HV 26.06.12  
 Zahlen Q2 13.08.12  
 Zahlen Q3 28.11.12

Änderung	2012e		2013e		2014e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	80,0	0	77,0	0	77,0	0
<b>EBIT</b>	8,2	0,0	7,3	0,0	6,8	0
<b>EPS</b>	0,42	0	0,38	0	0,36	0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 14.05.2012  
 Analyst: Malte Räther  
 +49 (40) 309537-185  
 mraether@warburg-research.com

## Zahlen Q1/12 - solider Start in das Geschäftsjahr 2012

Vtion hat über unseren Schätzungen liegende Ergebnisse für Q1/12 vorgelegt. Die Gesamtjahresguidance eines Umsatzes von EUR 80-100 Mio. und einer EBIT-Marge von 10%-12% wurde bestätigt.

Vtion - Q1 2012							
Angaben in Mio. EUR	Q1/12	Q1/12e	Q1/11	yoy	2012e	2011	yoy
<b>Umsatz</b>	17,8	15,0	12,6	41,4%	80,0	77,1	3,8%
<b>EBIT</b>	1,9	1,5	1,0	86,3%	8,2	7,9	3,0%
<i>Marge</i>	10,8%	9,8%	8,2%		10,2%	10,3%	
<b>Jahresüberschuss</b>	2,14	1,67	2,30	-7,2%	6,46	5,30	22,0%

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

**Umsatz:** Treiber des Umsatzwachstums waren Tablet PCs für Endverbraucher, die in Q1/11 noch nicht verkauft wurden, sowie mobile Router (Q1/12: EUR 4,3 Mio. vs. Q1/11 EUR 2 Mio.). Der Umsatz mit Datenkarten erhöhte sich um 3,5% yoy. Der Umsatzrückgang von ca. 16% gegenüber dem Vorquartal lässt sich vor allem auf saisonale Effekte zurückführen – aufgrund des chinesischen Neujahrs waren die Geschäfte im Januar für über eine Woche geschlossen.

**EBIT:** Die Verbesserung der EBIT-Marge um 2,6PP resultiert vor allem aus Skaleneffekten.

**Jahresüberschuss:** In Q1/11 profitierte Vtion von einem sehr starken Finanzergebnis durch günstige Wechselkurseffekte und eine niedrige Steuerquote (50% Steuerbefreiung für zwei Tochtergesellschaften). Da die Steuerquote höher (Ende der Steuerbefreiungsfrist) und die positiven Wechselkurseffekte weniger stark waren, verringerte sich der Jahresüberschuss um 7,2%.

**Free Cashflow:** In Q1/12 generierte Vtion einen FCF von ca. EUR 3,2 Mio. und damit einen FCF je Aktie von ca. EUR 0,2.

**Newsflow:** Vtion führt derzeit ein **Aktienrückkaufprogramm** von bis zu 1.589 Mio. Aktien durch. Per Mai 2012 wurden insgesamt ca. 0,9 Mio. Aktien zurückgekauft. Der weitere Rückkauf von ca. 0,7 Mio. Aktien sollte den Aktienkurs stützen. Darüber hinaus plant das Unternehmen die Ausschüttung einer Dividende von EUR 0,05 je Aktie.

Vtion befindet sich zurzeit in Verhandlungen mit **Telekommunikationsbetreibern über mögliche Investitionen in die Expansion von Telekommunikationsnetzen**. Weitere Nachrichten zu diesen Projekten können mit der Veröffentlichung der Q2/12-Ergebnisse erwartet werden. Eine weitere Intensivierung der Geschäftsbeziehungen mit den Telekommunikationsbetreibern **wäre ein deutlich positives Signal**.

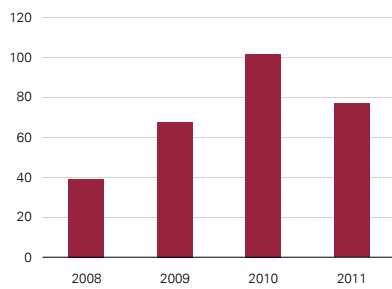
**Ausblick:** Vtion ist **auf einem guten Weg, unsere Gesamtjahresschätzungen zu erreichen** (Umsatz: EUR 80 Mio., EBIT-Marge: ca. 10%). Während sich die Umsatzwachstumsrate in den kommenden Quartalen aufgrund der höheren Vergleichsbasis verringern sollte, wird erwartet, dass der Umsatz absolut deutlich höher ausfällt, da sich das chinesische Neujahr in Q1 belastend ausgewirkt hat.

**Bewertung & Rating:** Die Vtion-Aktie notiert derzeit unter der Nettoliquidität je Aktie von EUR 8, obwohl das Unternehmen auf einem guten Weg ist, unsere Umsatz- (EUR 80 Mio.) und EBIT- (EUR 8,2 Mio.) Schätzungen zu erreichen. Das **Kursziel (EUR 8,50) und das Rating (Kaufen) werden bestätigt**.

Geschäftsjahresende:	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	39,2	67,6	102	77,1	80,0	77,0	77,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-24,2 %	3,8 %	-3,8 %	0,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	16,1	22,6	37,3	14,3	14,6	13,6	13,5
<i>Bruttomarge</i>	41,1 %	33,4 %	36,7 %	18,5 %	18,2 %	17,7 %	17,5 %
<b>EBITDA</b>	12,8	19,0	29,7	8,4	8,8	7,9	7,4
<i>EBITDA-Marge</i>	32,6 %	28,3 %	29,2 %	10,9 %	11,0 %	10,3 %	9,6 %
<b>EBIT</b>	12,6	18,8	29,2	7,9	8,2	7,3	6,8
<i>EBIT-Marge</i>	32,2 %	28,0 %	28,7 %	10,3 %	10,2 %	9,5 %	8,8 %
<b>Jahresüberschuss</b>	12,4	16,4	22,0	5,3	6,5	6,8	6,3
<b>EPS</b>	1,13	1,31	1,38	0,34	0,42	0,38	0,36
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	1,13	-0,84	1,86	1,45	0,39	0,31	0,38
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,21	0,05	0,06	0,06	0,05
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	6,0 %	1,4 %	1,7 %	1,7 %	1,4 %
<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>	3,1	2,7	2,5	10,3	8,3	9,2	9,7
<b>ROCE</b>	49,2 %	28,8 %	25,9 %	5,9 %	5,7 %	4,9 %	4,4 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Entwicklung Umsatz**

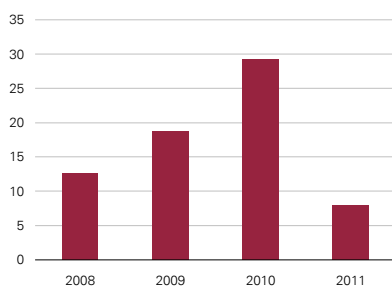
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

**Entwicklung EBIT**

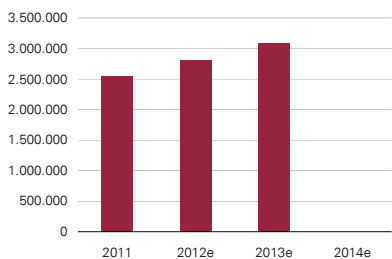
in EUR Mio.



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.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>39,2</b>	<b>67,6</b>	<b>102</b>	<b>77,1</b>	<b>80,0</b>	<b>77,0</b>	<b>77,0</b>
Herstellungskosten	23,1	45,1	64,4	62,8	65,4	63,4	63,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>16,1</b>	<b>22,6</b>	<b>37,3</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>	<b>13,6</b>	<b>13,5</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	1,4	2,0	4,7	2,0	2,1	2,2	2,4
Verwaltungskosten	2,6	2,0	3,7	4,5	4,7	4,6	4,6
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,5	0,3	0,4	0,1	0,4	0,5	0,3
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>12,8</b>	<b>19,0</b>	<b>29,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>12,7</b>	<b>18,9</b>	<b>29,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	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>12,6</b>	<b>18,8</b>	<b>29,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>
Zinserträge	0,3	0,2	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,5	0,2	3,9	1,4	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,2	0,0	-3,2	-0,8	0,5	0,5	0,5
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>12,4</b>	<b>18,8</b>	<b>26,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>12,4</b>	<b>18,8</b>	<b>26,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>
Steuern gesamt	0,0	2,3	4,0	1,9	2,2	1,0	1,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>22,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</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>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>22,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>22,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Vtion**

in % vom Umsatz

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<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	58,9 %	66,6 %	63,3 %	81,5 %	81,8 %	82,3 %	82,5 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>41,1 %</b>	<b>33,4 %</b>	<b>36,7 %</b>	<b>18,6 %</b>	<b>18,2 %</b>	<b>17,7 %</b>	<b>17,5 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	3,5 %	2,9 %	4,7 %	2,5 %	2,6 %	2,9 %	3,1 %
Verwaltungskosten	6,6 %	2,9 %	3,7 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,2 %	0,5 %	0,4 %	0,1 %	0,5 %	0,6 %	0,4 %
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>32,6 %</b>	<b>28,1 %</b>	<b>29,2 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>9,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>EBITA</b>	<b>32,4 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>28,9 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>9,2 %</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>32,2 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>28,8 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>8,8 %</b>
Zinserträge	0,7 %	0,3 %	0,7 %	0,9 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %
Zinsaufwendungen	1,2 %	0,3 %	3,8 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,5 %	-0,1 %	-3,2 %	-1,0 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31,6 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>25,6 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>9,5 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>31,6 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>25,6 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>9,5 %</b>
Steuern gesamt	0,0 %	3,5 %	4,0 %	2,4 %	2,8 %	1,3 %	1,3 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31,6 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,2 %</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>24,3 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,2 %</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>24,3 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,2 %</b>

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

**Bilanz Vtion**

in EUR Mio.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0
davon übrige imm. VG	0,8	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,5	0,6	1,2	1,1	1,3	1,5	1,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>
Vorräte	4,9	3,8	3,6	2,4	2,5	2,4	2,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,4	34,8	32,6	22,7	24,1	24,3	23,6
Sonstige Vermögensgegenstände	8,2	7,9	8,0	6,8	7,7	7,7	7,7
Liquide Mittel	30,3	61,5	99,0	125	130	134	138
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>49,8</b>	<b>108</b>	<b>143</b>	<b>156</b>	<b>164</b>	<b>168</b>	<b>172</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>51,0</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>159</b>	<b>167</b>	<b>171</b>	<b>176</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	11,5	16,0	16,0	15,2	15,2	15,2	15,2
Kapitalrücklage	7,6	48,2	48,2	46,2	46,2	46,2	46,2
Gewinnrücklagen	13,2	29,7	51,7	53,7	59,3	64,2	68,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,3	2,1	13,5	23,6	24,5	24,5	24,4
Buchwert	35,6	96,0	129	139	145	150	155
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>35,6</b>	<b>96,0</b>	<b>129</b>	<b>139</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>155</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	3,8	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,3	8,2	11,2	13,9	15,3	14,8	14,8
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3	5,0	4,7	5,9	5,9	5,9	5,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>16,3</b>	<b>20,3</b>	<b>21,6</b>	<b>21,1</b>	<b>21,1</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>51,0</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>159</b>	<b>167</b>	<b>171</b>	<b>176</b>

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

**Bilanz Vtion**

in % der Bilanzsumme

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
davon übrige imm. VG	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,0 %	0,6 %	0,9 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,1 %</b>
Vorräte	9,6 %	3,4 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,5 %	31,7 %	22,4 %	14,3 %	14,4 %	14,2 %	13,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	16,0 %	7,2 %	5,5 %	4,3 %	4,6 %	4,5 %	4,4 %
Liquide Mittel	59,5 %	55,9 %	68,0 %	78,3 %	77,7 %	77,9 %	78,7 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>97,6 %</b>	<b>98,2 %</b>	<b>98,3 %</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	22,5 %	14,5 %	11,0 %	9,6 %	9,1 %	8,9 %	8,7 %
Kapitalrücklage	14,9 %	43,8 %	33,1 %	29,1 %	27,7 %	27,0 %	26,3 %
Gewinnrücklagen	25,8 %	27,0 %	35,5 %	33,7 %	35,5 %	37,5 %	39,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,6 %	2,0 %	9,3 %	14,9 %	14,7 %	14,3 %	13,9 %
Buchwert	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,2 %	87,0 %	87,7 %	88,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>69,8 %</b>	<b>87,4 %</b>	<b>88,9 %</b>	<b>87,2 %</b>	<b>87,0 %</b>	<b>87,7 %</b>	<b>88,0 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	7,5 %	0,6 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16,2 %	7,5 %	7,7 %	8,8 %	9,2 %	8,6 %	8,4 %
Sonstige Verbindlichkeiten	6,5 %	4,5 %	3,3 %	3,7 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>30,2 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>12,0 %</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.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12,4	17,2	26,0	7,2	6,5	5,8	5,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,3	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	0,2	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	0,5	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>13,0</b>	<b>17,7</b>	<b>26,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>
Veränderung Vorräte	-2,6	1,1	0,2	1,2	-0,1	0,1	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,8	-28,4	5,2	9,8	-1,4	-0,2	0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	3,4	0,0	0,0	2,8	1,4	-0,5	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-5,2	0,0	-0,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	-27,4	4,4	15,5	-0,1	-0,6	0,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>12,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>30,6</b>	<b>23,1</b>	<b>7,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>
CAPEX	0,0	-1,0	-0,8	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,5	0,0	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>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-3,3	-0,8	-1,0	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	9,1	43,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,6</b>	<b>43,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>
Veränderung liquide Mittel	15,5	33,2	29,8	16,7	5,2	3,8	4,9
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>30,3</b>	<b>61,5</b>	<b>99,0</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>134</b>	<b>138</b>

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

## Kennzahlen Vtion

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,9 %	5,4 %	7,9 %	8,3 %	8,0 %	8,3 %	8,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	174.116	433.583	546.565	318.547	330.579	318.182	318.182
EBITDA je Mitarbeiter	56.711	122.782	159.425	34.730	36.364	32.614	30.546
EBIT-Marge	32,2 %	28,0 %	28,7 %	10,3 %	10,2 %	9,5 %	8,8 %
EBITDA / Operating Assets	419,3 %	62,1 %	113,1 %	68,6 %	70,0 %	59,1 %	57,5 %
ROA	995,4 %	852,6 %	858,7 %	200,8 %	215,5 %	170,8 %	147,2 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	79,5	107	81,4	68,7	61,5	51,6	45,7
Operating Assets Turnover	12,9	2,2	3,9	6,3	6,4	5,8	6,0
Capital Employed Turnover	1,1	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	49,2 %	28,8 %	25,9 %	5,9 %	5,7 %	4,9 %	4,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	49,9 %	29,1 %	26,3 %	6,3 %	6,2 %	5,3 %	4,9 %
ROE	34,8 %	17,2 %	17,0 %	3,8 %	4,4 %	3,8 %	3,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	3,9 %	3,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	3,9 %	3,6 %
ROIC	30,5 %	16,9 %	16,9 %	3,8 %	4,4 %	3,8 %	3,5 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-30,3	-61,5	-99,0	-125	-130	-134	-138
Net Gearing	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-89,7 %	-89,2 %	-88,9 %	-89,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	4,3	8,2	9,0	7,9	7,7	8,1	8,3
Acid Test Ratio	2,9	7,5	8,6	7,6	7,5	7,8	8,0
EBITDA / Zinsaufwand	26,5	92,1	7,6	5,9	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	60,3	591,4	9,1	10,3	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	12,4	-10,6	29,8	22,7	6,0	4,8	5,7
Free Cash Flow / Umsatz	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	29,4 %	7,5 %	6,2 %	7,5 %
Adj. Free Cash Flow	11,8	18,2	28,7	6,9	7,3	6,4	5,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	28,8 %	23,1 %	20,4 %	4,7 %	6,4 %	5,7 %	5,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	100,0 %	-64,2 %	135,3 %	428,7 %	92,3 %	83,0 %	105,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,3 %	0,4 %	0,9 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	15,3 %	14,8 %	14,1 %	15,8 %	14,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	0,0 %	1,5 %	0,8 %	0,5 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Maint. Capex / Umsatz	2,6 %	1,5 %	1,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	431,0 %	196,0 %	82,8 %	156,3 %	162,3 %	162,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	15,0 %	26,3 %	28,3 %	24,8 %	15,3 %	16,4 %	16,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	77,0 %	423,0 %	291,6 %	163,2 %	157,5 %	164,2 %	159,5 %
Inventory processing period (Tage)	45,5	20,3	13,0	11,2	11,2	11,2	11,2
Receivables collection period (Tage)	59,3	188	117	108	110	115	112
Payables payment period (Tage)	77,1	44,4	40,1	66,0	70,0	70,0	70,0
Cash conversion cycle (Tage)	23,8	163	89,7	52,7	51,1	56,1	53,1
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	6,0 %	1,4 %	1,7 %	1,7 %	1,4 %
P/B	1,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	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	3,1	2,7	2,5	10,3	8,3	9,2	9,7
P/CF	4,1	3,0	2,0	7,1	7,5	8,4	8,8
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	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	12,4	16,6	22,0	5,3	6,5	5,8	5,4
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
- Zinsergebnis (netto)	-0,2	0,0	-3,2	-0,8	0,5	0,5	0,5
+ Steuern	0,0	2,3	4,0	1,9	2,2	2,0	1,9
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,5	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>11,8</b>	<b>18,2</b>	<b>28,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-16,5%	-25,5%	-40,3%	-9,7%	-9,6%	-8,0%	-6,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>-71,1</b>	<b>-71,1</b>	<b>-71,1</b>	<b>-71,1</b>	<b>-76,3</b>	<b>-80,1</b>	<b>-85,0</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>117,6</b>	<b>181,5</b>	<b>286,5</b>	<b>69,0</b>	<b>73,0</b>	<b>63,9</b>	<b>58,9</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-124,5	-124,5	-124,5	-124,5	-129,7	-133,5	-138,4
- 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>242,1</b>	<b>306,1</b>	<b>411,0</b>	<b>193,6</b>	<b>202,7</b>	<b>197,4</b>	<b>197,3</b>
Aktienanzahl (Mio.)	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>15,89</b>	<b>20,09</b>	<b>26,98</b>	<b>12,71</b>	<b>13,31</b>	<b>12,96</b>	<b>12,95</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	353,5%	473,2%	669,9%	262,5%	279,6%	269,8%	269,6%

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

	13,0%	14,11	17,34	22,64	11,66	12,20	11,99	12,06
Fairer	12,0%	14,61	18,11	23,85	11,95	12,51	12,26	12,31
Free Cash Flow	11,0%	15,19	19,01	25,27	12,30	12,87	12,58	12,60
Yield	<b>10,0%</b>	<b>15,89</b>	<b>20,09</b>	<b>26,98</b>	<b>12,71</b>	<b>13,31</b>	<b>12,96</b>	<b>12,95</b>
	9,0%	16,75	21,42	29,08	13,21	13,84	13,43	13,38
	8,0%	17,82	23,07	31,69	13,84	14,50	14,01	13,92
	7,0%	19,20	25,20	35,05	14,65	15,36	14,76	14,61

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

**DCF Modell - Vtion**

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	80,0	77,0	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	3,8%	-3,8%	0,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	8,2	7,3	6,8	6,0	5,5	5,1	4,7	3,9	2,9	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2
EBIT-Marge	10,2%	9,5%	8,8%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	5,5%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	25,4%	25,7%	25,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	6,1	5,4	5,1	4,5	4,2	3,8	3,5	3,0	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	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,1	-0,6	0,7	-1,4	-1,2	-1,2	-2,0	-1,4	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	0,0	-1,4
- Investitionen	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Investitionsquote	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
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)	5,6	4,4	5,4	2,9	2,7	2,4	1,3	1,3	1,3	1,3	0,8	1,5	1,5	0,1

**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 2025	17,3		
Terminal Value	0,1		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	111,6	Aktienzahl (Mio.)	15,20
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>129,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,48</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%	8,46	8,46	8,46	8,46	8,46	8,46	8,46
19,00%	8,47	8,47	8,47	8,47	8,47	8,47	8,47
18,75%	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48
<b>18,50%</b>	8,48	8,48	8,48	<b>8,48</b>	8,48	8,48	8,48
18,25%	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49
18,00%	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
17,50%	8,51	8,51	8,51	8,51	8,51	8,51	8,52

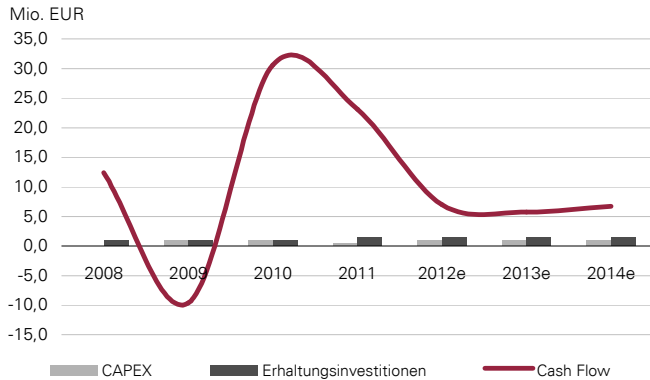
**Delta EBIT-Marge**

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%	8,16	8,26	8,36	8,46	8,56	8,66	8,76
19,00%	8,16	8,26	8,37	8,47	8,57	8,68	8,78
18,75%	8,17	8,27	8,37	8,48	8,58	8,69	8,79
<b>18,50%</b>	8,17	8,27	8,38	<b>8,48</b>	8,59	8,70	8,80
18,25%	8,17	8,28	8,39	8,49	8,60	8,71	8,81
18,00%	8,18	8,28	8,39	8,50	8,61	8,72	8,82
17,50%	8,18	8,29	8,40	8,51	8,63	8,74	8,85

Quelle: Warburg Research



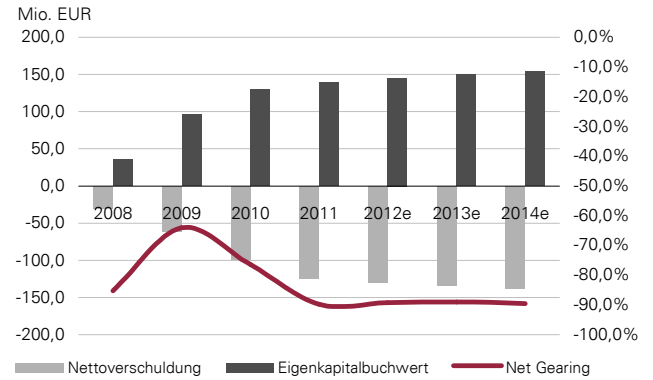
**Investitionen und Cash Flow - Vtion**



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

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote

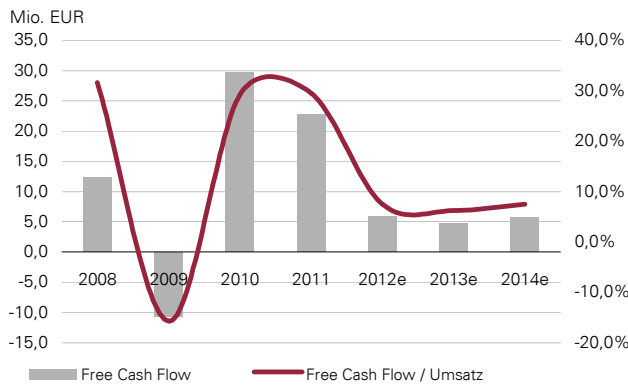
**Bilanzqualität - Vtion**



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

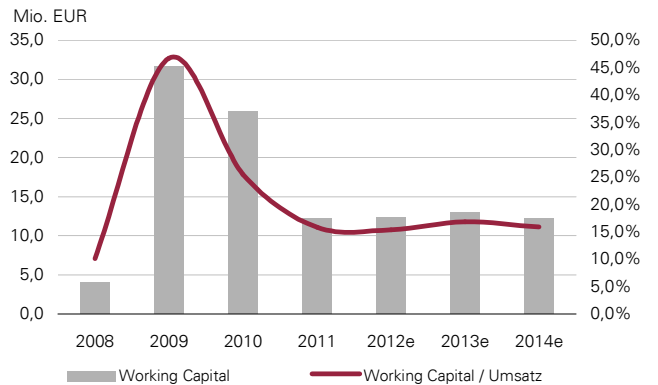
**Free Cash Flow Generation - Vtion**



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

- Stabiler FCF in 2012 e und 2013e

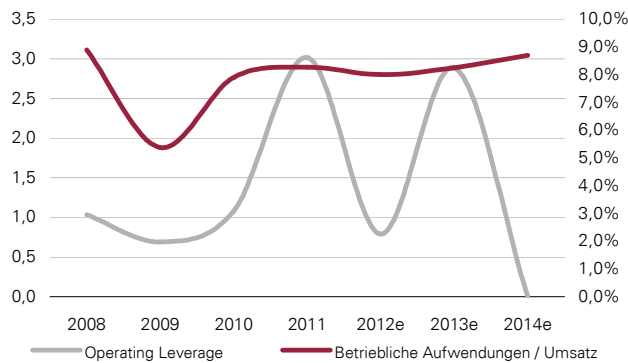
**Working Capital - Vtion**



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2011e

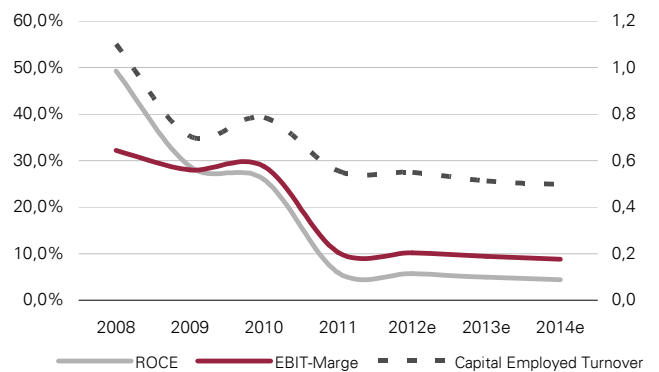
**Operating Leverage - Vtion**



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.

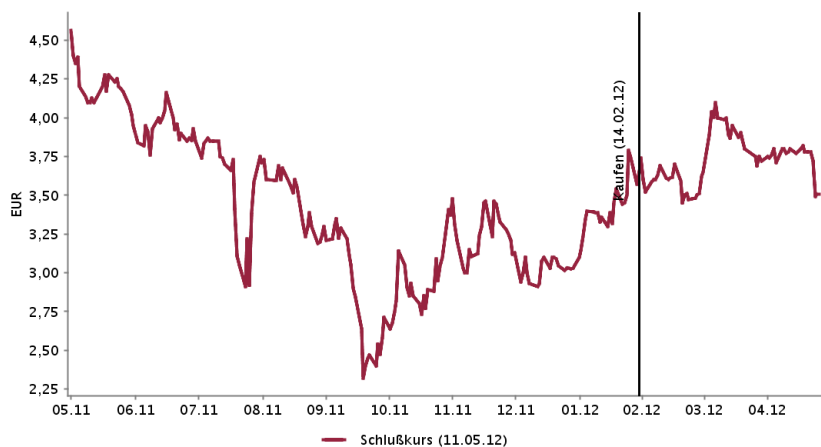
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	121	66%
Halten	52	28%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>184</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	69%
Halten	39	27%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>142</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Vtion Wireless Technology AG am 14.05.12**



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>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
<b>Malte Räter</b>	+49 40 309537-185 mraether@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>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

<b>Henner Rüscheimer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hruescheimer@warburg-research.com
<b>Roland Rapelius</b>	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@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 Merkel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
<b>Kerstin Tscherner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@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