

<b>Hold</b> <b>EUR 6,20</b>  <b>Kurs</b> EUR 6,05 <b>Upside</b> 2,5 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 6,20 FCF-Value Potential: 4,20	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: F3C GR Reuters: F3CG ISIN: DE0007568578	<b>Beschreibung:</b> Führender Anbieter von DMFC-Brennstoffzellen für autarke Stromversorgung
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 45,4 Aktienanzahl (Mio.): 7,5 EV: 24,1 Freefloat MC: 23,2 Ø Trad. Vol. (30T): 24,28	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 51,2 % HPE: 25,7 % Havensight: 10,2 % Conduit Ventures: 10,2 % DWS (im Freefloat): 4,9 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2012e Beta: 1,6 KBV: 1,2 x EK-Quote: 73 % Net Fin. Debt / EBITDA: -14,9 x Net Debt / EBITDA: -14,9 x

## Q3 weitgehend im Rahmen – Starkes Q4 erwartet

Berichtete Kennzahlen Q3/2012:										Kommentar zu den Kennzahlen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3 2012	Q3 2012e	Q3 2011	yoy	9M 2012	9M 2012e	9M 2011	yoy			§ Das Umsatzwachstum yoy wird angetrieben durch die Konsolidierung von PBF, das im Dezember 2011 akquiriert wurde
<b>Umsatz</b>	6,2	5,8	2,7	128 %	21,2	20,8	10,5	102 %			§ Q3 saisonal schwach aufgrund der geringen Nachfrage im Segment Freizeit
<b>EBITDA</b>	-0,6	-0,8	-1,4	54 %	-0,2	-0,3	-3,0	95 %			§ Niedrige Umsätze erklären die roten Ergebniszahlen nachdem das EBIT in H1 den Break-Even erreichte. 9M EBIT berücksichtigt einen positiven Einmaleffekt von ca. EUR 0,5 Mio.
<b>Marge</b>	-10 %	-14 %	-52 %		-1 %	-2 %	-28 %				Eine Telefonkonferenz war für 10 Uhr angesetzt
<b>EBIT</b>	-1,1	-1,2	-1,8	38 %	-1,0	-1,0	-4,0	76 %			
<b>Marge</b>	-18 %	-20 %	-66 %		-4 %	-5 %	-38 %				
<b>EPS</b>	-0,15	-0,17	-0,24	38 %	-0,13	-0,14	-0,52	75 %			

Die Q3 Umsätze reflektieren die typisch schwache Saisonalität im Freizeitmarkt, der derzeit generell durch die schwache Wirtschaftslage belastet wird. Jedoch wird der Fortschritt von SFC im Industriegeschäft dadurch überschattet. Organisch konnte SFC die Umsätze von Brennstoffzellen mit Industriekunden um 40% yoy (9M: 46%) steigern. Einschließlich des akquirierten PBF konnte das Industriegeschäft in den ersten drei Quartalen zwei Drittel der Konzernumsätze beitragen.

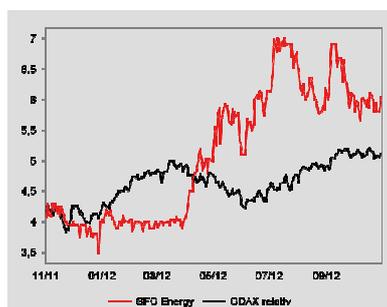
Die Bruttomarge fiel während des Quartals aufgrund des höheren Anteils der PBF-Umsätze (leicht niedrigere Marge) auf ca. 39% in Q3 (nach 41% in H1). Ein höherer Anteil an Umsätzen mit Brennstoffzellen sollte die Bruttomarge erneut auf ein Niveau von über 40% in Q4 treiben. Die Bruttomarge für das Gesamtjahr soll um fast 7 PP ansteigen und damit, neben der PBF-Akquisition, die deutliche Verbesserung der Ergebnisqualität erklären.

SFC hat seine **Guidance** mit über EUR 30 Mio. an Umsätzen und einem positiven EBITDA im Geschäftsjahr 2012 **bestätigt**. Diese **Ziele sollten mühelos erreicht werden**. Das EBITDA nach 9M fiel nur leicht negativ aus (EUR -0,2 Mio.), wobei das stärkste Quartal noch bevorsteht, basierend auf einem Auftragsbestand von EUR 12,3 Mio. Ende September. Das Q4 EBIT sollte EUR 0,6 Mio. erreichen.

**Wachstumserwartungen 2013 im Rahmen:** SFC hat ein Umsatzwachstum von ca. 10% für 2013 angestrebt, das in vollem Umfang den WR-Schätzungen entspricht. Ein weiteres starkes Wachstum wird in den Industriebereichen erwartet (WRe: +24%), was niedrigere Beiträge aus den Projekten im Bereich Verteidigung ausgleicht, die im Geschäftsjahr 2012 auf einem sehr hohen Niveau liegen. Eine weitere Akquisition könnte das Geschäftsvolumen weiter anheben.

Die Haltenempfehlung und das Kursziel mit EUR 6,20 bleiben unverändert.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -		
<b>Umsatz</b>	30,8	0,0 %	34,0	0,0 %	37,9	0,0 %		§ Ergebnisprognosen für 2012 marginal angehoben aufgrund leicht höherer Bruttomargenerwartungen für Q4 (Auslieferungen für hochmarginierere Projekte im Bereich Verteidigung.)
<b>EBIT</b>	-0,7	n.m.	-0,2	0,0 %	0,8	0,0 %		§ EBIT Break-Even in 2013 in Reichweite
<b>EPS</b>	-0,08	n.m.	-0,03	0,0 %	0,10	0,0 %		

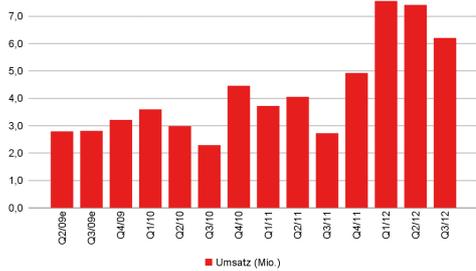


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-2,4 %
6 Monate:	13,8 %
Jahresverlauf:	27,6 %
Letzte 12 Monate:	28,7 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	

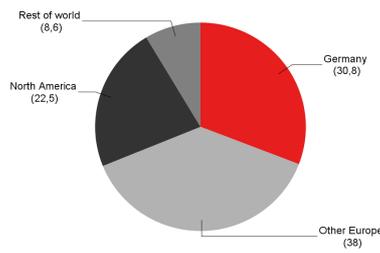
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	34,9 %	14,6	11,7	13,3	15,4	30,8	34,0	37,9
Veränd. Umsatz yoy		1,4 %	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	99,9 %	10,2 %	11,4 %
<b>Rohtragsmarge</b>		18,5 %	27,3 %	30,3 %	34,8 %	41,6 %	41,0 %	41,5 %
<b>EBITDA</b>	-	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	1,4	1,6	2,5
<b>Marge</b>		-25,4 %	-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	4,6 %	4,6 %	6,5 %
<b>EBIT</b>	-	-4,5	-4,5	-4,5	-6,6	-0,4	-0,2	0,8
<b>Marge</b>		-30,9 %	-38,6 %	-33,8 %	-42,9 %	-1,2 %	-0,7 %	2,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	-	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,3	-0,3	0,7
<b>EPS</b>	-	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,05	-0,03	0,10
<b>EPS adj.</b>	-	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,11	-0,03	0,10
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>		-0,68	-0,70	-0,91	-0,82	-0,09	-0,02	0,02
<b>EV / Umsatz</b>		1,8 x	0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,8 x	16,4 x	10,3 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,6 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	60,5 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	60,5 x
<b>FCF Yield Potential</b>		-16,3 %	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	1,8 %	2,0 %	5,6 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-21,3	-19,8	-20,0
<b>ROE</b>		-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-0,9 %	-0,7 %	2,0 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-158,2 %	-95,9 %	-70,2 %	-59,1 %	-21,6 %	4,2 %	3,1 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz EUR 30 Mio.; EBITDA Break even						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



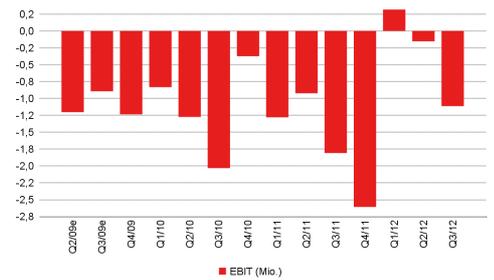
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

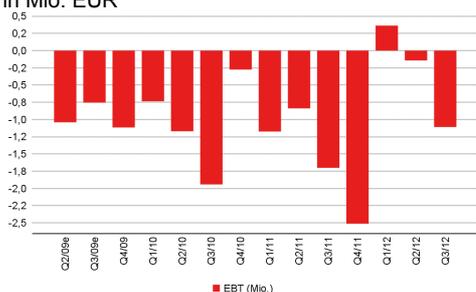
## Unternehmenshintergrund

- § SFC ist das erste Unternehmen, das Brennstoffzellen von der Entwicklung in marktreife Produkte überführen konnte. SFC konnte bislang über 22.000 Brennstoffzellen verkaufen.
- § Mit Ihren Produkten (Direkt-Methanol-Brennstoffzellen) adressiert das Unternehmen Anwendungen im Freizeit-, Industrie und Verteidigungsbereich.
- § Während im Freizeit- und Industriebereich kommerzielle Produktverkäufe im Vordergrund stehen, werden im Verteidigungssegment Umsätze vor allem durch Entwicklungskooperationen, Prototypen und ersten Kleinserien erzielt.
- § Entwicklung, Produktion und Vertrieb sind am Firmensitz in Brunthal, bei München, angesiedelt. SFC beschäftigt derzeit rund 100 Mitarbeiter.

## Wettbewerbsqualität

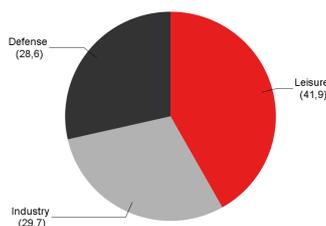
- § Die von SFC fokussierten DMFC-Brennstoffzellen sind in mobilen Applikationen mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien (vor allem ggü. Wasserstoff) überlegen.
- § SFC's Produkte stehen so vor allem zu etablierten Technologien im Wettbewerb. Statt des Preises stehen vor allem die spezifischen Vorteile der Brennstoffzellentechnologie in den jeweiligen Einsatzgebieten im Vordergrund.
- § In den Märkten Freizeit + Industrie steht die netz- und wetterunabhängige Energieversorgung im Fokus. Im Verteidigungsbereich ermöglichen die Brennstoffzellen eine Gewichtsreduzierung um ca. 80%
- § Wesentliche Markteintrittsbarrieren sind der technologische Vorsprung, abgesichert durch ein umfangreiches Patentportfolio, und die aufgebauten Vertriebsstrukturen (Freizeitmarkt).
- § Eine solide Bilanz mit hoher Cash-Position ermöglicht SFC die Skalierung der Brennstoffzellen-Technologie und die Adressierung neuer Applikationen, um in den nächsten 2-3 Jahren den Break-Even zu erreichen.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



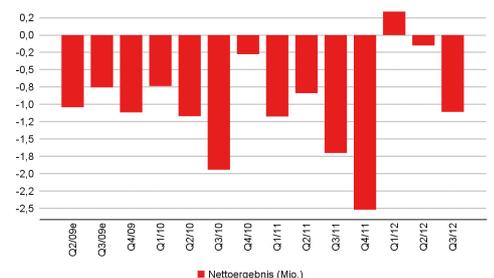
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	30,8	34,0	37,9	41,7	45,8	49,3	53,0	55,6	58,4	61,3	63,2	65,1	66,7	
Umsatzwachstum	99,9 %	10,2 %	11,4 %	10,0 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-0,4	-0,2	0,8	1,9	3,0	3,9	4,8	5,0	5,3	5,5	5,7	5,9	6,0	
EBIT-Marge	-1,2 %	-0,7 %	2,0 %	4,5 %	6,5 %	8,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	-82,8 %	-127,9 %	40,4 %	19,0 %	12,0 %	14,9 %	14,4 %	14,3 %	14,2 %	14,2 %	14,1 %	14,0 %	14,0 %	
NOPAT	-0,7	-0,5	0,5	1,5	2,6	3,4	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,0	5,2	
Abschreibungen	1,8	1,8	1,7	1,9	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5	2,6	2,7	
Abschreibungsquote	5,8 %	5,3 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,3 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Veränd. Rückstellungen	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	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,2	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	
- Investitionen	1,9	1,9	2,2	2,3	2,3	2,5	2,6	2,8	2,6	2,6	2,5	2,6	2,7	
Investitionsquote	6,2 %	5,6 %	5,8 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,3 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Sonstiges	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)	-1,0	-0,4	-0,1	0,6	2,1	3,1	3,3	3,6	4,1	4,3	4,6	4,7	4,9	4
Barwert FCF	-1,0	-0,4	-0,1	0,4	1,3	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	11
Anteil der Barwerte	<b>-6,09 %</b>			<b>58,81 %</b>										<b>47,28 %</b>

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	1,75
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,40
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,50
		Sonst	1,80
<b>WACC</b>	<b>11,75 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,55</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2024e	13		
Terminal Value	11		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	1		
Liquide Mittel	23	Aktienzahl (Mio.)	7,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>47</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,23</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge							
	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp	
<b>1,75</b> (12,8 %)	5,73	5,76	5,78	5,81	5,84	5,88	5,91	<b>1,75</b> (12,8 %)	4,93	5,23	5,52	5,81	6,11	6,40	6,69
<b>1,65</b> (12,3 %)	5,91	5,94	5,97	6,01	6,04	6,08	6,12	<b>1,65</b> (12,3 %)	5,09	5,40	5,70	6,01	6,31	6,62	6,93
<b>1,60</b> (12,0 %)	6,01	6,04	6,08	6,11	6,15	6,19	6,24	<b>1,60</b> (12,0 %)	5,18	5,49	5,80	6,11	6,43	6,74	7,05
<b>1,55</b> (11,8 %)	6,11	6,15	6,19	<b>6,23</b>	6,27	6,31	6,36	<b>1,55</b> (11,8 %)	5,27	5,59	5,91	<b>6,23</b>	6,55	6,87	7,19
<b>1,50</b> (11,5 %)	6,22	6,26	6,30	6,34	6,39	6,44	6,49	<b>1,50</b> (11,5 %)	5,36	5,69	6,02	6,34	6,67	7,00	7,33
<b>1,45</b> (11,3 %)	6,34	6,38	6,42	6,47	6,52	6,57	6,63	<b>1,45</b> (11,3 %)	5,46	5,80	6,13	6,47	6,80	7,14	7,48
<b>1,35</b> (10,8 %)	6,59	6,64	6,69	6,74	6,80	6,87	6,93	<b>1,35</b> (10,8 %)	5,69	6,04	6,39	6,74	7,10	7,45	7,80

§ Überproportionales Wachstum in industriellen Applikationen sollte zu zweistelligem Wachstum in nächsten 3 Jahren führen

§ Die zusätzlichen Erlöse führen zu einem sukzessiven Anstieg der Ergebnisqualität

§ Hohe Verlustvträge reduzieren die Steuerquote in den nächsten Jahren deutlich

**Free Cash Flow Value Potential**

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,3	-0,3	0,7	
+ Abschreibung + Amortisation	0,8	0,9	1,0	2,0	1,8	1,8	1,7	
- Zinsergebnis (netto)	2,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	-16,3 %	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	1,8 %	2,0 %	5,6 %	
WACC	11,75 %	11,75 %	11,75 %	11,75 %	11,75 %	11,75 %	11,75 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>25,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>10,1</b>	<b>24,1</b>	<b>25,6</b>	<b>25,4</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>12,0</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-21,3	-19,8	-20,0	
- 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	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>24,9</b>	<b>24,2</b>	<b>32,0</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>3,32</b>	<b>3,23</b>	<b>4,26</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-45,1 %	-46,6 %	-29,5 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	14,75 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,23	3,11	3,94
	13,75 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,25	3,14	4,03
	12,75 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,29	3,18	4,14
WACC	<b>11,75 %</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>3,32</b>	<b>3,23</b>	<b>4,26</b>
	10,75 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,37	3,28	4,41
	9,75 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,42	3,35	4,59
	8,75 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,49	3,43	4,81

§ Aufgrund noch zu geringer Umsatzbasis führt das FCF-Value-Modell derzeit nicht zu sinnvoller Wertindikation

<b>Wertermittlung</b>							
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>
KBV	1,4 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,73	6,07	5,42	3,62	3,36	3,11	3,23
EV / Umsatz	1,8 x	0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,8 x	16,4 x	10,3 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,6 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	316,4 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	60,5 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	60,5 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	-16,3 %	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	1,8 %	2,0 %	5,6 %
*Adjustiert um:	-						

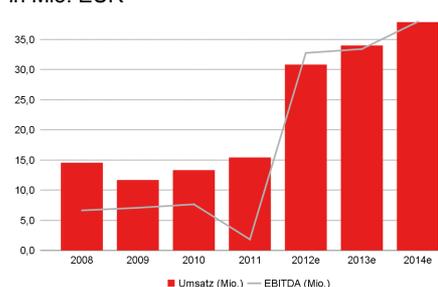
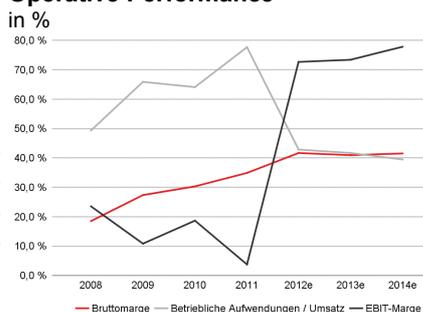
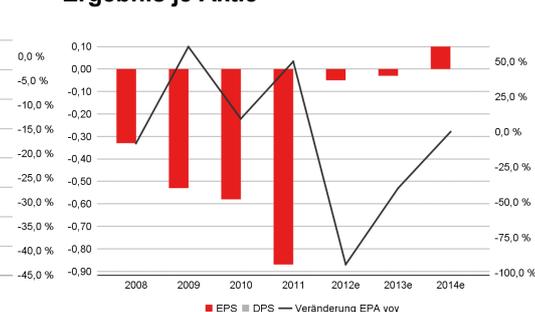
**GuV**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>14,6</b>	<b>11,7</b>	<b>13,3</b>	<b>15,4</b>	<b>30,8</b>	<b>34,0</b>	<b>37,9</b>
Veränd. Umsatz yoy	1,4 %	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	99,9 %	10,2 %	11,4 %
Herstellungskosten	11,9	8,5	9,3	10,1	18,0	20,1	22,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>12,8</b>	<b>13,9</b>	<b>15,7</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>18,5 %</i>	<i>27,3 %</i>	<i>30,3 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>41,6 %</i>	<i>41,0 %</i>	<i>41,5 %</i>
Forschung und Entwicklung	0,8	1,5	1,9	2,5	4,3	3,9	4,0
Vertriebskosten	4,3	4,4	4,8	4,9	5,7	6,3	6,7
Verwaltungskosten	2,2	2,1	2,1	2,7	3,7	4,1	4,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	2,1	0,1	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,4	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
<i>Marge</i>	<i>-25,4 %</i>	<i>-30,8 %</i>	<i>-26,2 %</i>	<i>-30,1 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>6,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,5	1,4	1,4	1,3
<b>EBITA</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
Abschreibungen auf iAV	0,3	0,5	0,6	1,5	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>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>
<i>Marge</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-38,6 %</i>	<i>-33,8 %</i>	<i>-42,9 %</i>	<i>-1,2 %</i>	<i>-0,7 %</i>	<i>2,0 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>
Zinserträge	2,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>
<i>Marge</i>	<i>-16,2 %</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-0,1 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>2,9 %</i>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>
<i>Marge</i>	<i>-16,2 %</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,1 %</i>	<i>-0,7 %</i>	<i>2,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,1	7,2	7,2	7,2	7,5	7,5	7,5
<b>EPS</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,53</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,87</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,10</b>
EPS adj.	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,11	-0,03	0,10

\*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz EUR 30 Mio.; EBITDA Break even****Kennzahlen**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	49,4 %	65,9 %	64,2 %	77,7 %	42,8 %	41,7 %	39,5 %
Operating Leverage	-3,1 x	0,0 x	0,0 x	3,0 x	-0,9 x	-3,4 x	n.a.
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	-774,3 %	379,4 %	31,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	141.299	111.302	133.291	145.525	166.716	178.961	315.708

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR**Operative Performance****Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

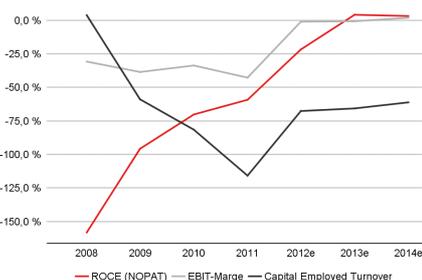
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

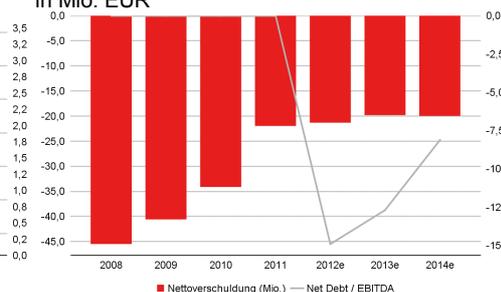
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,8	2,4	3,0	10,9	11,2	12,9	13,2
davon übrige imm. VG	1,8	2,4	3,0	3,2	3,5	3,8	4,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	6,0	6,0	7,4	7,4
Sachanlagen	1,1	1,7	2,3	2,7	2,5	2,3	2,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,8</b>	<b>15,2</b>	<b>15,7</b>
Vorräte	1,2	1,3	1,9	4,9	5,6	5,4	5,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,5	2,2	2,7	5,0	5,5	5,9	6,5
Liquide Mittel	45,6	40,6	34,1	22,7	22,4	20,9	21,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5	3,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>51,9</b>	<b>46,4</b>	<b>41,1</b>	<b>35,2</b>	<b>36,0</b>	<b>34,7</b>	<b>36,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>54,8</b>	<b>50,5</b>	<b>46,4</b>	<b>48,8</b>	<b>49,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,7</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	7,2	7,2	7,2	7,5	7,5	7,5	7,5
Kapitalrücklage	66,9	66,9	66,9	67,9	67,9	67,9	67,9
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,6	0,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-24,4	-28,2	-32,3	-38,6	-38,6	-38,6	-38,1
Buchwert	49,6	45,8	41,7	36,8	36,4	36,2	37,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>49,6</b>	<b>45,8</b>	<b>41,7</b>	<b>36,8</b>	<b>36,4</b>	<b>36,2</b>	<b>37,4</b>
Rückstellungen gesamt	0,8	0,8	1,0	2,3	2,3	2,3	2,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,1	0,0	0,0	0,8	1,1	1,1	1,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,0	1,4	3,2	3,8	4,2	4,7
Sonstige Verbindlichkeiten	2,3	1,8	2,2	5,8	6,2	6,2	6,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,3</b>	<b>13,7</b>	<b>14,2</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>54,8</b>	<b>50,5</b>	<b>46,4</b>	<b>48,8</b>	<b>49,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,7</b>

**Kennzahlen**

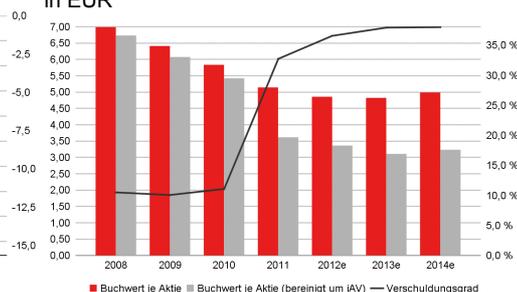
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	5,7 x	3,6 x	2,4 x	1,7 x	3,3 x	3,8 x	4,1 x
Capital Employed Turnover	3,5 x	2,2 x	1,8 x	1,0 x	2,0 x	2,1 x	2,2 x
ROA	-79,3 %	-92,5 %	-78,0 %	-45,6 %	-2,5 %	-1,7 %	4,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-158,2 %	-95,9 %	-70,2 %	-59,1 %	-21,6 %	4,2 %	3,1 %
ROE	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-0,9 %	-0,7 %	2,0 %
Adj. ROE	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-2,2 %	-0,7 %	2,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-21,3	-19,8	-20,0
Nettofinanzverschuldung	-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-21,3	-19,8	-20,0
Net Gearing	-91,7 %	-88,5 %	-81,8 %	-59,7 %	-58,5 %	-54,8 %	-53,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1490,9 %	-1270,2 %	-812,4 %
Buchwert je Aktie	7,0	6,4	5,8	5,1	4,9	4,8	5,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,7	6,1	5,4	3,6	3,4	3,1	3,2

**Entwicklung ROCE****Nettoverschuldung**

in Mio. EUR

**Buchwert je Aktie**

in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

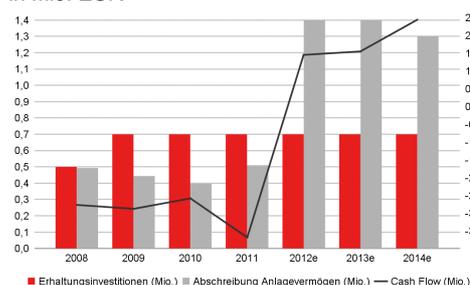
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,3	-0,3	0,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,4	0,4	0,5	1,4	1,4	1,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,5	0,6	1,5	0,4	0,4	0,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,3	0,0	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>
Veränderung Vorräte	0,1	-0,2	-0,6	-1,0	-0,7	0,2	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,8	-0,1	-0,6	0,3	1,0	0,4	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,2	-0,1	-1,7	-1,0	-0,2	0,2	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
Investitionen in iAV	-1,1	-1,1	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionen in Sachanlagen	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4	-1,2	-1,2	-1,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-1,4	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,5	-0,1	0,0	-0,4	0,3	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	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	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-7,4	-5,0	-6,5	-12,0	-0,3	-1,5	0,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>45,6</b>	<b>40,6</b>	<b>34,1</b>	<b>22,2</b>	<b>22,4</b>	<b>20,9</b>	<b>21,0</b>

## Kennzahlen

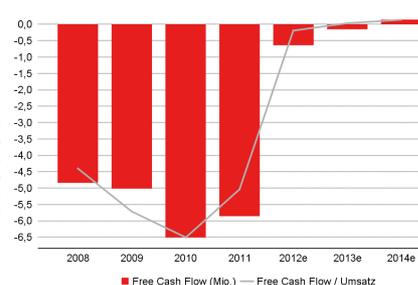
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-4,8	-5,0	-6,5	-5,9	-0,6	-0,2	0,1
Free Cash Flow / Umsatz	-33,3 %	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	-2,1 %	-0,5 %	0,4 %
Free Cash Flow Potential	-4,2	-4,3	-4,2	-5,4	0,4	0,5	1,4
Free Cash Flow / Umsatz	-33,3 %	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	-2,1 %	-0,5 %	0,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	205,5 %	132,6 %	157,8 %	94,0 %	185,7 %	60,6 %	19,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,4 %	1,7 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,9 %	35,6 %	n.a.	9,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	12,8 %	17,5 %	16,7 %	7,3 %	6,2 %	5,6 %	5,8 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	6,0 %	5,3 %	4,5 %	2,3 %	2,1 %	1,8 %
CAPEX / Abschreibungen	231,7 %	226,8 %	217,8 %	57,3 %	105,6 %	105,6 %	129,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,1 %	12,6 %	18,1 %	31,7 %	21,4 %	19,4 %	17,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	123,1 %	112,7 %	196,0 %	156,0 %	144,7 %	140,5 %	138,3 %
Vorratumschlag	10,3 x	6,4 x	4,8 x	2,0 x	3,2 x	3,7 x	4,1 x
Receivables collection period (Tage)	63	69	74	119	65	63	63
Payables payment period (Tage)	63	84	54	117	77	76	77
Cash conversion cycle (Tage)	-29	-17	37	112	45	28	17

## Investitionen und Cash Flow

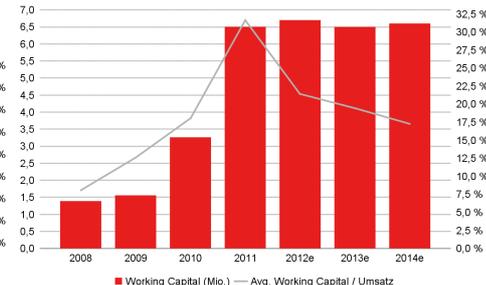
in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; 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, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder 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, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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, Free Cash Flow Value Potential, 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, offenzulegen.

Die von 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 Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA 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.

## QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
SFC Energy	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007568578.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007568578.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

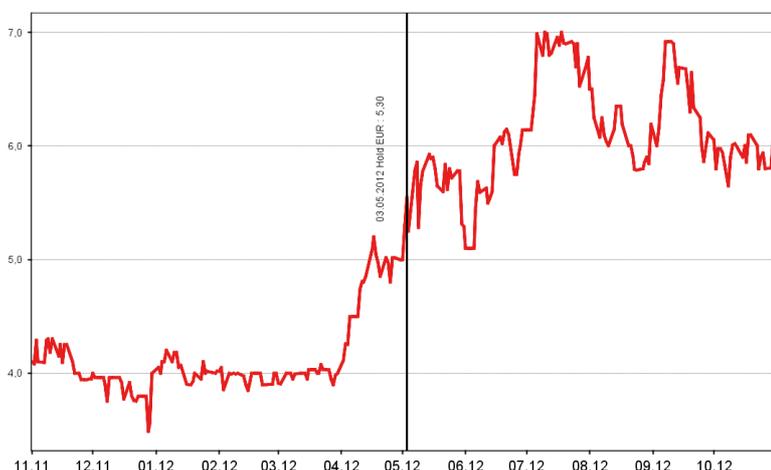
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	57
Halten	68	36
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>190</b>	<b>100</b>

**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	94	59
Halten	56	35
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>159</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SFC ENERGY] AM [31.10.2012]**


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.

**RESEARCH**

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	<b>Henner Rüschemeyer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	<b>Roland Rapelius</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Malte Rätther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Robert Conredel</b> Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Julian Straube</b> Small & Mid Caps	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@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>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Support</b>	
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

**For access please contact:**

<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---