

Halten (alt: Halten)

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

Kurs EUR 3,41
Bloomberg V33 GR
Reuters V33G
Branche Telecom/Internet

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: 14.11.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 54,2 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR -32,4 Mio.
Buchwert: EUR 136 Mio.
Aktienanzahl: 15,9 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 90,3 Tsd.

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

Termine:

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	70,0	0	68,0	0	67,0	0
EBIT	6,2	0	4,7	0	4,5	0
EPS	0,35	0	0,31	0	0,30	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 15.11.2011
 Analyst:
 Malte Räther +49 (40) 309537-185
 mraether@warburg-research.com
 Jochen Reichert +49 (40) 309537-130
 jreichert@warburg-research.com

Gute Q3-Ergebnisse – Visibilität weiterhin gering

Schwache Entwicklung im Vergleich zum Vorjahr

In Q3/11 ist der Umsatz im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 20% auf EUR 23,9 Mio., das EBIT um 71% auf ca. EUR 3 Mio. und das Nettoergebnis um 92% auf EUR 0,9 Mio. gesunken. Dieser Rückgang ist in erster Linie durch den strukturellen Nachfrage- und Preisrückgang im Bereich der Mobilfunk-Datenkarten zu erklären, der wiederum auf die verstärkte Nutzung anderer internetfähiger mobiler Kommunikationsgeräte, wie Tablet-PCs oder Smartphones, zurückzuführen ist.

Sequenzielles Umsatz- und EBIT-Wachstum – positive Entwicklung im Umsatzmix

Gegenüber dem Vorquartal konnte der Umsatz um ca. 23% auf EUR 23,9 Mio. und das EBIT um ca. 55% auf EUR 3 Mio. erhöht werden. Der Nettogewinn ist im Vergleich zum Vorquartal wechsellkursbedingt um ca. 48% auf EUR 0,9 Mio. gesunken.

Während der Umsatz aus dem Datenkartengeschäft im Vergleich zum Vorquartal leicht rückläufig war (EUR 13,4 Mio. in Q2 vs. EUR 11,5 Mio. in Q3), konnte die sequenzielle Umsatzsteigerung (EUR 19,4 Mio. in Q2 vs. EUR 23,9 Mio. in Q3) über die neueren Produkte erreicht werden (EUR 6 Mio. in Q2 vs. EUR 12,4 Mio. in Q3). Insbesondere das Geschäft mit den VPads und dem PCtoTV-Produkt lief sehr gut, auch der Umsatzbeitrag der Mobilfunkrouter ist stabil geblieben. Dies deutet auf zweierlei hin: Einerseits scheint es Vtion zu gelingen, die neuen Produkte am Markt zu etablieren, andererseits sind neue Wachstumsimpulse durch den Bereich der Mobilfunkdatenkarten fraglich.

Keine Sonderausschüttung zu erwarten

Der Vorstand des Unternehmens wird mit hoher Wahrscheinlichkeit trotz des hohen Bestands an liquiden Mitteln (EUR 115 Mio; davon ca. 10% in der deutschen Holding-Gesellschaft und ca. 90% in den operativen Gesellschaften in China) pro Aktie auf der Hauptversammlung keine Sonderdividende vorschlagen. Der Vtion-Konzern plant für das Geschäftsjahr 2011, eine Dividende in Höhe von ca. 15% des Jahresüberschusses auszuzahlen. Das Unternehmen begründet die Nichtausschüttung der hohen Liquiditätsreserve erstens mit einem sich schnell wandelnden, d.h. unsicheren Geschäftsumfeld und führt zweitens Corporate Governance Gründe an. Dies zeigt, dass die Geschäftsentwicklung des Vtion-Konzerns laut dem Unternehmen eine niedrige Visibilität aufweist.

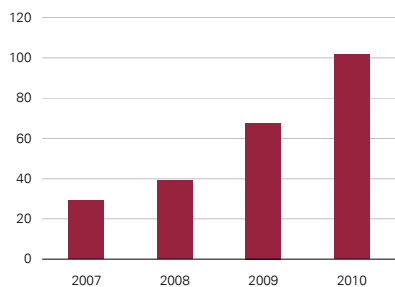
Weiterhin geringe Visibilität

Angesichts der geringen Visibilität des Unternehmens bleibt abzuwarten, inwieweit die erfreuliche Entwicklung in Q3 nachhaltig erzielt werden kann. Für eine nachhaltige Erholung der Aktie sind eindeutige Katalysatoren weiterhin nicht erkennbar. Das Rating wird auf Halten belassen, obwohl die Aktie deutlich unter der Nettoliquidität (ca. EUR 7) notiert.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	29,0	39,2	67,6	102	70,0	68,0	67,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	189,9 %	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-31,1 %	-2,9 %	-1,5 %
Bruttoergebnis	11,7	16,1	22,6	37,3	12,6	11,6	11,1
<i>Bruttomarge</i>	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,7 %	18,0 %	17,0 %	16,5 %
EBITDA	9,3	12,8	19,0	25,4	6,7	5,2	5,0
<i>EBITDA-Marge</i>	32,2 %	32,6 %	28,3 %	29,2 %	9,6 %	7,6 %	7,4 %
EBIT	9,2	12,6	18,8	25,0	6,2	4,7	4,5
<i>EBIT-Marge</i>	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,8 %	8,9 %	6,9 %	6,7 %
Jahresüberschuss	9,2	12,4	16,4	17,8	5,6	5,0	4,8
EPS	0,80	1,13	1,31	1,38	0,35	0,31	0,30
Free Cash Flow je Aktie	0,69	1,13	-0,84	1,86	-0,50	-0,03	-0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,21	0,05	0,05	0,05
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	6,2 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EV/Umsatz	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.
KGV	4,3	3,0	2,6	2,5	9,7	11,0	11,4
ROCE	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	4,7 %	3,4 %	3,2 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Entwicklung Umsatz

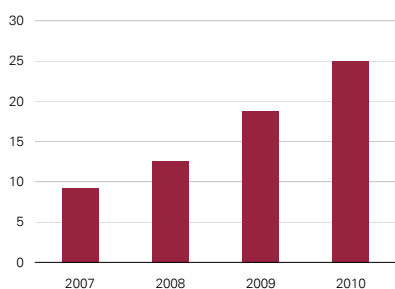
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Entwicklung EBIT

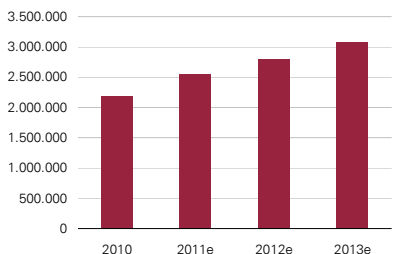
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Verkaufte Einheiten

Anzahl



Quelle: Vtion

Unternehmenshintergrund

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

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

Wettbewerbsqualität

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

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	29,0	39,2	67,6	102	70,0	68,0	67,0
Herstellungskosten	17,3	23,1	45,1	64,4	57,4	56,4	55,9
Bruttoergebnis	11,7	16,1	22,6	37,3	12,6	11,6	11,1
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	2,7	3,1	3,0
Verwaltungskosten	1,3	2,6	2,0	3,7	4,4	4,7	4,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,3	12,8	19,0	25,4	6,7	5,2	5,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITA	9,3	12,7	18,9	25,2	6,5	5,0	4,8
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
EBIT	9,2	12,6	18,8	25,0	6,2	4,7	4,5
Zinserträge	0,2	0,3	0,2	0,7	0,4	1,3	1,3
Zinsaufwendungen	0,3	0,5	0,2	3,9	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	0,4	1,3	1,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,1	12,4	18,8	21,8	6,6	6,0	5,8
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	9,1	12,4	18,8	21,8	6,6	6,0	5,8
Steuern gesamt	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,0	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,2	12,4	16,4	17,8	5,6	5,0	4,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9,2	12,4	16,4	17,8	5,6	5,0	4,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	9,2	12,4	16,4	17,8	5,6	5,0	4,8

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

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	59,7 %	58,9 %	66,6 %	63,3 %	82,0 %	83,0 %	83,5 %
Bruttoergebnis	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,7 %	18,0 %	17,0 %	16,5 %
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 %	3,8 %	4,5 %	4,5 %
Verwaltungskosten	4,5 %	6,6 %	2,9 %	3,7 %	6,3 %	6,9 %	6,6 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,7 %	1,2 %	0,5 %	0,4 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	32,2 %	32,6 %	28,1 %	25,0 %	9,6 %	7,6 %	7,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
EBITA	32,1 %	32,4 %	28,0 %	24,8 %	9,3 %	7,3 %	7,1 %
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 %
EBIT	31,9 %	32,2 %	27,8 %	24,6 %	8,9 %	6,9 %	6,7 %
Zinserträge	0,8 %	0,7 %	0,3 %	0,7 %	0,6 %	1,9 %	1,9 %
Zinsaufwendungen	1,1 %	1,2 %	0,3 %	3,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,3 %	-0,5 %	-0,1 %	-3,2 %	0,6 %	1,9 %	1,9 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31,5 %	31,6 %	27,8 %	21,4 %	9,5 %	8,8 %	8,6 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	31,5 %	31,6 %	27,8 %	21,4 %	9,5 %	8,8 %	8,6 %
Steuern gesamt	-0,1 %	0,0 %	3,5 %	4,0 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31,6 %	31,6 %	24,3 %	17,5 %	8,0 %	7,4 %	7,2 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	31,6 %	31,6 %	24,3 %	17,5 %	8,0 %	7,4 %	7,2 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	31,6 %	31,6 %	24,3 %	17,5 %	8,0 %	7,4 %	7,2 %

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

Bilanz Vtion

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,8	1,3	1,3	3,0	6,8	10,5
davon übrige imm. VG	0,6	0,8	1,3	1,3	3,0	6,8	10,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,5	0,6	1,2	2,0	3,8	5,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,8	1,2	1,9	2,6	5,1	10,6	16,1
Vorräte	2,3	4,9	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,1	6,4	34,8	32,6	47,9	48,4	47,7
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	86,6	85,3	84,3
Umlaufvermögen	25,8	49,8	108	143	152	151	149
Bilanzsumme (Aktiva)	26,6	51,0	110	146	157	161	165
Passiva							
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	54,0	58,2	62,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,4	3,3	2,1	13,5	17,9	17,9	17,9
Buchwert	10,4	35,6	96,0	129	136	140	144
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	10,4	35,6	96,0	129	136	140	144
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	3,0	3,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,7	8,3	8,2	11,2	15,3	15,8	15,6
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3	3,3	5,0	4,7	4,7	4,7	4,7
Verbindlichkeiten	16,2	15,4	13,9	16,3	20,4	20,9	20,7
Bilanzsumme (Passiva)	26,6	51,0	110	146	157	161	165

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

Bilanz Vtion

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	4,2 %	6,4 %
davon übrige imm. VG	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	4,2 %	6,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	0,7 %	1,0 %	0,6 %	0,9 %	1,3 %	2,4 %	3,4 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,9 %	2,4 %	1,8 %	1,8 %	3,2 %	6,6 %	9,8 %
Vorräte	8,7 %	9,6 %	3,4 %	2,5 %	2,2 %	2,1 %	2,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,1 %	12,5 %	31,7 %	22,4 %	30,6 %	30,0 %	28,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,3 %	16,0 %	7,2 %	5,5 %	8,6 %	8,4 %	8,2 %
Liquide Mittel	46,0 %	59,5 %	55,9 %	68,0 %	55,3 %	52,9 %	51,1 %
Umlaufvermögen	97,1 %	97,6 %	98,2 %	98,3 %	96,8 %	93,4 %	90,2 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	37,6 %	22,5 %	14,5 %	11,0 %	10,2 %	9,9 %	9,7 %
Kapitalrücklage	0,0 %	14,9 %	43,8 %	33,1 %	30,8 %	29,9 %	29,2 %
Gewinnrücklagen	2,9 %	25,8 %	27,0 %	35,5 %	34,5 %	36,1 %	37,7 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,4 %	6,6 %	2,0 %	9,3 %	11,5 %	11,1 %	10,9 %
Buchwert	39,1 %	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,0 %	87,0 %	87,5 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	39,1 %	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,0 %	87,0 %	87,5 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	11,3 %	7,5 %	0,6 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	19,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,8 %	16,2 %	7,5 %	7,7 %	9,8 %	9,8 %	9,5 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,3 %	6,5 %	4,5 %	3,3 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %
Verbindlichkeiten	60,8 %	30,2 %	12,6 %	11,2 %	13,0 %	13,0 %	12,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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	5,6	5,0	4,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	9,0	13,0	17,7	26,2	6,1	5,5	5,3
Veränderung Vorräte	-0,7	-2,6	1,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-7,5	3,8	-28,4	5,2	-15,3	-0,5	0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4,2	3,4	0,0	0,0	4,1	0,5	-0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	2,9	-5,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,1	-0,6	-27,4	4,4	-11,1	0,1	0,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,9	12,4	-9,6	30,6	-5,0	5,6	5,8
CAPEX	0,0	0,0	-1,0	-0,8	-3,0	-6,0	-6,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,7	-0,5	-1,0	-0,8	-3,0	-6,0	-6,0
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	-1,1	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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	3,5	3,6	43,9	0,0	-4,4	-0,8	-0,8
Veränderung liquide Mittel	10,7	15,5	33,2	29,8	-12,4	-1,3	-1,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	2,7	-2,1	7,7	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	12,2	30,3	61,5	99,0	86,6	85,3	84,3

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

Kennzahlen Vtion

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,4 %	8,9 %	5,4 %	7,9 %	9,1 %	10,1 %	9,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	150.254	174.116	433.583	546.565	350.000	309.091	304.546
EBITDA je Mitarbeiter	48.358	56.711	122.782	159.430	33.600	23.553	22.536
EBIT-Marge	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,8 %	8,9 %	6,9 %	6,7 %
EBITDA / Operating Assets	118,4 %	419,3 %	62,1 %	113,1 %	17,6 %	13,0 %	12,1 %
ROA	1197,3 %	995,4 %	852,6 %	858,8 %	111,0 %	47,2 %	29,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	161	79,5	107	81,4	34,3	17,7	11,9
Operating Assets Turnover	3,7	12,9	2,2	3,9	1,8	1,7	1,6
Capital Employed Turnover	1,9	1,1	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	4,7 %	3,4 %	3,2 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	87,8 %	49,9 %	29,1 %	26,3 %	5,1 %	3,7 %	3,5 %
ROE	88,1 %	34,8 %	17,2 %	17,0 %	4,1 %	3,6 %	3,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	4,2 %	3,6 %	3,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	4,2 %	3,6 %	3,4 %
ROIC	49,2 %	30,5 %	16,9 %	16,9 %	4,1 %	3,5 %	3,3 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-7,0	-30,3	-61,5	-99,0	-86,6	-85,3	-84,3
Net Gearing	-67,7 %	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-63,6 %	-60,8 %	-58,4 %
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	7,6	7,3	7,3
Acid Test Ratio	1,5	2,9	7,5	8,6	7,3	7,0	7,0
EBITDA / Zinsaufwand	29,9	26,5	92,1	7,6	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	97,3	60,3	591,4	9,1	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	7,9	12,4	-10,6	29,8	-8,0	-0,4	-0,2
Free Cash Flow / Umsatz	27,3 %	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	-11,4 %	-0,6 %	-0,4 %
Adj. Free Cash Flow	8,3	11,8	18,2	28,7	2,7	-0,8	-1,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	27,7 %	28,8 %	23,1 %	20,4 %	2,5 %	-2,7 %	-3,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	86,5 %	100,0 %	-64,2 %	135,3 %	-141,7 %	-8,4 %	-5,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	1,3 %	0,4 %	0,9 %	0,4 %	1,5 %	1,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	15,3 %	14,2 %	16,0 %	16,7 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	1,5 %	0,8 %	4,3 %	8,8 %	9,0 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,0 %	5,7 %	8,8 %	9,0 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	431,0 %	196,0 %	612,2 %	1260,5 %	1279,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,2 %	15,0 %	26,3 %	28,3 %	45,0 %	54,4 %	54,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	214,0 %	77,0 %	423,0 %	291,6 %	313,1 %	306,3 %	305,8 %
Inventory processing period (Tage)	29,0	45,5	20,3	13,0	18,3	18,3	18,3
Receivables collection period (Tage)	128	59,3	188	117	250	260	260
Payables payment period (Tage)	59,6	77,1	44,4	40,1	80,0	85,0	85,0
Cash conversion cycle (Tage)	97,0	23,8	163	89,7	188	193	193
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	6,2 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
P/B	5,2	1,5	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	4,3	3,0	2,6	2,5	9,7	11,0	11,4
P/CF	6,0	4,2	3,1	2,1	8,9	9,9	10,3
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	5,6	5,0	4,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	0,4	1,3	1,3
+ Steuern	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,0	1,0
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0	6,0	6,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	8,3	11,8	18,2	28,7	2,7	-0,8	-1,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-18,6%	-26,3%	-40,6%	-64,0%	-8,4%	2,6%	3,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	-44,7	-44,7	-44,7	-44,7	-32,4	-31,1	-30,1
= Fairer Enterprise Value	83,3	117,6	181,5	286,5	27,2	-	-
- Nettoverschuldung (Cash)	-99,0	-99,0	-99,0	-99,0	-86,6	-85,3	-84,3
- 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
= Faire Marktkapitalisierung	182,3	216,6	280,5	385,5	113,8	-	-
Aktienanzahl (Mio.)	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	11,46	13,62	17,64	24,25	7,16	-	-
Premium (-) / Discount (+) in %	236,2%	299,4%	417,3%	611,0%	109,9%	-	-

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	10,26	11,91	15,01	20,09	6,76	-	-
	12,0%	10,59	12,39	15,74	21,24	6,87	-	-
Fairer	11,0%	10,99	12,95	16,60	22,61	7,00	-	-
Free Cash Flow	10,0%	11,46	13,62	17,64	24,25	7,16	-	-
Yield	9,0%	12,05	14,44	18,91	26,25	7,35	-	-
	8,0%	12,78	15,47	20,50	28,75	7,58	-	-
	7,0%	13,71	16,79	22,53	31,97	7,89	-	-

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

DCF Modell - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	70,0	68,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
Veränderung	-31,1%	-2,9%	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	6,2	4,7	4,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	2,7	2,7	2,0	2,0	2,0	2,0
EBIT-Marge	8,9%	6,9%	6,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	15,1%	16,7%	17,3%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
NOPAT	5,3	3,9	3,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,1	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-11,1	0,1	0,5	3,0	3,4	3,4	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-3,0	-6,0	-6,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	4,3%	8,8%	9,0%	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)	-8,3	-1,5	-1,3	5,2	5,6	5,6	5,3	2,6	2,1	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5

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	2,3
Terminal Value	0,9
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	102,0
Eigenkapitalwert	105,2
Aktienzahl (Mio.)	15,90
Wert je Aktie (EUR)	6,62

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

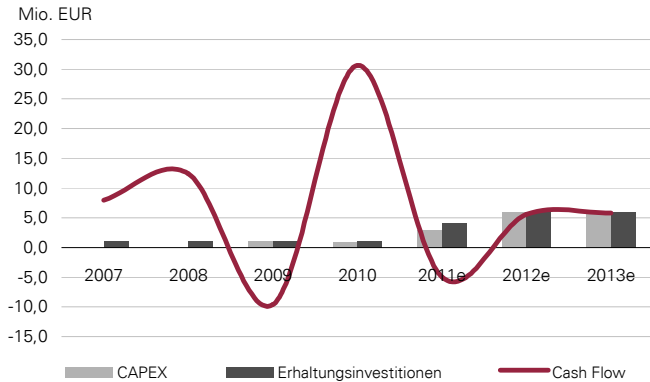
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
19,50%	6,58	6,58	6,58	6,58	6,58	6,58	6,58
19,00%	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60
18,75%	6,61	6,61	6,61	6,61	6,61	6,61	6,61
18,50%	6,62	6,62	6,62	6,62	6,62	6,62	6,62
18,25%	6,63	6,63	6,63	6,63	6,63	6,63	6,63
18,00%	6,64	6,64	6,64	6,64	6,64	6,64	6,64
17,50%	6,66	6,66	6,66	6,66	6,66	6,67	6,67

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
19,50%	6,27	6,37	6,48	6,58	6,68	6,78	6,88
19,00%	6,29	6,39	6,49	6,60	6,70	6,80	6,91
18,75%	6,29	6,40	6,50	6,61	6,71	6,82	6,92
18,50%	6,30	6,41	6,51	6,62	6,72	6,83	6,93
18,25%	6,31	6,42	6,52	6,63	6,74	6,84	6,95
18,00%	6,32	6,42	6,53	6,64	6,75	6,86	6,96
17,50%	6,33	6,44	6,55	6,66	6,77	6,88	6,99

Quelle: Warburg Research

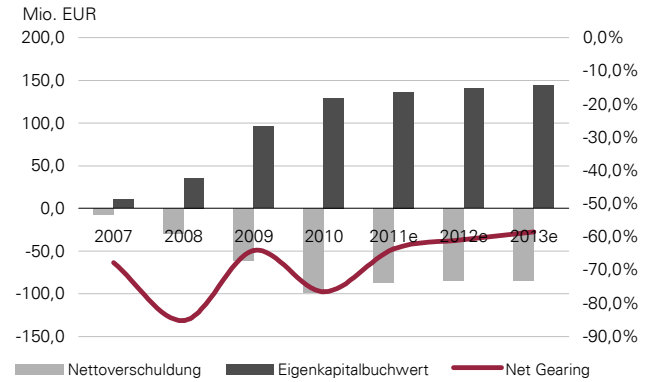
Investitionen und Cash Flow - Vtion



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

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

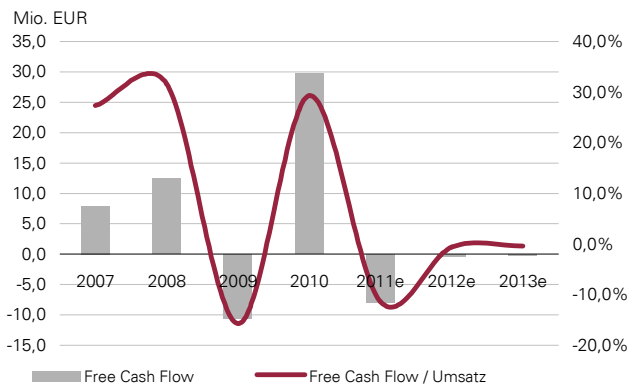
Bilanzqualität - Vtion



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

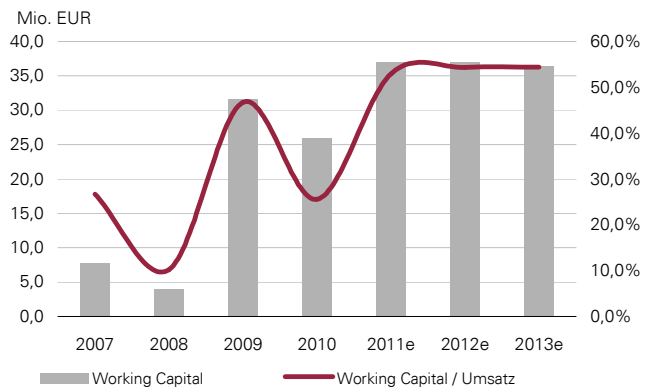
Free Cash Flow Generation - Vtion



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

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

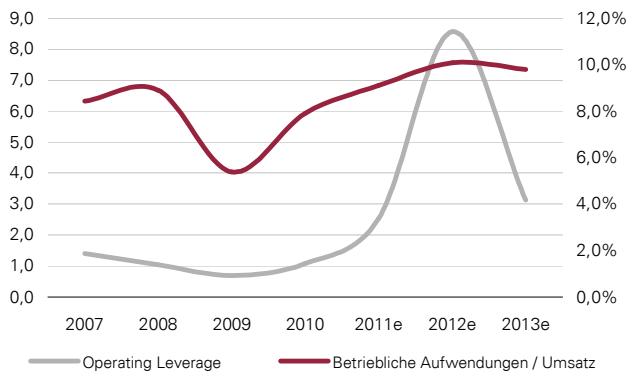
Working Capital - Vtion



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

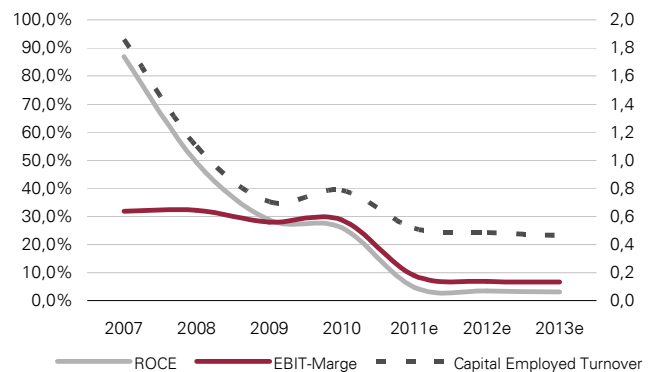
Operating Leverage - Vtion



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

- Operating Leverage begrenzt

ROCE Entwicklung - Vtion



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

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

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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

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

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

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

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

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

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

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

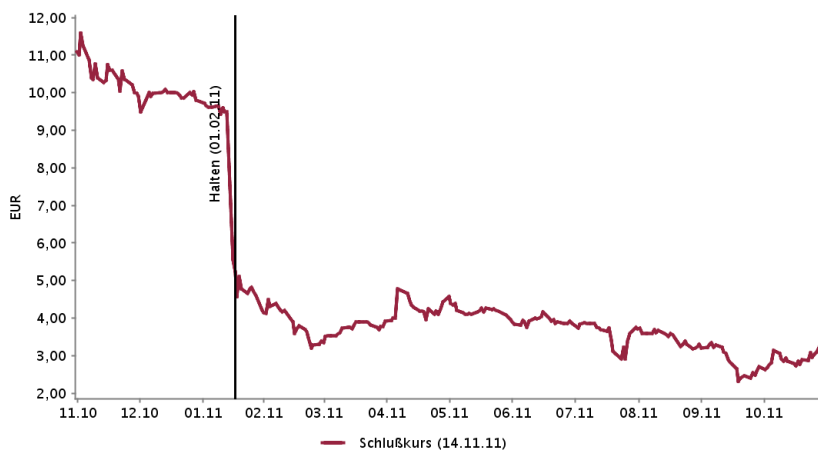
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	42	24%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	177	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	107	77%
Halten	29	21%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	139	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Vtion Wireless Technology AG am 15.11.11**



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

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



WARBURG RESEARCH

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

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

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

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