

**Kaufen** (alt: Kaufen)

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

**Kurs** EUR 9,25  
**Bloomberg** V33 GR  
**Reuters** V33G  
**Branche** Telekommunikationszulieferer

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



Aktien Daten: 05.02.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 147 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 63,0 Mio.  
**Buchwert:** EUR 90,2 Mio.  
**Aktienanzahl:** 15,9 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,6 Mio.

**Aktionäre:**

Avill Holdings Ltd. 46,8 %  
SCGC Capital Holding Company 10,6 %  
Hong Kong Vtion Wireless Tech. Comp. Ltd. 6,3 %  
Besto Holdings Ltd. 3,1 %  
Sunshine Century Investment Ltd. 1,9 %

**Termine:**

Roadshow Frankfurt 10.02.10  
BPK Zahlen 2009 22.04.10  
Zahlen Q1 20.05.10  
HV 22.06.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	67,7	0	79,8	0	85,6	0
<b>EBIT</b>	18,8	0	23,0	0	24,6	0
<b>EPS</b>	0,97	0	1,19	0	1,25	0

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 08.02.2010  
Analyst:  
Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130  
reichert@ses.de

## Großauftrag von China Unicom über 500 Tsd. mobile Datenkarten

Vtion hat heute gemeldet, einen Rahmenvertrag mit China Unicom über die Lieferung von 500 Tsd. mobilen Datenkarten in den ersten neun Monaten 2010 abgeschlossen zu haben.

**Hohes Auftragsvolumen:** Das Auftragsvolumen wird von Vtion auf rund EUR 17 Mio. beziffert.

**Durchschnittspreis pro mobiler Datenkarte entsprechend der Erwartungen für 2010e:** Der Durchschnittspreis pro Karte liegt bei 340 RMB und damit rund 14% unter dem Durchschnittspreis von 2009e. Jedoch sind in den SES-Prognosen Preisrückgänge im Umsatzmodell berücksichtigt. In 2010e wird von einem Durchschnittspreis pro verkaufte mobile Datenkarte von RMB 336 ausgegangen.

**Der heute veröffentlichte Auftrag entspricht 22% der Umsatzerwartung für 2010e.** Damit hat Vtion nahezu ein Viertel der Umsatzerwartung für 2010e bereits zu Beginn des Jahres über einen Großauftrag abgesichert. Darüber hinaus geht Vtion davon aus, trotz reduzierten Preisen durch Skalierungseffekte die Bruttomarge in 2010e konstant halten zu können.

### Umsatzmodell Vtion

	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Verkaufte Einheiten</b>	<b>606.870</b>	<b>1.650.000</b>	<b>2.190.381</b>	<b>2.551.000</b>
Veränderung yoy	199,9%	171,9%	32,8%	16,5%
Durchschnittspreis in RMB	n.a.	400,0	336,0	307,2
Veränderung yoy	n.a.	n.a.	-16,0%	-8,6%
<b>Umsatz in RMB Mio.</b>	<b>n.a.</b>	<b>660,0</b>	<b>736,0</b>	<b>783,7</b>
RMB/EUR	n.a.	9,6	9,6	9,6
<b>Durchschnittspreis in EUR</b>	<b>59,65</b>	<b>39,00</b>	<b>35,00</b>	<b>32,00</b>
Veränderung yoy	n.a.	-34,6%	-10,3%	-8,6%
<b>Umsatz in EUR Mio.</b>	<b>36,2</b>	<b>64,9</b>	<b>76,7</b>	<b>81,6</b>
Umsatz sonst in EUR Mio.	3,0	2,8	3,1	4,0
<b>Umsatz gesamt in EUR Mio.</b>	<b>39,2</b>	<b>67,7</b>	<b>79,8</b>	<b>85,6</b>
Veränderung yoy	35,2%	72,7%	17,8%	7,4%

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

Es ist davon auszugehen, dass nach dem chinesischen Neujahrsfest (14. Februar) weitere großvolumige Aufträge der beiden Netzbetreiber China Mobile und China Unicom bekannt gegeben werden.

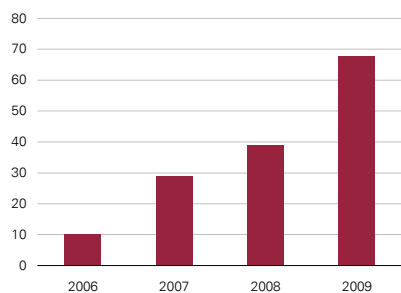
Das DCF-basierte Kursziel liegt bei EUR 12,50. Die Unterbewertung wird durch ein EV/EBITDA 2010e von 2,7 untermauert. Der erwartete positive Newsflow über weitere großvolumige Aufträge sollte die Aktie thematisch unterstützen. Das Rating lautet unverändert Kaufen.

### Geschäftsjahresende: 31.12.

in EUR Mio	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	10,0	29,0	39,2	67,7	79,8	85,6
Veränderung Umsatz yoy	n.a.	189,9%	35,1%	72,8%	17,9%	7,3%
<b>Bruttoergebnis</b>	3,5	11,7	16,1	23,7	27,2	29,3
Bruttomarge	34,9%	40,3%	41,1%	35,0%	34,1%	34,2%
<b>EBITDA</b>	2,6	9,3	12,8	19,1	23,5	25,2
EBITDA-Marge	25,7%	32,2%	32,6%	28,3%	29,5%	29,4%
<b>EBIT</b>	2,5	9,2	12,6	18,8	23,0	24,6
EBIT-Marge	25,3%	31,9%	32,2%	27,8%	28,8%	28,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	2,1	9,2	12,4	15,4	19,0	19,9
<b>EPS</b>	0,18	0,80	1,08	0,97	1,19	1,25
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,01	0,69	1,24	-0,30	0,91	1,11
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	11,7	4,0	3,0	1,1	0,8	0,5
<b>EV/EBITDA</b>	45,4	12,5	9,1	4,1	2,7	1,8
<b>EV/EBIT</b>	46,1	12,6	9,3	4,1	2,7	1,8
<b>KGW</b>	51,4	11,6	8,6	9,5	7,8	7,4
<b>ROCE</b>	43,4%	75,7%	43,5%	28,2%	22,2%	20,0%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	1,3%	7,1%	10,1%	23,4%	35,8%	53,3%

**Entwicklung Umsatz**

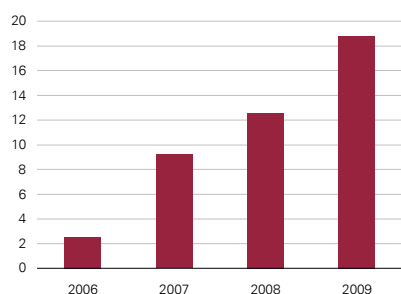
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

**Entwicklung EBIT**

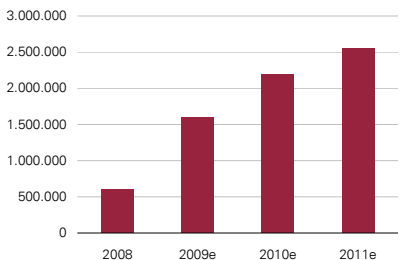
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

**Verkaufte Einheiten**

Anzahl



Quelle: Vtion

**Unternehmenshintergrund**

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PCs und Laptops, für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China und ist mit einem Marktanteil von ~25% einer der top drei Anbieter. Mobile Datenkarten werden über Schnittstellen wie USB oder PCI mit einem PC oder Laptop verbunden und ein mobiler Zugang zum Internet hergestellt.

Derzeit zeigt der Markt für mobile Datenkarten oligopolistische Strukturen. Die drei Hauptnehmer China Mobile, China Unicom und China Telecom beziehen 80% der Mengen von den drei Lieferanten ZTE, Huawei und Vtion. Aufgrund der hohen geforderten Qualitätsstandards, Zertifizierungsprozesse, den umfangreichen Vertrags- und Kooperationsbeziehungen sollte diese für Vtion herausragende Ausgangssituation bis 2011e stabil bleiben.

**Wettbewerbsqualität**

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Vtion**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>10,0</b>	<b>29,0</b>	<b>39,2</b>	<b>67,7</b>	<b>79,8</b>	<b>85,6</b>
Herstellungskosten	6,5	17,3	23,1	44,0	52,6	56,3
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,5</b>	<b>11,7</b>	<b>16,1</b>	<b>23,7</b>	<b>27,2</b>	<b>29,3</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,5	0,9	1,4	1,6	2,1	2,4
Verwaltungskosten	0,5	1,3	2,6	3,0	3,2	3,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,2	0,5	0,7	1,0	1,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>2,6</b>	<b>9,3</b>	<b>12,8</b>	<b>19,1</b>	<b>23,5</b>	<b>25,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
<b>EBITA</b>	<b>2,5</b>	<b>9,3</b>	<b>12,7</b>	<b>19,0</b>	<b>23,3</b>	<b>24,9</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,5</b>	<b>9,2</b>	<b>12,6</b>	<b>18,8</b>	<b>23,0</b>	<b>24,6</b>
Zinserträge	0,0	0,2	0,3	0,6	1,0	1,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	1,0	1,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,5</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>	<b>19,4</b>	<b>24,0</b>	<b>25,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,5</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>	<b>19,4</b>	<b>24,0</b>	<b>25,9</b>
Steuern gesamt	0,4	0,0	0,0	4,0	5,0	6,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,1</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,4</b>	<b>19,0</b>	<b>19,9</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,1</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,4</b>	<b>19,0</b>	<b>19,9</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,1</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,4</b>	<b>19,0</b>	<b>19,9</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Vtion**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<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>
Herstellungskosten	65,1 %	59,7 %	58,9 %	65,0 %	65,9 %	65,8 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>34,9 %</b>	<b>40,3 %</b>	<b>41,1 %</b>	<b>35,0 %</b>	<b>34,1 %</b>	<b>34,2 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	4,7 %	3,3 %	3,5 %	2,4 %	2,6 %	2,8 %
Verwaltungskosten	4,9 %	4,5 %	6,6 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	-0,7 %	1,2 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>25,7 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>32,6 %</b>	<b>28,3 %</b>	<b>29,5 %</b>	<b>29,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>EBITA</b>	<b>25,4 %</b>	<b>32,1 %</b>	<b>32,4 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>29,2 %</b>	<b>29,1 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>25,3 %</b>	<b>31,9 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>27,8 %</b>	<b>28,8 %</b>	<b>28,7 %</b>
Zinserträge	0,3 %	0,8 %	0,7 %	0,9 %	1,3 %	1,5 %
Zinsaufwendungen	1,0 %	1,1 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,7 %	-0,3 %	-0,5 %	0,9 %	1,3 %	1,5 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>24,6 %</b>	<b>31,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>28,7 %</b>	<b>30,1 %</b>	<b>30,2 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>24,6 %</b>	<b>31,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>28,7 %</b>	<b>30,1 %</b>	<b>30,2 %</b>
Steuern gesamt	4,0 %	-0,1 %	0,0 %	5,9 %	6,3 %	7,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>20,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>23,8 %</b>	<b>23,2 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>20,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>23,8 %</b>	<b>23,2 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>20,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>23,8 %</b>	<b>23,2 %</b>

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

**Bilanz Vtion**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,6	0,8	1,1	1,4	1,8
davon übrige imm. VG	0,1	0,6	0,8	1,1	1,4	1,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
Vorräte	1,6	2,3	4,9	13,5	16,0	17,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	10,1	6,4	29,7	35,0	37,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,2	1,1	8,2	12,0	13,0	13,5
Liquide Mittel	1,6	12,2	30,3	69,6	84,1	102
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>7,1</b>	<b>25,8</b>	<b>49,8</b>	<b>125</b>	<b>148</b>	<b>170</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>7,2</b>	<b>26,6</b>	<b>51,0</b>	<b>126</b>	<b>150</b>	<b>172</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	2,9	10,0	11,5	15,9	15,9	15,9
Kapitalrücklage	0,3	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Gewinnrücklagen	0,7	0,8	13,2	28,6	47,5	67,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,4	3,3	38,1	38,1	38,6
Buchwert	3,9	10,4	35,6	90,2	109	130
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>3,9</b>	<b>10,4</b>	<b>35,6</b>	<b>90,2</b>	<b>109</b>	<b>130</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,2	3,0	3,8	3,8	3,8	3,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,8	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	4,7	8,3	20,4	24,0	25,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	3,3	3,3	12,0	13,0	13,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,3</b>	<b>16,2</b>	<b>15,4</b>	<b>36,2</b>	<b>40,8</b>	<b>42,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>7,2</b>	<b>26,6</b>	<b>51,0</b>	<b>126</b>	<b>150</b>	<b>172</b>

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

**Bilanz Vtion**

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7 %	2,2 %	1,5 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %
davon übrige imm. VG	0,7 %	2,2 %	1,5 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,5 %	0,7 %	1,0 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,3 %</b>	<b>1,2 %</b>	<b>1,3 %</b>
Vorräte	22,5 %	8,7 %	9,6 %	10,7 %	10,7 %	9,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,8 %	38,1 %	12,5 %	23,5 %	23,4 %	21,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	16,9 %	4,3 %	16,0 %	9,5 %	8,7 %	7,8 %
Liquide Mittel	21,9 %	46,0 %	59,5 %	55,0 %	56,1 %	59,1 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>98,0 %</b>	<b>97,1 %</b>	<b>97,6 %</b>	<b>98,7 %</b>	<b>98,8 %</b>	<b>98,7 %</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>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	40,8 %	37,6 %	22,5 %	12,6 %	10,6 %	9,2 %
Kapitalrücklage	3,5 %	0,0 %	14,9 %	6,0 %	5,1 %	4,4 %
Gewinnrücklagen	10,3 %	2,9 %	25,8 %	22,6 %	31,7 %	39,2 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,4 %	6,6 %	30,1 %	25,4 %	22,4 %
Buchwert	54,6 %	39,1 %	69,8 %	71,4 %	72,8 %	75,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>54,6 %</b>	<b>39,1 %</b>	<b>69,8 %</b>	<b>71,4 %</b>	<b>72,8 %</b>	<b>75,3 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	2,2 %	11,3 %	7,5 %	3,0 %	2,5 %	2,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	24,3 %	19,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,1 %	17,8 %	16,2 %	16,1 %	16,0 %	15,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,1 %	12,3 %	6,5 %	9,5 %	8,7 %	7,6 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>45,7 %</b>	<b>60,8 %</b>	<b>30,2 %</b>	<b>28,7 %</b>	<b>27,2 %</b>	<b>24,8 %</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>

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

**Kapitalflussrechnung Vtion**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,1	9,2	12,4	15,4	19,0	19,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	-0,2	1,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,0</b>	<b>9,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,7</b>	<b>19,5</b>	<b>20,5</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	-0,7	-2,6	-8,6	-2,5	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-7,5	3,8	-23,3	-5,3	-2,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	4,2	3,4	12,1	3,6	1,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	2,9	-4,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,0	-1,1	0,2	-19,8	-4,2	-1,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>0,1</b>	<b>7,9</b>	<b>14,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>15,3</b>	<b>18,7</b>
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	-0,7	-0,5	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,2	3,4	-5,5	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	9,1	44,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>44,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-0,2	10,7	16,5	39,2	14,5	17,7
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>-0,3</b>	<b>12,2</b>	<b>30,3</b>	<b>69,6</b>	<b>84,1</b>	<b>102</b>

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

## Kennzahlen Vtion

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>						
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	9,6 %	8,4 %	8,9 %	5,9 %	5,3 %	5,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	77.543	150.254	174.116	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	19.915	48.358	56.711	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	25,3 %	31,9 %	32,2 %	27,8 %	28,8 %	28,7 %
EBITDA / Operating Assets	66,5 %	118,4 %	367,7 %	82,1 %	85,7 %	86,1 %
ROA	1278,3 %	1197,3 %	995,4 %	958,6 %	1027,2 %	883,5 %
<b>Kapitaleffizienz</b>						
Plant Turnover	90,1	161	79,5	129	165	200
Operating Assets Turnover	2,6	3,7	11,3	2,9	2,9	2,9
Capital Employed Turnover	1,7	1,6	1,0	0,7	0,7	0,6
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE	43,4 %	75,7 %	43,5 %	28,2 %	22,2 %	20,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	44,0 %	76,4 %	44,0 %	28,7 %	22,8 %	20,4 %
ROE	52,4 %	88,1 %	34,8 %	17,1 %	17,4 %	15,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	24,5 %	19,0 %	16,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	24,5 %	19,0 %	16,7 %
ROIC	35,4 %	49,2 %	31,4 %	16,4 %	16,8 %	14,9 %
<b>Solvanz</b>						
Nettoverschuldung	0,2	-7,0	-30,3	-69,6	-84,1	-102
Net Gearing	4,5 %	-67,7 %	-85,2 %	-77,1 %	-77,1 %	-78,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	224,4 %	200,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2,3	2,0	4,3	3,9	4,0	4,4
Acid Test Ratio	1,7	1,5	2,9	3,1	3,2	3,6
EBITDA / Zinsaufwand	24,9	29,9	26,5	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	36,2	97,3	60,3	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow	0,1	7,9	14,2	-4,8	14,5	17,7
Free Cash Flow / Umsatz	0,6 %	27,3 %	36,3 %	-7,1 %	18,2 %	20,6 %
Adj. Free Cash Flow	1,6	8,3	11,8	18,1	22,5	24,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	27,7 %	28,8 %	20,9 %	22,0 %	21,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	3,2 %	86,5 %	114,6 %	-31,1 %	76,6 %	88,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	3,1 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,9 %	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>						
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,0 %	1,2 %
Maint. Capex / Umsatz	10,0 %	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,3 %	1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	206,8 %	143,2 %	166,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	39,9 %	20,2 %	15,5 %	21,6 %	33,7 %	34,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	517,0 %	214,0 %	77,0 %	145,6 %	145,8 %	145,3 %
Inventory processing period (Tage)	59,0	29,0	45,5	73,0	73,0	73,0
Receivables collection period (Tage)	96,6	128	59,3	160	160	160
Payables payment period (Tage)	18,7	59,6	77,1	110	110	110
Cash conversion cycle (Tage)	137	97,0	27,7	123	123	123
<b>Bewertung</b>						
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	37,4	14,1	4,1	1,6	1,3	1,1
EV/sales	11,7	4,0	3,0	1,1	0,8	0,5
EV/EBITDA	45,4	12,5	9,1	4,1	2,7	1,8
EV/EBIT	46,1	12,6	9,3	4,1	2,7	1,8
EV/FCF	n.m.	14,7	8,2	n.m.	4,3	2,6
P/E	51,4	11,6	8,6	9,5	7,8	7,4
P/CF	72,6	16,3	10,5	9,3	7,5	7,2
Adj. Free Cash Flow Yield	1,7 %	7,7 %	12,0 %	20,3 %	31,0 %	45,2 %

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

**Free Cash Flow Yield - Vtion**

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,0	2,1	9,2	12,4	15,4	19,0	19,9
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,6
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	1,0	1,3
+ Steuern	0,0	0,4	0,0	0,0	4,0	5,0	6,0
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>8,3</b>	<b>11,8</b>	<b>18,1</b>	<b>22,5</b>	<b>24,2</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	1,3%	7,1%	10,1%	23,4%	35,8%	53,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>116,7</b>	<b>116,7</b>	<b>116,7</b>	<b>116,7</b>	<b>77,5</b>	<b>63,0</b>	<b>45,3</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>-</b>	<b>15,7</b>	<b>83,3</b>	<b>117,6</b>	<b>181,4</b>	<b>225,4</b>	<b>241,7</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-30,3	-30,3	-30,3	-30,3	-69,6	-84,1	-101,8
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>-</b>	<b>46,0</b>	<b>113,7</b>	<b>147,9</b>	<b>250,9</b>	<b>309,5</b>	<b>343,4</b>
Aktienanzahl (Mio.)	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>-</b>	<b>2,89</b>	<b>7,15</b>	<b>9,30</b>	<b>15,78</b>	<b>19,47</b>	<b>21,60</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-68,7%	-22,7%	0,6%	70,6%	110,4%	133,5%

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

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

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

**DCF Modell - Vtion**

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	67,7	79,8	85,6	90,7	95,3	100,0	105,0	110,3	115,8	121,6	127,7	130,9	134,1	137,5
Veränderung	72,8%	17,9%	7,3%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	18,8	23,0	24,6	25,4	25,7	26,0	26,3	26,5	26,6	26,8	26,8	26,2	20,1	15,1
EBIT-Marge	27,8%	28,8%	28,7%	28,0%	27,0%	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%	15,0%	11,0%
Steuerquote	20,6%	20,8%	23,2%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
NOPAT	14,9	18,2	18,9	19,6	19,8	20,0	20,2	20,4	20,5	20,6	20,6	20,2	15,5	11,6
Abschreibungen	0,3	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
in % vom Umsatz	0,5%	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-20,4	-4,2	-1,8	-1,9	-0,7	-0,7	-2,2	-1,3	-1,3	-1,3	-2,0	0,3	-1,0	-1,1
- Investitionen	-0,7	-0,8	-1,0	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
Investitionsquote	1,0%	1,0%	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-5,8	13,7	16,7	17,2	18,7	18,9	18,0	19,1	19,2	19,3	18,6	20,4	14,4	10,6

**Modellparameter**

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

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

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

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

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

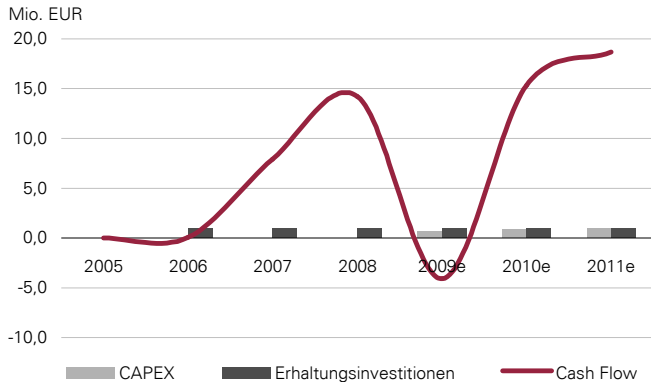
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	10,86	11,13	11,39	11,66	11,93	12,19	12,46
11,16%	11,21	11,49	11,77	12,05	12,33	12,62	12,90
10,91%	11,39	11,68	11,97	12,26	12,55	12,84	13,13
<b>10,66%</b>	11,59	11,89	12,19	<b>12,48</b>	12,78	13,08	13,38
10,41%	11,79	12,10	12,41	12,72	13,03	13,33	13,64
10,16%	12,01	12,33	12,65	12,96	13,28	13,60	13,92
9,66%	12,48	12,82	13,16	13,50	13,84	14,18	14,52

Quelle: SES Research



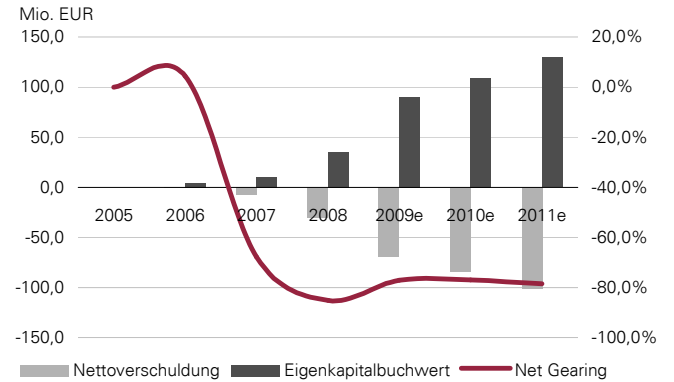
**Investitionen und Cash Flow - Vtion**



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

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

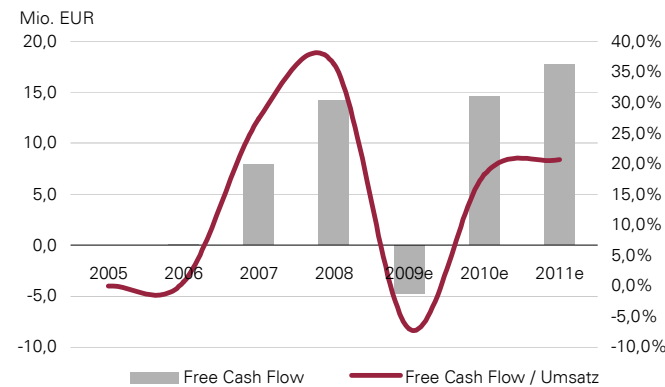
**Bilanzqualität - Vtion**



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

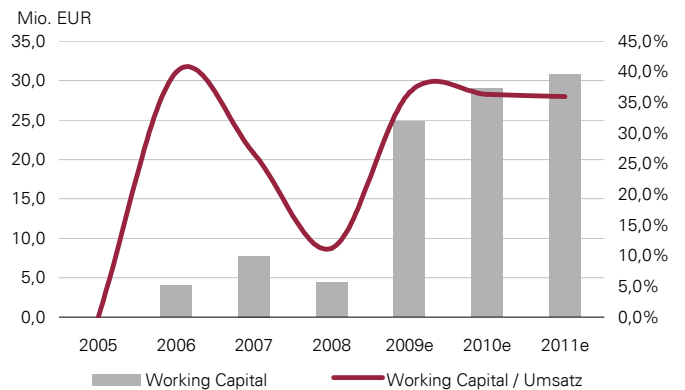
**Free Cash Flow Generation - Vtion**



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

- 2009e negativer Free Cash Flow auf Grund des Working Capital Aufbau
- Ab 2010e Normalisierung der Working Capital Entwicklung
- Ab 2010e hohe Free Cash Flow Generierung

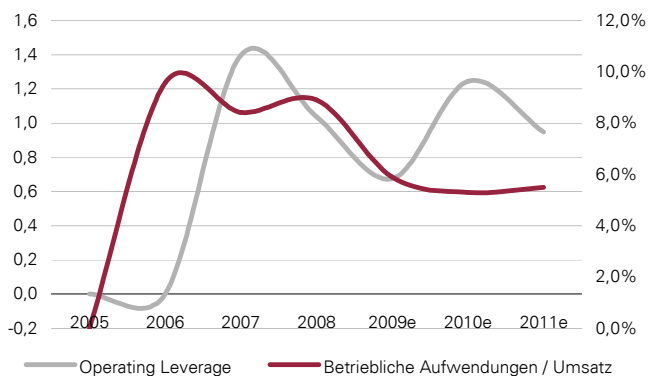
**Working Capital - Vtion**



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

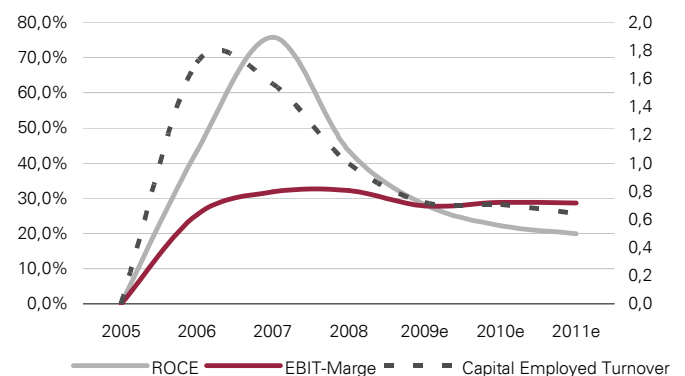
**Operating Leverage - Vtion**



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

- Operating Leverage begrenzt

**ROCE Entwicklung - Vtion**



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

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

---

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

---

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

---

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

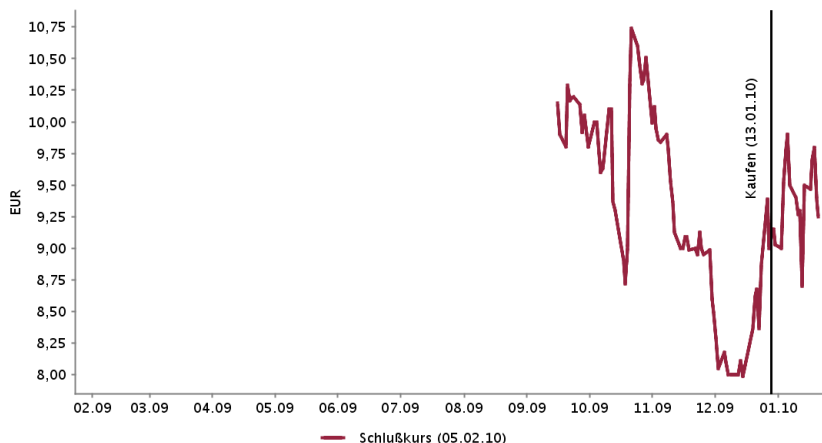
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	60	30%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>203</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	83	62%
Halten	37	28%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	10	7%
<b>Gesamt</b>	<b>134</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Vtion Wireless Technology AG am 08.02.10**



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

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	<b>Fabrice Farigoule</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com