

**Kaufen** (alt: Kaufen)

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

**Kurs** EUR 3,63  
**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: 23.02.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 57,0 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR -48,9 Mio.  
**Buchwert:** EUR 135 Mio.  
**Aktienanzahl:** 15,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 73,3 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:**  
 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>	77,0	0	80,0	0	77,0	0
<b>EBIT</b>	7,9	0	8,2	0,0	7,2	0
<b>EPS</b>	0,41	0	0,43	0	0,38	0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 24.02.2012  
 Analyst: Malte Rätber  
 +49 (40) 309537-185  
 mraether@warburg-research.com

## Turnaround durch Tablet-PCs und mobile Applikationen?

Die Vtion Wireless Technology AG (Vtion) ist Anbieter von mobilen Breitband-Datenlösungen in der Volksrepublik China. Das Kerngeschäft des Unternehmens besteht in der Entwicklung und Vermarktung von Mobilfunk-Datenkarten für alle gängigen Schnittstellenstandards und alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards. Im Zuge einer Diversifizierung des Produktportfolios hat das Unternehmen das Angebot um verschiedene neue Produkte, wie z.B. Mobilfunkrouter und Tablet-PCs ausgeweitet. Zudem beabsichtigt Vtion, sich im Markt für mobile Applikationen zu positionieren und betreibt hierfür eine eigene Plattform, die auch für Dritte geöffnet werden soll.

Die **Qualität im Wettbewerb** basiert auf

- den aus einer langjährigen Zusammenarbeit resultierenden **guten Geschäftsbeziehungen zu den drei chinesischen Mobilfunknetz-Betreibern**, China Mobile, China Unicom sowie China Telecom, über deren Vertriebskanäle Vtion einen Großteil der Produkte anbietet.
- einer schlanken und flexiblen Kostenstruktur**. Da Vtion sich auf die Entwicklung und Vermarktung der angebotenen Produkte konzentriert und die Produktion ausgelagert ist, hat das Unternehmen niedrige Fixkosten und kann Nachfrageschwankungen gut abfedern.

Bis vor ca. einem Jahr war Vtion nahezu ausschließlich auf die Entwicklung und Vermarktung von mobilen Datenkarten spezialisiert. Nachdem die Nachfrage nach Mobilfunk-Datenkarten Ende 2010 stark eingebrochen ist, hat das Unternehmen begonnen, das Angebot auszuweiten. Da Vtion in den **neuen Produktbereichen über wenig Erfahrung** verfügt und die adressierten Märkte eine im Vergleich zum oligopolistisch strukturierten Markt für mobile Datenkarten **ungleich höhere Wettbewerbsintensität** aufweisen, ist die nachhaltig erfolgreiche Etablierung der Produkte im Markt nicht garantiert. Insofern weist die operative Geschäftsentwicklung eine geringe Visibilität auf und ist mit hohen Unsicherheiten behaftet.

Im Bereich der mobilen Datenkarten ist von einem anhaltend schwachen Nachfrage- und Preisumfeld auszugehen. Die neuen Produktbereiche sollten den Umsatzrückgang bei den mobilen Datenkarten in den nächsten Jahren in etwa kompensieren. Daher sollte der Umsatz im Jahr 2012 ca. EUR 80 Mio. und in 2013 ca. EUR 77 Mio. betragen, wobei der Druck auf die Margen weiterhin anhalten sollte.

Der faire Wert der Aktie von EUR 8 basiert auf einem DCF-Ansatz. Derzeit wird die **Vtion-Aktie deutlich unter der Net Cash Position in Höhe von EUR 7** per 9M/2011 gehandelt. Durch die Ausweitung der Produktpalette konnte Vtion die Abhängigkeit von dem Datenkartengeschäft reduzieren und die operative Geschäftsentwicklung stabilisieren – ein weiterer massiver Umsatzeinbruch ist nicht zu erwarten. Vielmehr sollte Vtion dank der schlanken und flexiblen Kostenstruktur sowohl profitabel bleiben als auch weiterhin einen positiven Cash Flow generieren. Das Rating Kaufen wird mit einem derzeitigen Kurspotenzial von >100% bestätigt.

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	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.	5,8 %	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	2,8	2,6	8,9	8,4	9,6
<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.

---

<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>3</b>
Hohes Marktpotenzial für mobile Breitband-Datenlösungen in China	3
Strukturell schwieriges Marktumfeld im Bereich der mobilen Datenkarten	5
Gute Geschäftsbeziehungen zu den Netzbetreibern	5
Schwache Marktstellung im Tablet-PC Markt	5
Schlanke und flexible Kostenstruktur	6
Konklusion	6
<b>Finanzen</b>	<b>7</b>
Jüngste Performance & Umsatzmix	7
Bilanzqualität	9
Umsatz- und Ertragsentwicklung 2012-2013	10
<b>Bewertung</b>	<b>12</b>
Free Cash Flow Yield	12
DCF-Modell	13
Peer Group-Bewertung	14
Zusammenfassung	14
<b>Newsflow</b>	<b>16</b>
<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	<b>18</b>
Unternehmenshintergrund	18
Mobilfunkmarkt China	20
Management	21
Aktionärsstruktur	21
<b>Kennzahlen</b>	<b>23</b>

- **Hohes Marktpotenzial für mobile Breitband-Datenlösungen in China**
- **Strukturell schwieriges Marktumfeld im Bereich der mobilen Datenkarten**
- **Schwache Marktstellung im Tablet-PC Markt**
- **Gute Geschäftsbeziehungen zu den Netzbetreibern**
- **Flexible Kostenstruktur durch ausgelagerte Produktion**

## Hohes Marktpotenzial für mobile Breitband-Datenlösungen in China

Der chinesische Markt für mobile Breitband-Datenlösungen ist ein struktureller Wachstumsmarkt. Wichtige Nachfrage-Treiber für mobile Breitbandlösungen sind sowohl die Qualität der Mobilfunk-Infrastruktur als auch die Mobilfunk- und Internetpenetration sowie die mobile Internetpenetration.

### Mobilfunk-Infrastruktur

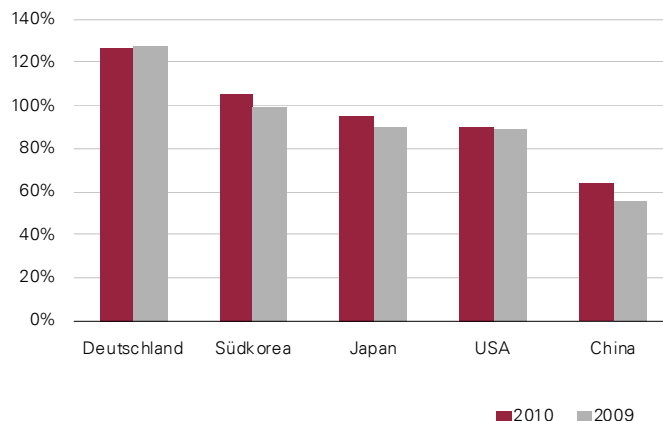
Anfang 2009 haben die drei chinesischen Mobilfunk-Provider China Unicom, China Mobile und China Telecom mit dem Aufbau der Mobilfunknetze der dritten Generation (3G) begonnen. Seitdem bauen sie diese kontinuierlich aus: In Q2/11 haben China Unicom und China Telecom 3,5G-Mobilfunknetze in Betrieb genommen, China Mobile beabsichtigt, 4G-Mobilfunknetze in 2012 in Betrieb zu nehmen. Durch die Ausweitung der Reichweite der 3G/3,5G-Mobilfunknetze verbessern die Provider die technische Grundlage für die mobile Internetnutzung. Da die Provider eine möglichst hohe Auslastung der Netze anstreben, haben sie ein starkes Interesse an einer schnellen Verbreitung von mobilen Breitband-Lösungen. Hierdurch sorgen sie für eine starke Nachfrage nach mobilen 3G/3,5G-fähigen Endgeräten.

### Mobilfunk-Penetration

Die Mobilfunkpenetration lag in China per Ende Oktober 2011 bei ca. 71%. Vergleicht man diesen Wert mit denjenigen aus Industriestaaten, zeigt sich ein weiteres Upsidepotenzial. In Deutschland beispielsweise wurden 2010 109 Mio. Mobilfunkanschlüsse gezählt, was einer Mobilfunkpenetration von 127% entspricht. Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die Mobilfunkpenetration in ausgewählten Ländern.

#### Mobilfunkpenetration

Mobilfunkverträge in % der Bevölkerung



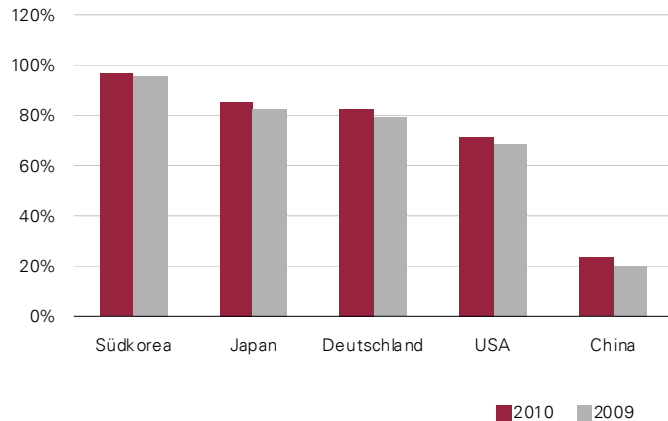
Quelle: Monitoring-Report Deutschland Digital 2011, Warburg Research

### Internetpenetration

Die Internetpenetration in China betrug Ende 2011 ca. 38%. Die untenstehende Grafik verdeutlicht, dass auch bezüglich der Verbreitung der Internetnutzung in China weiterhin Wachstumspotenzial besteht.

#### Internetpenetration

Internetanschlüsse in % aller Haushalte



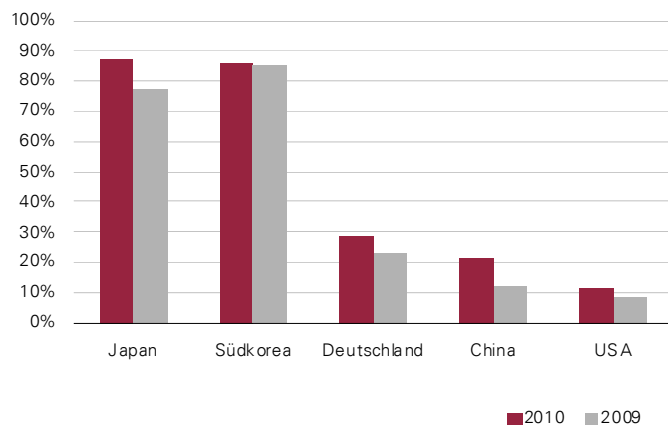
Quelle: Monitoring-Report Deutschland Digital 2011, Warburg Research

### Mobile Internetpenetration

Des Weiteren wird das Marktpotenzial für mobile Internetlösungen dadurch unterstrichen, dass in 2010 erst ca. 20% der Bevölkerung in China das Internet mobil genutzt haben. Betrachtet man etwa die mobilen Internetpenetrationsraten von Japan (2010: 88%) oder Südkorea (2010: 86%), ist ein weiterer Anstieg der Nutzerzahlen zu erwarten.

#### Mobile Internetpenetration

Anteil der mobilen Internetnutzer an der Bevölkerung in %



Quelle: Monitoring-Report Deutschland Digital 2011, Warburg Research

Angesichts der im internationalen Vergleich niedrigen Mobilfunk-, Internet- und mobilen Internetpenetrationsraten besteht weiterhin Marktpotenzial für internetfähige mobile Endgeräte in China. Die schnelle Verbreitung der mobilen Internetlösungen wird zudem durch die kontinuierliche Weiterentwicklung der Mobilfunknetze, die immer höhere Datenübertragungsleistungen ermöglichen und das Interesse der Provider, die Netze möglichst schnell zu füllen, unterstützt.

## Strukturell schwieriges Marktumfeld im Bereich der mobilen Datenkarten

Der Markt für mobile Datenkarten in China ist derzeit sowohl nachfrage- als auch angebotsseitig oligopolistisch geprägt. Ca. 90% der gesamten Nachfrage nach Datenkarten in China sind auf die drei Netzbetreiber, China Unicom, China Mobile und China Telecom zurückzuführen. Deren Nachfrage wird zu ca. 80% bis 90% von den drei großen Anbietern Vtion, Huawei Technologies Co., Ltd. und Zhong Xing Telecommunication Equipment Co., Ltd (ZTE) bedient – die verbleibenden 10% bis 20% teilen sich auf eine große Anzahl von Anbietern auf. Nach Huawei mit einem geschätzten Marktanteil von ca. 30%-35% und ZTE mit einem geschätzten Marktanteil von 25%-30% ist Vtion mit einem geschätzten Marktanteil von 20%-25% der drittgrößte Anbieter von mobilen Datenkarten in China.

Es ist jedoch festzustellen, dass die oben beschriebenen guten Wachstumsaussichten des Marktes für mobile Breitband-Datenlösungen nicht auf das Segment der mobilen Datenkarten zutreffen. Das Wachstumspotenzial im Bereich der mobilen Datenkarten, in dem Vtion im Wesentlichen operiert, ist seit Ende 2010 weitestgehend erschöpft. Zurückzuführen sind diese veränderten Marktbedingungen auf die Strategie der Mobilfunk-Netzbetreiber, China Unicom, China Mobile und China Telecom, verstärkt alternative Lösungen, wie Smartphones oder Tablet-PCs anstelle der Datenkarten zu vermarkten. Dies hat zu einem **signifikanten Preisverfall und einer deutlichen Abschwächung der Nachfrage nach Datenkarten** geführt.

Diese Entwicklung spiegelt sich bei Vtion klar auf der Umsatz-Ebene wider. Der Umsatz des Vtion Konzerns aus dem Verkauf der Mobilfunk-Datenkarten ist in dem Geschäftsjahr 2011 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 54% von EUR 93,4 Mio. auf EUR 43,2 Mio. (WRe) gesunken.

Eine Erholung des Datenkartengeschäfts ist aus dem oben genannten strukturellen Grund nicht zu erwarten. Zwar konnte Vtion durch die Einführung der 3,5G-Netzwerktechnologie in China in Q2/11 die Umsatzerlöse im Vergleich zu Q1/11 um ca. 56% auf EUR 13,4 Mio. erhöhen. Jedoch sind die Umsatzerlöse in dem saisonal stärksten dritten Quartal wieder um ca. 14% auf EUR 11,5 Mio. gesunken.

## Gute Geschäftsbeziehungen zu den Netzbetreibern

Eine wesentliche Stärke von Vtion besteht in den guten Geschäftsbeziehungen, die das Unternehmen zu den Mobilfunk-Betreibern hat. Diese sind das Ergebnis einer langjährigen erfolgreichen Zusammenarbeit im Bereich der mobilen Datenkarten, in der Vtion die Provider davon überzeugen konnte, ein verlässlicher Lieferant qualitativ hochwertiger Produkte zu sein. Vtion wird im Bereich der mobilen Datenkarten von China Unicom und China Telecom als Top-Tier Lieferant eingestuft (China Mobile veröffentlicht keine derartigen Lieferanten-Ratings). Auf der Grundlage dieser guten Geschäftsbeziehungen sollte Vtion die starke Wettbewerbsposition im Datenkartenmarkt sichern können. Im Rahmen der Etablierung der neuen Produkte sollte Vtion von diesen Geschäftsbeziehungen profitiert haben, da das Unternehmen alle Produkte bis auf die Tablet-PCs im Wesentlichen über die Vertriebskanäle der Provider verkauft. So betreibt Vtion beispielsweise im Rahmen des App-Geschäfts mit den drei Providern ein Shop-in-Shop-Modell.

Die Tablet-PCs vermarktet Vtion gegenwärtig noch durch Vertriebspartner sowie über den Einzelhandel. Das Unternehmen strebt jedoch an, die Geräte zukünftig über die Vertriebskanäle der Provider zu verkaufen.

## Schwache Marktstellung im Tablet-PC Markt

Im Gegensatz zum Datenkartenmarkt gehört der Tablet-PC-Markt zu den Wachstumssegmenten des Marktes für mobile Breitband-Datenlösungen. Vtion verfügt in diesem Bereich jedoch über eine schwache Marktstellung. Diese resultiert erstens daraus, dass Konkurrenten wie Apple, Samsung oder Lenovo eine deutlich höhere Markenbekanntheit, Skalenvorteile und mehr Erfahrung in diesem Produktbereich haben und zweitens, dass Vtion nicht auf das gewohnte

Vertriebsnetzwerk zurückgreifen kann. Die Strategie des Vtion-Konzerns für den Tablet-PC-Markt besteht darin, sich einerseits über den Preis und andererseits durch vorinstallierte Applikationen, z.B. für Modeaccessoires oder für Kosmetik von den Wettbewerbern zu differenzieren. Darüber hinaus strebt das Unternehmen an, Tablet-PC-Lösungen für den Geschäfts- und Firmenkundenbereich zu entwickeln und so die hohe Wettbewerbsintensität im allgemeinen Konsumentenmarkt partiell zu umgehen. Gegenwärtig befindet sich Vtion in Verhandlungen mit zwei Unternehmen der Versicherungsbranche über die Lieferung von speziell auf die Zwecke der Versicherungsgesellschaften zugeschnittenen Tablet-PCs. Angesichts der obengenannten Wettbewerbsnachteile kann es nicht als sicher angesehen werden, dass es dem Unternehmen gelingt, sich nachhaltig erfolgreich in diesem Segment des Marktes für mobile Breitband-Datenlösungen zu etablieren.

### Schlanke und flexible Kostenstruktur

Der Fokus des Vtion-Konzerns liegt auf dem Design, der Entwicklung sowie der Vermarktung der angebotenen Produkte. Die Produktion ist vollständig ausgelagert, es werden zudem regelmäßig Entwicklungsaufträge an Fremdanbieter vergeben. Hierdurch sind die Kosten des Unternehmens überwiegend variabel und das Unternehmen ist in der Lage, flexibel auf Nachfrageschwankungen zu reagieren – einerseits können die Liefermengen bei einer ansteigenden Nachfrage schnell erhöht werden, da nicht erst neue Produktionskapazitäten aufgebaut werden müssen, andererseits fallen bei einer sinkenden Nachfrage keine hohen Fixkosten an. Dies hat es dem Unternehmen ermöglicht, trotz des seit Q4/2010 schwachen Preis- und Nachfrageumfelds im Bereich der Mobilfunk-Datenkarten, auf der EBIT- und Nettogewinn-Ebene profitabel zu operieren.

### Konklusion

Vtion konnte den im Vergleich zum Vorjahr um ca. 50% niedrigeren Umsatz aus dem Kerngeschäft durch die Einführung von neuen Produkten teilweise ausgleichen, sodass der Rückgang des Gesamtumsatzes ca. 24% betragen hat. Ferner war das Unternehmen trotz des Umsatzeinbruchs auf der EBIT- und Nettogewinnebene profitabel.

Dies konnte erreicht werden durch...

- die **langjährigen, guten Geschäftsbeziehungen zu den Mobilfunk-Providern**, die eine wichtige Grundlage für die Etablierung der neuen Produkte bilden.
- die aus der **ausgelagerten Produktion resultierende schlanke Kostenstruktur**, die es dem Unternehmen ermöglicht hat, trotz des Umsatzeinbruchs profitabel zu bleiben.

Den Beleg dafür, neue strukturelle Wachstumssegmente des Marktes für mobile Breitband-Datenlösungen nachhaltig erfolgreich erschließen zu können und so an dem Wachstumspotenzial des Marktes in China zu partizipieren, muss Vtion jedoch erst noch erbringen. Die Geschäftsentwicklung des Unternehmens weist demzufolge derzeit eine geringe Visibilität auf.

- **Jüngste Performance & Umsatzmix**
- **Trotz struktureller Schwäche des Datenkartengeschäfts: Operativ profitabel**
- **Hohe Bilanzqualität: EK-Quote ~90% sowie hohe Nettoliquidität**
- **Umsatzstabilisierung und Stabilisierung der Profitabilität erwartet**

## Jüngste Performance & Umsatzmix

Zuletzt hat Vtion vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2011 veröffentlicht. Das Unternehmen hat das untere Ende der Umsatz- und EBIT-Guidance erreicht (Umsatz: EUR 75 Mio. - EUR 100 Mio.; EBIT-Marge: 10%-12%).

### Vtion - Q4 2011

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

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

### Umsatz- und EBIT-Entwicklung in Q4/2011

Der Umsatz in Q4/2011 ist im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um ca. 32% angestiegen, wobei das EBIT um ca. 21% gesunken ist. Der Umsatzanstieg ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Q4/2010 eine niedrige Vergleichsbasis darstellt, da Vtion die umsatzstärkste neue Produktgruppe – Tablet-PCs – erst seit Q3/11 anbietet. Der Grund für den EBIT-Rückgang ist im Wesentlichen, dass es im Laufe des Geschäftsjahres 2011 einen starken Preisdruck im Bereich der mobilen Datenkarten gab. Dieser ist das Resultat einer modifizierten Marktentwicklungsstrategie seitens der Mobilfunk-Provider, die darin besteht, statt den mobilen Datenkarten verstärkt andere internetfähige mobile Kommunikationsgeräte, wie Tablet-PCs oder Smartphones, zu vermarkten.

Sequenziell ist der Umsatz um 11,5% zurückgegangen, während die EBIT-Marge von 12,4% (Q3/2011) auf 9,7% (Q4/2011) gesunken ist. Der Rückgang des Umsatzes sowie der EBIT-Marge lässt sich auf saisonale Gründe zurückführen. Die Telekommunikations-Provider reduzieren ihre Nachfrage nach mobilen Datenkarten in Q4 in der Regel deutlich und fragen zudem verstärkt ältere, d.h. preiswerte Datenkarten nach.

### Umsatzmix und -entwicklung 2011

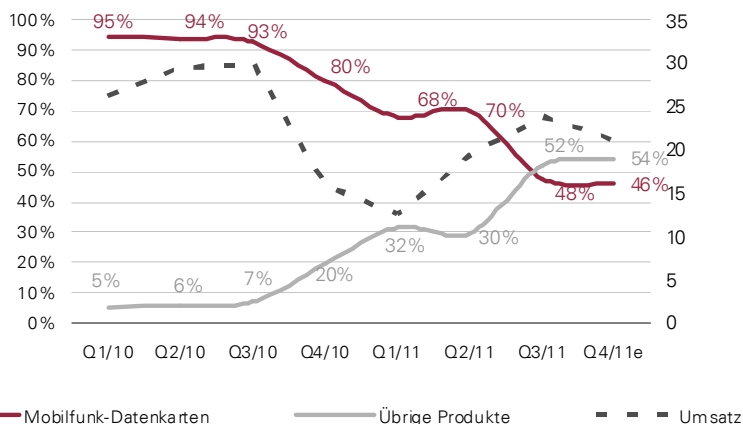
Im Geschäftsjahr 2011 ist der Umsatz gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 24,3% gesunken. Der Umsatzrückgang ist in erster Linie durch den strukturellen Nachfrage- und Preisrückgang im Bereich der Mobilfunk-Datenkarten zu erklären.

Die Umsatzerlöse aus dem Datenkartengeschäft allein sind im Jahresvergleich aufgrund der veränderten Marktbedingungen im Datenkarten-Markt von EUR 93,4 Mio. um ca. 50% auf EUR 43,2 Mio. (WRe) gesunken. Durch die Einführung der neuen Produkte – Tablet-PC, Mobilfunkrouter – konnte der Umsatzrückgang aus dem nach wie vor wichtigsten Geschäftsbereich teilweise ausgeglichen werden. Insbesondere das Geschäft mit dem Tablet-PC zeigte eine gute Performance.

Q3/2011 war das erste Quartal, in dem die Mobilfunkdatenkarten weniger als 50% zum Umsatz beigetragen haben.

### Umsatzentwicklung nach Produkttyp

Umsatz in EUR Mio.(rechts); Umsatzanteile in % (links)



Quellen: Vtion, Warburg Research

Aufgrund der beschriebenen strukturellen Probleme des Datenkartenmarktes sollte der Anteil des Datenkartengeschäfts am Gesamtumsatz weiter leicht abnehmen.

Die folgende Grafik zeigt eine Übersicht der Umsatzanteile der verschiedenen neuen Produkte seit Q4/2010.

### Umsatz der neueren Produkte nach Produkttyp

In Mio. EUR	Q4/10	Q1/11	Q2/11	Q3/11	Q4/11e
<b>Smartphones</b>					
Umsatz	1,1	1,0	1,2	1,5	1,0
In % des Gesamtumsatzes	7%	8%	6%	6%	5%
<b>E-Reader</b>					
Umsatz	0,4	1,4	1,3	0,1	0,0
In % des Gesamtumsatzes	3%	11%	7%	0%	0%
<b>Vpad Tablet-PC</b>					
Umsatz	0,0	0,0	0,6	6,3	6,0
In % des Gesamtumsatzes	0%	0%	3%	26%	28%
<b>Mobilfunk-Router</b>					
Umsatz	0,5	1,2	2,0	2,9	3,1
In % des Gesamtumsatzes	3%	10%	10%	12%	15%
<b>PCToTV</b>					
Umsatz	0,0	0,0	0,5	1,7	1,4
In % des Gesamtumsatzes	0%	0%	3%	7%	7%
<b>Umsatz Gesamt</b>	16,0	12,6	19,4	24,0	21,1
Davon neue Produkte (%)	13%	29%	29%	52%	54%

Quelle: Vtion, Warburg Research

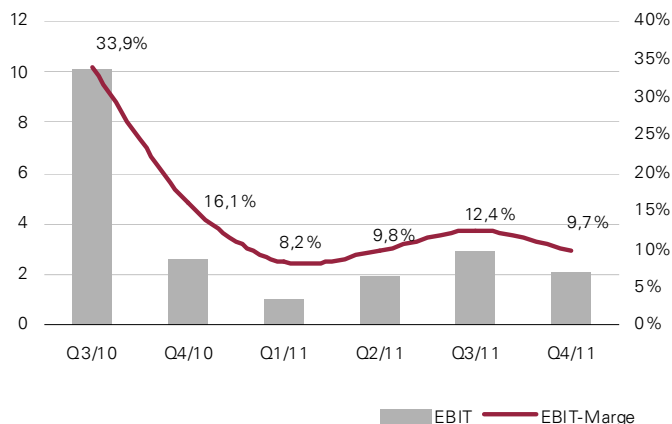
### EBIT-Entwicklung 2011

Trotz des schwachen Nachfrage- und Preisumfelds im Bereich der Mobilfunk-Datenkarten war Vtion im Geschäftsjahr 2011 auf der EBIT-Ebene profitabel. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ist das EBIT zwar um ca. 73% von EUR 29,2 Mio. auf EUR 7,2 Mio. und die EBIT-Marge von ca. 29% auf ca. 10% gesunken. Es ist jedoch festzustellen, dass die EBIT-Marge in den ersten drei Quartalen sukzessive angestiegen ist. Der Rückgang in Q4 ist auf die oben erläuterten saisonalen Gründe zurückzuführen. Der sukzessive Anstieg der EBIT-Marge hat unseres Erachtens zwei Gründe. Erstens haben China Unicom und China Telecom den Betrieb von Mobilfunknetzwerken begonnen, die auf 3,5G Technologien basieren (China Unicom: HSPA+, China Telecom: EVDO Rev. B) und dementsprechend Datenkarten der neuen Technologiegeneration nachgefragt. Durch den Verkauf der 3,5G-Datenkarten sollte im Vergleich zu den 3G-Datenkarten eine etwas höhere EBIT-Marge erzielt worden sein. Zweitens ist der Umsatzanteil der neuen Produkte im Laufe der ersten neun Monate des Geschäftsjahres kontinuierlich gestiegen. Dies sollte die EBIT-Marge ebenfalls positiv beeinflusst haben. Die folgende Grafik stellt die Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge dar.



### Entwicklung EBIT & EBIT-Marge

In EUR Mio.



Quellen: Vtion, Warburg Research

### Cash Flow-Entwicklung 9M 2011

Parallel zum Umsatz- und EBIT-Rückgang ist auch der Cash Flow aus der operativen Tätigkeit im Jahresvergleich deutlich gesunken. Dieser ist von ca. EUR 20 Mio. in den ersten neun Monaten 2010 um ca. 20% auf EUR 15,5 Mio. im gleichen Zeitraum dieses Jahres zurückgegangen.

Da Vtion die Produktion ausgelagert hat, tätigt das Unternehmen keine nennenswerten Auszahlungen für Investitionsgüter. Der Cash Flow aus der Investitionstätigkeit ist demzufolge gemessen am gesamten Cash Flow derzeit vernachlässigbar niedrig.

Das gegenwärtige Aktienrückkaufprogramm sowie die Dividendenzahlung (Q2/2011) erklären den negativen Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit.

#### Cash Flow Entwicklung

in EUR Mio.

	Q3/2010	Q4/2010	Q1/11	Q2/11	Q3/11
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	1,3	11,1	10,2	-0,8	6,2
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	0	0,0	0,0	-4,4	-0,9
Veränderung liquide Mittel	1,3	11,0	10,1	-5,3	5,3
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	-9,7	4,4	-5,1	-0,6	8,0
<b>Entbestand liquide Mittel</b>	83,6	99,0	104,0	98,2	111,5

Quellen: Vtion, Warburg Research

### Bilanzqualität

Per 9M/2011 betrug die Bilanzsumme ca. EUR 148 Mio. Die Bilanz des Vtion-Konzerns weist angesichts einer EK-Quote von ca. 90% der Bilanzsumme eine hohe Qualität auf, die dadurch unterstrichen wird, dass Vtion keine Finanzverbindlichkeiten hat.

Das Geschäftsmodell von Vtion ist wenig kapitalintensiv, da das Unternehmen, wie oben erläutert, keine eigenen Produktionsanlagen vorhält. Dies erklärt den niedrigen Anteil des Anlagevermögens an der Bilanzsumme. Die größten Posten des Umlaufvermögens sind die liquiden Mittel sowie die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Erstere betragen ca. EUR 111 Mio. oder EUR 7 pro Aktie und stellen mit einem Anteil von ca. 75% den größten Posten der Aktivseite dar. Letztere belaufen sich auf ca. EUR 27 Mio. und machen ~17% der Bilanzsumme aus.

**Bilanz Vtion**

Per 9M/2011; in % der Bilanzsumme

<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,3%</b>	<b>Eigenkapital</b>	<b>88,9%</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>97,7%</b>	<b>Fremdkapital</b>	<b>11,1%</b>
Forderungen aus LuL	17,3%	Verbindlichkeiten aus LuL	7,7%
Liquide Mittel	75,1%	Sonstiges Fremdkapital	3,4%
Sonstiges UV	5,5%		

Quelle: Vtion, Warburg Research

**Dividende**

Vtion ist gegenwärtig überkapitalisiert – der hohe Bestand an liquiden Mitteln wird für das operative Geschäft derzeit nicht benötigt. Dennoch besteht die Dividendenpolitik des Unternehmens darin, nur ca. 15% des Jahresüberschusses auszuschütten – eine Sonderdividende ist jedenfalls für das Geschäftsjahr 2011 nicht vorgesehen. Stattdessen kauft das Unternehmen gegenwärtig Aktien in Höhe von bis zu 10% des Grundkapitals, also bis zu 1,598 Mio. Aktien zurück.

Die Zahlung von Sonderdividenden halten wir aus zwei Gründen für wenig wahrscheinlich. Erstens hat der Vorstand mehrfach betont, hohe Liquiditätsreserven seien aufgrund der unsicheren Geschäftsentwicklung notwendig. Zweitens möchte der CEO, der ca. 50% der Aktien besitzt, nicht den Eindruck erwecken, er würde Liquidität aus dem Unternehmen abziehen und für sich selbst vereinnahmen.

**Umsatz- und Ertragsentwicklung 2012-2013****Umsatzentwicklung**

Die Umsatzerlöse aus dem Verkauf der mobilen Datenkarten sollten in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 leicht sinken, da das Nachfrage- und Preisumfeld in diesem Geschäftssegment weiterhin schwach bleiben sollte.

Das Unternehmen sollte jedoch an dem Wachstumspotenzial für mobile Breitband-Lösungen in China durch die Produktgruppen Tablet-PCs und mobile Netzwerkgeräte (Router, PCtoTV) partizipieren können. Dementsprechend erwarten wir aus diesen Bereichen steigende Umsatzbeiträge. Auf der Grundlage dieser Erwartungen gehen wir insgesamt für das Geschäftsjahr 2012 von leicht steigenden Umsatzerlösen und für das Geschäftsjahr 2013 von leicht rückläufigen Umsatzerlösen aus.

**Gewinn- und Verlustrechnung Vtion**

in Mio. EUR	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
<b>Umsatz</b>	<b>101,7</b>	<b>77,0</b>	<b>80,0</b>	<b>77,0</b>
Veränderung yoy	50,3%	-24,3%	3,9%	-3,8%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>37,3</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>	<b>13,5</b>
Marge	36,7%	18,2%	18,0%	17,5%
<b>EBIT</b>	<b>29,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>
Marge	28,7%	10,3%	10,2%	9,3%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>22,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>
Marge	21,6%	8,4%	8,5%	7,7%

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

**Kostenstruktur**

Die größte Kostenposition sind die Umsatzkosten (in der Tabelle: Herstellungskosten). Diese umfassen im Wesentlichen die Kosten für die externe Produktion, die Entwicklungskosten sowie die Kosten des Materialeinkaufs. In 2011 gehen wir von einer Bruttomarge in Höhe von ~18% aus. Diese sollte in den zwei kommenden

Geschäftsjahren etwas sinken. Erstens besteht im Bereich der Datenkarten, die auch in 2012 und 2013 die wichtigste Produktgruppe des Unternehmens darstellen, weiterhin Preisdruck. Zweitens sollten auch durch die Tablet-PCs, die die zweitwichtigste Produktgruppe werden sollten, keine wesentlich höheren Bruttomargen erzielt werden können.

Die Vertriebs- und Verwaltungskosten sind eher gering. Für 2011 schätzen wir, dass die Verwaltungskosten ~6% und die Vertriebskosten ~3% des Umsatzes betragen werden. Die Kostenquoten sollten sich in 2012 und 2013 nicht wesentlich verändern.

<b>Kostenquoten Vtion</b>				
in % vom Umsatz	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
Herstellungskosten	63,3%	81,8%	82,0%	82,5%
Vertriebskosten	4,7%	3,0%	3,1%	3,2%
Verwaltungskosten	3,7%	5,9%	6,0%	6,3%

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

Da die Umsatzkosten, die sich im Wesentlichen aus variablen Kosten zusammensetzen, die größte Kostenposition darstellen, hat Vtion **eine sehr flexible Kostenstruktur**. Die Vertriebs- und Verwaltungskosten, die überwiegend fixe Kosten sind, sind eher gering. Das Verlustpotenzial ist demzufolge ebenfalls niedrig. So betragen die Personalkosten im Geschäftsjahr 2011 gerade einmal EUR 2 Mio. (WRe).

### **EBIT-Entwicklung**

Aus den Schätzungen für die verschiedenen Kostenarten ergeben sich für 2012-2013 erwartete EBIT-Margen von ~10% und ~9,5%. Bezüglich dieser Schätzungen bestehen folgende Risiken:

- Das Preis- und Nachfrageumfeld im Bereich der mobilen Datenkarten entwickelt sich schwächer als erwartet. Nicht auszuschließen ist, dass sich die drei Mobilfunknetzbetreiber im Rahmen der Marktentwicklungsstrategien, die Anfang 2012 festgelegt werden, stärker als erwartet auf alternative mobile internetfähige Endgeräte konzentrieren.
- Die Identifikation von Nischen im **Tablet-PC Markt verläuft nicht erfolgreich**. Der Markt für Tablet-PCs in China ist **sehr wettbewerbsintensiv**. Sofern es Vtion nicht gelingt, (1) geeignete Nischen zu identifizieren, (2) sich durch vorinstallierte Applikationen im Segment der Tablet-PCs von Wettbewerbern zu differenzieren, und (3) sich im B2B-Geschäft zu etablieren, sollte die EBIT-Marge in diesem Segment niedriger als antizipiert ausfallen.

- Alle Bewertungsmodelle indizieren eine Unterbewertung
- Das FCFY Modell bildet die mittelfristigen Risiken nicht adäquat ab
- Peer-Group Bewertung hat eine geringe Aussagekraft
- Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von EUR 8

## Free Cash Flow Yield

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

### 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	-19,6%	-27,7%	-42,8%	-67,5%	-16,1%	-14,8%	-11,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,4</b>	<b>-43,7</b>	<b>-49,3</b>	<b>-55,0</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 %	222,5%	283,2%	396,3%	582,0%	201,2%	216,5%	208,4%

### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	10,39	12,07	15,20	20,34	9,81	10,32	10,18
	12,0%	10,73	12,55	15,94	21,51	10,10	10,62	10,44
Fairer	11,0%	11,13	13,11	16,82	22,89	10,44	10,97	10,74
Free Cash Flow	<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>
Yield	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)

Auf Basis des FCFY Modells für die Jahre 2012e und 2013e ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von ca. EUR 11. Da die Margenniveaus jedoch nach 2013 weiter fallen sollten, lassen sich die mittelfristigen Risiken des Geschäftsmodells auf der Grundlage des FCFY nicht angemessen abbilden. Insofern eignet sich das FCFY Modells weniger gut zur Bestimmung des fairen Wertes.

### DCF-Modell

Auf der Grundlage eines DCF-Modells lassen sich die mittelfristigen Risiken des Geschäftsmodells am besten abbilden. Wir gehen davon aus, dass Vtion ab 2014 auf der Umsatzebene nicht mehr wächst und die EBIT-Marge sukzessive auf 3% sinkt. Diese Einschätzungen beruhen einerseits auf der Erwartung, dass weiterhin Druck auf die Verkaufspreise der mobilen Datenkarten besteht und die Nachfrage in diesem Bereich schwach bleibt. Andererseits sind eine Verbesserung der EBIT-Margen und Wachstumsimpulse angesichts der hohen Wettbewerbsintensität in den Märkten für Tablet-PCs und mobile Applikationen nicht zu erwarten.

Der WACC von 18,5% setzt sich aus den untenstehenden Modellparametern zusammen. Das hohe Beta von 3 ergibt sich aus der sehr niedrigen Visibilität der operativen Geschäftsentwicklung und der geringen Liquidität der Aktie.

Auf der Grundlage dieser Annahmen indiziert das DCF-Modell einen fairen Wert der Vtion Aktie von EUR 8.

#### 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 0,8%	0,6 0,8%	0,6 0,8%	0,8 1,0%	0,7 1,0%	0,7 1,0%	1,1 1,5%	1,1 1,5%	1,1 1,5%	1,1 1,5%	1,1 1,5%	1,1 1,5%	1,1 1,5%	1,1 1,5%
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								Delta EBIT-Marge							
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
19,50%	7,96	7,96	7,96	7,96	7,96	7,96	7,97	19,50%	7,62	7,74	7,85	7,96	8,08	8,19	8,30
19,00%	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98	7,99	7,99	19,00%	7,64	7,75	7,87	7,98	8,10	8,22	8,33
18,75%	7,99	7,99	7,99	7,99	8,00	8,00	8,00	18,75%	7,64	7,76	7,88	7,99	8,11	8,23	8,35
<b>18,50%</b>	8,00	8,00	8,00	<b>8,00</b>	8,01	8,01	8,01	<b>18,50%</b>	7,65	7,77	7,89	<b>8,00</b>	8,12	8,24	8,36
18,25%	8,01	8,01	8,01	8,02	8,02	8,02	8,02	18,25%	7,66	7,78	7,90	8,02	8,14	8,26	8,37
18,00%	8,02	8,03	8,03	8,03	8,03	8,03	8,03	18,00%	7,66	7,78	7,91	8,03	8,15	8,27	8,39
17,50%	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	17,50%	7,68	7,80	7,93	8,05	8,17	8,30	8,42

Quelle: Warburg Research

## Peer Group-Bewertung

Für den Peer Group Vergleich wurden drei Unternehmen herangezogen, die ähnlich wie Vtion einen Großteil der Umsätze durch mobile Datenkarten erzielen.

### Sierra Wireless (Kanada)

Mitarbeiter: ~850

Sierra Wireless bietet u.a. mobile Datenkarten, Router und „embedded“ Module. Ferner ist das global agierende Unternehmen im Bereich der machine-to-machine (M2M) Kommunikation aktiv.

### Novatel Wireless (USA)

Mitarbeiter: ~500

Das Produktportfolio des global agierenden Unternehmens umfasst ebenfalls u.a. mobile Datenkarten, Router sowie „embedded“ Module. Darüber hinaus ist das Unternehmen wie Sierra Wireless im Bereich der M2M Kommunikation aktiv.

### Option N.V. (Belgien)

Mitarbeiter: ~240

Das Unternehmen ist u.a. Anbieter von mobilen Datenkarten, „embedded“ Modulen und Software-Lösungen.

Die folgende Übersicht stellt die Konsensschätzungen für die Vergleichsunternehmen dar.

### Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS		BPS 12e	Umsatz		EBITDA		EBIT	
					12e	13e		12e	13e	12e	13e	12e	13e
Novatel Wireless	USD	3,28	105,2	16,3	0,06	0,38	5,55	434,4	484,8	9,0	3,4	4,5	20,4
Option NV	EUR	0,61	50,3	9,5	-0,06	-0,34	-0,06	49,4	24,3	4,7	-18,4	-4,3	n.a.
Sierra Wireless	USD	7,62	238,6	153,0	0,58	0,76	8,94	625,6	678,2	37,9	42,5	11,5	15,6
<b>Vtion</b>	<b>EUR</b>	<b>3,60</b>	<b>56,5</b>	<b>-43,7</b>	<b>0,43</b>	<b>0,38</b>	<b>9,00</b>	<b>80,0</b>	<b>77,0</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>

Quellen: Warburg Research, Bloomberg

Die Aussagekraft der EV-Multiplikatoren ist eingeschränkt, da das operative Geschäft von Vtion derzeit mit einem negativen Wert eingestuft wird und EV-Multiplikatoren deshalb nicht anwendbar sind. Auf der Grundlage der KGVs 12e und 13e zeigt sich im Durchschnitt eine Unterbewertung von 150%. Diese Unterbewertung wird durch das KBV 12e unterstützt, das ein Upside von 79% indiziert.

### Peer-Group Vtion

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV		KBV 12e	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT	
					12e	13e		12e	13e	12e	13e	12e	13e
Novatel Wireless	USD	3,28	105,2	16,3	54,67	8,75	0,59	0,04	0,03	1,82	4,86	3,67	0,80
Option NV	EUR	0,61	50,3	8,6	neg.	neg.	neg.	0,18	0,36	1,84	neg.	neg.	n.a.
Sierra Wireless	USD	7,62	238,6	153,0	13,16	9,99	0,85	0,24	0,23	4,04	3,60	13,26	9,82
Mittelwert					33,91	9,37	0,72	0,15	0,21	2,57	4,23	8,47	5,31
<b>Vtion</b>	<b>EUR</b>	<b>3,63</b>	<b>57,0</b>	<b>-43,2</b>	<b>8,44</b>	<b>9,55</b>	<b>0,40</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>
Potenzial zum Mittelwert in %					302%	-2%	79%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					14,58	3,56	6,50	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quellen: Warburg Research, Bloomberg

## Zusammenfassung

Das gegenwärtige Bewertungsniveau von ca. EUR 3,60 ist nach unserer Einschätzung hauptsächlich zurückzuführen auf...

- das gegenwärtige generell schlechte Sentiment für im Ausland notierte chinesische Unternehmen, das u.a. auf die Betrugsvorwürfe gegenüber Sino Forest zurückzuführen ist. Auf der Grundlage der Schätzungen von Warburg Research sind beispielsweise KINGHERO AG, Asian Bamboo und China Bio-Fertilizer sehr günstig

bewertet. So beträgt das durchschnittliche KGV für die Jahre 12e und 13e 3,9 (Vtion: ~9), während das Verhältnis EV/EBITDA (Vtion: negativer EV) für dieselben Jahre im Durchschnitt 1,9 ist. Das KBV 12e ist im Durchschnitt 0,73 (Vtion: 0,4).

#### Chinesische Unternehmen mit Börsennotierung in Deutschland

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV		KBV 12e	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT	
		in LW	in Mio. LW	in Mio. LW	12e	13e		12e	13e	12e	13e	12e	13e
KINGHERO	EUR	12,48	84,6	34,6	3,74	3,29	0,72	0,29	0,25	1,01	0,89	1,15	1,03
Asian Bamboo	EUR	14,85	229,0	196,7	5,71	5,44	0,63	1,77	1,65	3,45	3,29	4,76	4,47
China Bio-Fertilizer	EUR	2,35	16,5	10,9	3,56	2,20	0,82	0,90	0,53	1,68	1,04	1,76	1,09
Mittelwert					4,34	3,64	0,73	0,99	0,81	2,05	1,74	2,56	2,20

Quellen: Warburg Research, Bloomberg

- die schlechte Kommunikationspolitik des Vtion-Konzerns im Zusammenhang mit dem Profitwarning Anfang 2011
- die schwachen Aussichten im Kerngeschäft sowie die geringe Visibilität in den neuen Produktbereichen.

Die drei hier betrachteten Bewertungsmodelle deuten auf eine Unterbewertung der Vtion-Aktie hin. Da sich die mittelfristigen Risiken des Geschäftsmodells im Rahmen des DCF-Ansatzes am besten abbilden lassen, leiten wir den fairen Wert aus dem DCF-Modell ab. Dieser beträgt EUR 8 pro Aktie. Es sei an dieser Stelle erwähnt, dass die Netto-Cashposition pro Aktie ca. 80% des fairen Wertes pro Aktie ausmacht.

- 
- **Operative Performance als wichtigster Aktienkurstreiber**
  - **Optimierung der Mobilfunknetze**
  - **Abschwächung der konjunkturellen Dynamik in China**
  - **Akquisitionen**
- 

### **Operative Performance**

Der Newsflow von Vtion sollte weitgehend durch die operative Performance bestimmt werden. Insbesondere die Performance der neuen Produkte, vor allem der Tablet-PCs und mobilen Applikationen ist vor dem Hintergrund der strukturellen Probleme des Datenkartengeschäfts von hoher Bedeutung. Derzeit befindet sich Vtion mit zwei Versicherungsgesellschaften in Verhandlungen über die Lieferung von Tablet-PCs, auf denen speziell für die Versicherungsindustrie entwickelte Applikationen vorinstalliert sind. Ein positiver Abschluss dieser Verhandlungen sollte das Sentiment für die Aktie verbessern.

Eine nachhaltige Erholung der Aktie ist jedoch erst zu erwarten, wenn Vtion belegt, im Bereich der Tablet-PCs und mobilen Anwendungen wettbewerbsfähig zu sein.

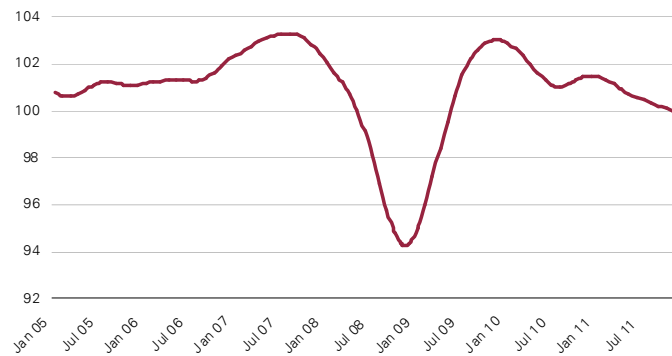
### **Optimierung der Mobilfunknetze**

Die Optimierung der Mobilfunknetze, d.h. Upgrades der Mobilfunknetze auf neuere Mobilfunkstandards, führt, wie in Q2/2011 gesehen, dazu, dass der Druck auf die Verkaufspreise im Bereich der mobilen Datenkarten temporär nachlässt. Die Verbesserung der Mobilfunkinfrastruktur sollte das Sentiment der Aktie insofern verbessern. Nachdem in 2011 China Unicom und China Telecom 3,5G-Mobilfunknetze in Betrieb genommen haben, plant China Mobile für 2012 die Einführung der 4G-Technologie (TD-LTE).

### **Abschwächung der konjunkturellen Dynamik in China**

Die operative Entwicklung von Vtion könnte durch die sich derzeit abschwächende konjunkturelle Dynamik in China belastet werden. Die Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes in China sind seit mehreren Jahren auf einem hohen Niveau. Gegenwärtig ist jedoch eine Abschwächung der Wachstumsdynamik zu konstatieren. Nachdem das Wirtschaftswachstum 2010 noch 10,4% betragen hat, ist die chinesische Wirtschaft 2011 um 9,2% gewachsen. Das vierte Quartal des abgelaufenen Jahres wies mit einer Wachstumsrate von 8,9% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum den niedrigsten Stand seit zweieinhalb Jahren auf. Wichtige Frühindikatoren wie der OECD-Frühindikator und der Einkaufsmanagerindex signalisieren, dass sich die konjunkturelle Dynamik in den ersten Monaten 2012 weiter abschwächen könnte. Der OECD-Frühindikator hat sich zuletzt zwar weniger stark abgeschwächt, es ist jedoch noch keine Trendwende zu erkennen.



**OECD Frühindikator**

Quelle: Warburg Research

**Akquisitionen**

Angesichts der hohen Liquiditätsreserven könnte Vtion das Produktportfolio durch Übernahmen weiter diversifizieren. Das Unternehmen hat jedoch kommuniziert, dass es bisher keine geeigneten Übernahmekandidaten identifizieren konnte und diese Strategie gegenwärtig keine hohe Priorität habe. Sollte es Vtion nicht gelingen, sich erfolgreich im Markt für Tablet-PCs und mobile Applikationen zu positionieren, dürften Übernahmen zur Ausweitung der Produktpalette jedoch relevant werden.

- **Vtion: Anbieter von mobilen Breitband-Datenlösungen in China**
- **Strukturelle Probleme im Bereich der mobilen Datenkarten, dem wichtigsten Geschäftsbereich**
- **Diversifizierung des Produktportfolios auf Basis der guten Geschäftsbeziehungen zu den Mobilfunk-Providern**

## Unternehmenshintergrund

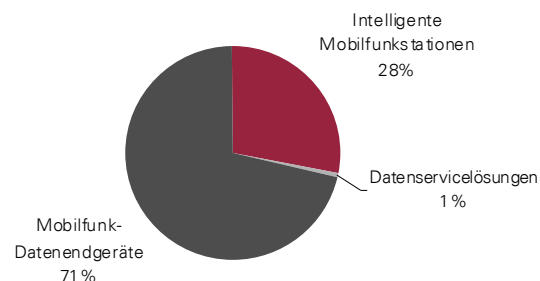
Der Vtion-Konzern bietet Mobilfunk-Datenlösungen für mobile Breitbanddienste in der Volksrepublik China (VRC) an. Das Kerngeschäft des Unternehmens besteht in der Entwicklung und Vermarktung von Mobilfunk-Datenkarten. In dem Markt für mobile Datenkarten gehört Vtion neben ZTE und Huawei zu den drei führenden Anbietern. Seit Ende 2010 hat das Unternehmen die Produktpalette um verschiedene neue Produkte, wie beispielsweise Tablet-PCs oder 3G-Mobilfunk-Router erweitert.

Vtion gliedert das operative Geschäft in drei Geschäftssegmente: Mobilfunk-Datenendgeräte, Intelligente Mobilfunkstationen und Mobile Applikationen. In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2011 erzielte Vtion zudem zeitlich verzögerte Umsatzerlöse aus dem mittlerweile nicht mehr betriebenen Mobile Business Club, welche in dem Segment Datenservicelösungen zusammengefasst sind. Zukünftig werden in diesem Bereich keine Erlöse mehr generiert.

Die Umsatzbeiträge der drei Segmente stellen sich folgendermaßen dar:

### Umsatz nach Segmenten

9M/2011

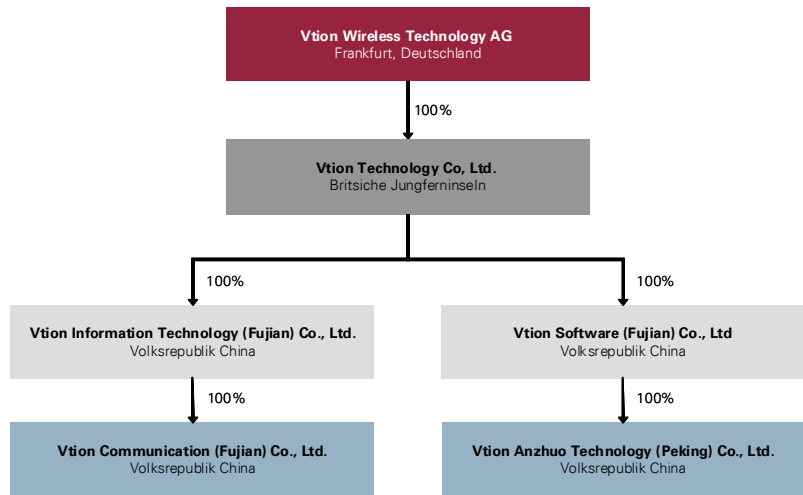


Quellen: Vtion, Warburg Research

## Konzernstruktur

Die Vtion Wireless Technology AG („Vtion“) wurde am 01. Oktober 2007 als deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Frankfurt gegründet. Sie fungiert als Holding-Gesellschaft und hält 100% an der Vtion Technology Company, Ltd., die nach dem Recht der Britischen Jungferninseln gegründet wurde. Letztere ist alleiniger Anteilseigner der Vtion Information Technology Co. Ltd. („Vtion IT“) sowie der Vtion Software Co. Ltd. („Vtion Software“). Die Vtion IT ist Alleineigentümer der Vtion Communication Co. Ltd. („Vtion Communication“), Vtion Software ist alleiniger Anteilseigner von Vtion Anzhuo Technology Co. Ltd. (Vtion Anzhuo). Das operative Geschäft des Vtion Konzerns wird von der Vtion IT, der Vtion Software, Vtion Anzhuo und der Vtion Communication betrieben.

**Vtion Konzernstruktur**



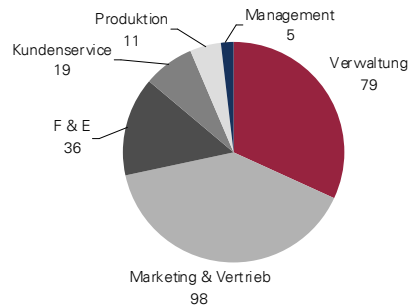
Quellen: Vtion, Warburg Research

**Mitarbeiter**

Im Laufe des Geschäftsjahres 2011 ist die Mitarbeiterzahl von Vtion unter anderem aufgrund der Diversifizierung des Geschäftsmodells und der Gründung der neuen Tochtergesellschaft Vtion Anzhuo von 191 auf 248 angestiegen. Die folgende Grafik zeigt die Verteilung der Beschäftigten des Vtion-Konzerns nach Funktionsbereichen.

**Mitarbeiterverteilung nach Funktionsbereichen**

Stand: Februar 2012



Quellen: Vtion, Warburg Research

**Produktgruppen**

Vtion gliedert das operative Geschäft in drei Geschäftssegmente: Mobilfunk-Datenendgeräte, Intelligente Mobilfunkstationen und Mobile Applikationen.

Das **Segment Mobilfunk-Datenendgeräte** umfasst Mobilfunk-Datenkarten für alle gängigen Schnittstellenstandards (z.B. PCI oder USB) und alle in Betrieb befindlichen 3G/3,5G-Mobilfunkstandards (3G: TD-SCDMA, WCDMA, CDMA 2000 EVDO; 3,5G: HSPA+, EVDO Rev B). Die Datenkarten fungieren als Modems, die eine Verbindung zu dem Mobilfunknetzwerk des kartenausgebenden Mobilfunkanbieters herstellen und ermöglichen so den mobilen Breitband-Internetzugang. Des Weiteren bietet das Unternehmen in diesem Segment 3G-Mobilfunk-Router an.

Das Segment **Intelligente-Mobilfunkstationen** beinhaltet zwei Tablet-PC Modelle, ein 7-Zoll Modell (V7) sowie ein 10-Zoll Modell (V10). Des Weiteren bietet das Unternehmen verschiedene iPhone Paketoptionen (in Kooperation mit China Unicom),

einen E-Reader und das Netzwerkgerät, PCtoTV, an. Letzteres ermöglicht die drahtlose Verbindung zwischen einem Laptop und einem HDTV-Monitor.

Im Segment **Mobile Applikationen** bietet Vtion mobile Anwendungen für Endgeräte an, die auf dem Android-Betriebssystem basieren. Gegenwärtig vertreibt Vtion im Rahmen eines Shop-in-Shop-Modells über die App-Stores der drei Mobilfunk-Netzbetreiber sowie über die eigene Plattform überwiegend kostenlos ca. 600 Apps. Das Unternehmen plant, die Apps zukünftig sowohl über eine eigene Distributions-Plattform, den V-Store, als auch über die Plattformen der Provider zu verkaufen. Erste signifikante Umsatzbeiträge aus diesem Segment werden im Geschäftsjahr 2012 erwartet.

### Produktauswahl



Quellen: Vtion, Warburg Research

### Wertschöpfungskette

Die Wertschöpfungskette in den Segmenten Mobile Datenendgeräte und Intelligente Mobilfunkstationen lässt sich in vier Stufen unterteilen.

- **1. Stufe: Produkt-Design und Produkt-Spezifikation.** Auf der Grundlage einer Analyse der technologischen Trends in den Bereichen mobiles Internet, mobile Kommunikation und Schnittstellentechnologie werden Spezifikationen und Designs für zukünftige Produkte festgelegt.
- **2. Stufe: Entwicklung.** Die neuen Produkte werden anschließend sowohl durch eigene Entwicklungskapazitäten als auch durch die Vergabe von Entwicklungsaufträgen an Fremdanbieter auf der Basis der Spezifikationen entwickelt.
- **3. Stufe: Produktion.** Die Produktion wird vollständig durch externe Produktionsdienstleister (u.a. die Foxconn Tochtergesellschaft Hong Xun) durchgeführt.
- **4. Stufe: Marketing und Vertrieb.** Bis auf die Tablet-PCs verkauft Vtion alle Produkte überwiegend durch die Vertriebskanäle der Mobilfunk-Provider. Ferner vertreibt das Unternehmen die Produkte über Vertriebspartner sowie über den Einzelhandel.

Im Rahmen des Geschäftssegments Mobile Applikationen verfolgt Vtion die Strategie, sowohl in als auch außerhalb Chinas Apps zu erwerben und über eine eigene Distributions-Plattform zu vertreiben.

### Mobilfunkmarkt China

Der Mobilfunkmarkt der Volksrepublik China weist eine oligopolistische Struktur auf. Es existieren gegenwärtig drei Telekommunikationsbetreiber – China Mobile, China Telecom und China Unicom –, deren 3G-Netze auf verschiedenen Mobilfunkstandards basieren. Das 3G-Netz der China Telecom basiert auf dem Mobilfunkstandard CDMA2000-EVDO, China Unicom nutzt den WCDMA Standard und China Mobile den TD-SCDMA Standard. Die meisten Mobilfunk- sowie 3G-Kunden hat China Mobile. Die folgende Tabelle bietet eine Übersicht.

**Mobilfunknetzbetreiber in China**

	China Mobile	China Unicom	China Telecom
<b>Mobilfunkkunden in Mio.</b>	639	192	120
<b>Marktanteil</b>	67%	20%	13%
<b>3G Kunden</b>	45	33	31
<b>Marktanteil</b>	41%	30%	28%
<b>Mobilfunkstandard</b>	TD-SCDMA	WCDMA	CDMA 2000 EVDO

Quellen: Warburg Research, Unternehmen

Die drei Mobilfunk-Provider entwickeln die Netze kontinuierlich weiter. In Q2/2011 wurden Mobilfunknetze in Betrieb genommen, die auf 3,5G-Standards basieren (China Unicom: HSPA+; China Telecom: EVDO Rev B). China Mobile plant, in 2012 den Betrieb von 4G-Mobilfunknetzen (TD-LTE Standard) aufzunehmen.

**Management****Vorstand**

Der Vorstand des Vtion-Konzerns besteht aus fünf Mitgliedern.

Herr Chen Guoping ist CEO und Gründer von Vtion. Er ist für die Leitung des Vtion Konzerns insgesamt und insbesondere für die strategische Planung und den Marketingbereich zuständig. Herr Chen Guoping ist in der mobilen Datenkartenindustrie gut vernetzt und gehörte im Jahr 2005 zu den Gewinnern des National Outstanding Manager Awards in China. Herr Chen Guoping besitzt einen Executive Master of Business Administration von der Tsinghua-Universität, Peking.

Herr Zheng Hongbo ist seit dem 23. Oktober 2011 CFO des Unternehmens. Er verantwortet die Finanzverwaltung und ist zuständig für die Kapitalmarktkommunikation. Vor seiner Tätigkeit bei Vtion hat Herr Zheng Hongbo Arbeitserfahrung als Finance Manager bei Dell (China) Co., Ltd. gesammelt. Herr Zheng Hongbo besitzt einen MBA Abschluss der Business School INSEAD.

Herr He Zhihong ist CTO. Er ist zuständig für den Bereich Forschung und Entwicklung. Vor Vtion hat der gelernte Informatiker Berufserfahrung als Softwareentwickler bei Minfa Securities Co., Ltd. und als Leiter der F&E Abteilung von Fuzhou Netto Technology Co., Ltd. gearbeitet.

Frau Fei Ping ist unter anderem für die Qualitätskontrolle, die Logistik und das Personalwesen verantwortlich. Die Diplom-Kauffrau hat u.a. im Marketing bei Budweiser (Wuhan) International Brewing Co., Ltd. und als Consultant bei Canada Union Immigration Consulting Co., Ltd. gearbeitet.

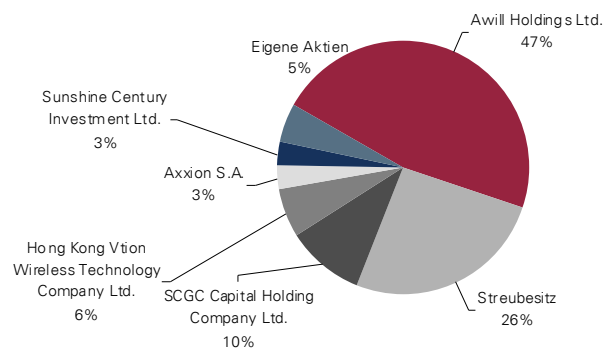
Herr Ding Chaojie ist unter anderem für den Vertrieb und das Marketing zuständig. Vor seiner Tätigkeit bei Vtion hat er zuletzt als Geschäftsführer der Marketingabteilung bei Hongzhi Science and Technology Co., Ltd. gearbeitet.

## Aktionärsstruktur

Herr Chen Guoping, CEO des Vtion-Konzerns, hält über die Gesellschaften Anwill Holdings Ltd. und Sunshine Century Investment Ltd. 49,9 % der Aktien der Vtion Wireless Technology AG. 6% der Aktien befinden sich im Besitz der Hong Kong Vtion Wireless Technology Company Ltd. An dieser Gesellschaft sind zwei Brüder Herr Chen Guoping, Herr Chen Guohe (51%) und Herr Chen Guoshun (22%) sowie Herr He Zhihong (27%) beteiligt. Der Anteil der eigenen Anteile beträgt ca. 5%, der Anteil der Aktien im Streubesitz ca. 26%.

### Aktionärsstruktur der Vtion AG

Stand: Februar 2012



Quelle: FactSet, Vtion, Warburg Research

**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.	5,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
P/B	5,5	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	2,8	2,6	8,9	8,4	9,6
P/CF	6,3	4,4	3,2	2,2	8,1	7,7	8,7
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	-19,6%	-27,7%	-42,8%	-67,5%	-16,1%	-14,8%	-11,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,4</b>	<b>-42,4</b>	<b>-43,7</b>	<b>-49,3</b>	<b>-55,0</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 %	222,5%	283,2%	396,3%	582,0%	201,2%	216,5%	208,4%

**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	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
in % vom Umsatz	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	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)**

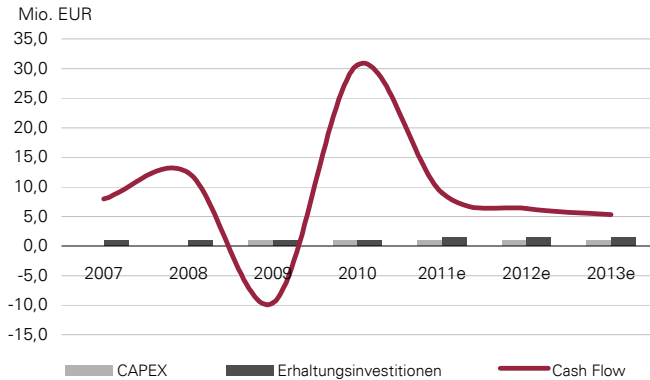
Barwerte bis 2024	25,7		
Terminal Value	1,0		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	99,0	Aktienzahl (Mio.)	15,70
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>125,7</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,00</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	<b>0,00%</b>	0,25%	0,50%	0,75%	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%	7,96	7,96	7,96	7,96	7,96	7,96	7,97	19,50%	7,62	7,74	7,85	7,96	8,08	8,19	8,30
19,00%	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98	7,99	7,99	19,00%	7,64	7,75	7,87	7,98	8,10	8,22	8,33
18,75%	7,99	7,99	7,99	7,99	8,00	8,00	8,00	18,75%	7,64	7,76	7,88	7,99	8,11	8,23	8,35
<b>18,50%</b>	8,00	8,00	8,00	<b>8,00</b>	8,01	8,01	8,01	<b>18,50%</b>	7,65	7,77	7,89	<b>8,00</b>	8,12	8,24	8,36
18,25%	8,01	8,01	8,01	8,02	8,02	8,02	8,02	18,25%	7,66	7,78	7,90	8,02	8,14	8,26	8,37
18,00%	8,02	8,03	8,03	8,03	8,03	8,03	8,03	18,00%	7,66	7,78	7,91	8,03	8,15	8,27	8,39
17,50%	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	8,05	17,50%	7,68	7,80	7,93	8,05	8,17	8,30	8,42

Quelle: Warburg Research

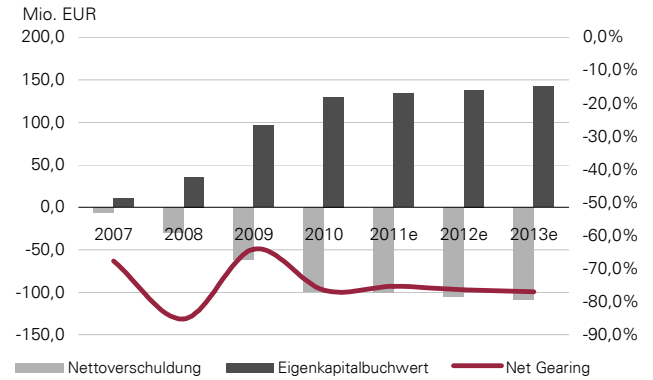
**Investitionen und Cash Flow - Vtion**



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

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote

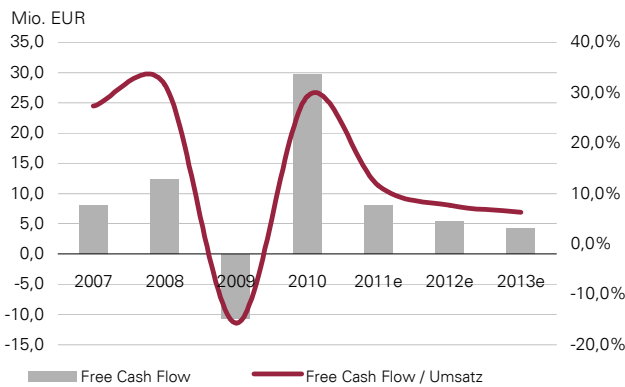
**Bilanzqualität - Vtion**



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

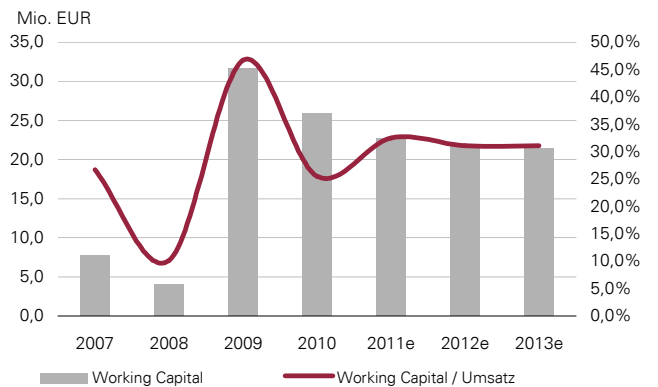
**Free Cash Flow Generation - Vtion**



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

- Ab 2011e Normalisierung der Working Capital Entwicklung

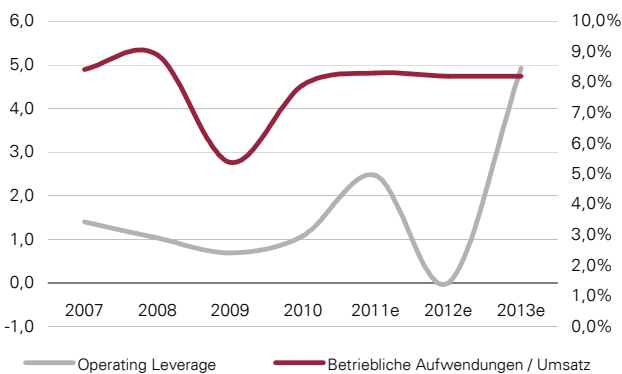
**Working Capital - Vtion**



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2011e

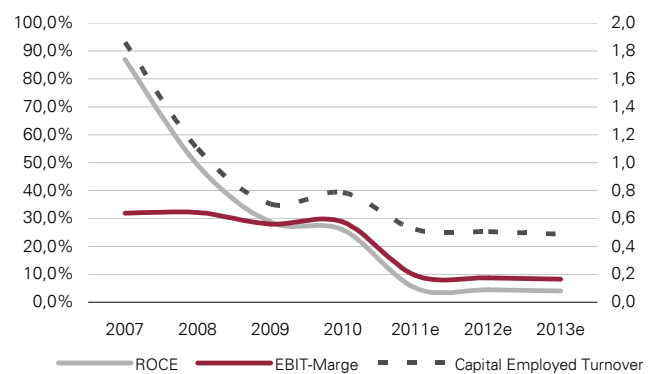
**Operating Leverage - Vtion**



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.

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.

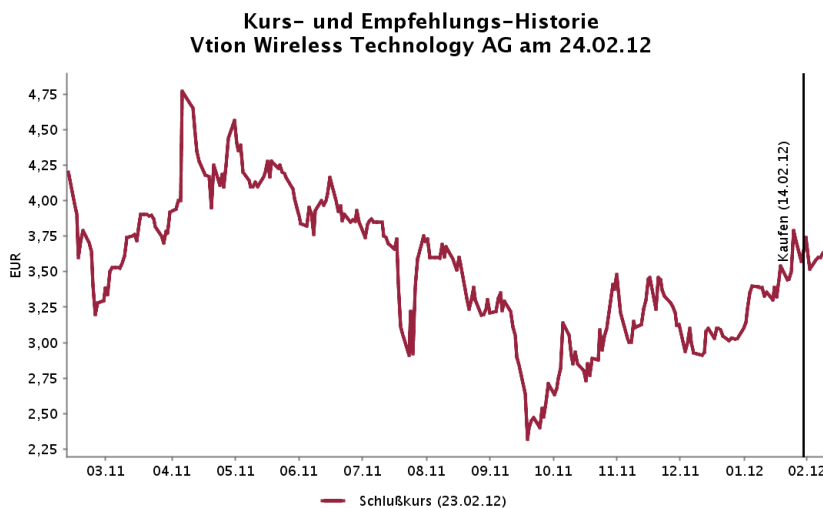
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass 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	122	68%
Halten	48	27%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>180</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	99	69%
Halten	38	26%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>144</b>	



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 Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 trau@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 Merckel</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>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@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>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@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