

<b>Buy</b> <b>EUR 6,00</b> (EUR 7,00)  Kurs EUR 3,90 <b>Upside 53,7 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 6,00 FCF-Value Potential 15e: 4,40	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: F3C GR Reuters: F3CG ISIN: DE0007568578	<b>Beschreibung:</b> Lösungen für netzferne und stationäre Energieversorgung
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 31,3 Aktienanzahl (Mio.): 8,0 EV: 24,5 Freefloat MC: 16,6 Ø Trad. Vol. (30T): 19,93	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 52,9 % HPE 24,1 % Havensight 9,6 % Conduit Ventures 9,5 % DWS (im Freefloat) 6,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2013e Beta: 1,6 KBV: 0,9 x EK-Quote: 74 %

## Guidancerevision aufgrund von Verzögerung bei Verteidigungsprojekten

SFC veröffentlichte Mittwochabend eine Gewinnwarnung, die in erster Linie auf Verzögerungen bei der Realisierung von großen Verteidigungsprojekten und eine etwas geringere Nachfrage in industriellen Anwendungen zurückgeführt werden kann. Eine Telefonkonferenz hat am Donnerstagmorgen stattgefunden.

Ursprünglich wurde angenommen, dass sich das Verteidigungsgeschäft, das in H1 einen Umsatzbeitrag von EUR 1,3 Mio. leistete, in H2 durch Großprojekte in Deutschland, den USA und/oder anderen Märkten beschleunigen würde (WRe bisher EUR 3,9 Mio.). Nun haben die anhaltenden Budget-Diskussionen in den USA und Projektverzögerungen in Deutschland zu einer Verschiebung dieser Aufträge ins Jahr 2014 geführt. Der Umfang dieser Projekte, ca. EUR 3 Mio. in Deutschland und EUR 1,5-2 Mio. in den USA, erklären die erheblichen Auswirkungen. Darüber hinaus haben Verzögerungen bei der Auslieferung von Brennstoffzellen für die kanadische Öl- und Gasindustrie im Rahmen der Akquisition des kanadischen Simark auch hier zu einem Umsatzrückgang geführt. Der Absatz von Brennstoffzellen für industrielle Anwendungen dürfte im Jahr 2013, nach einem Wachstum von 18% in 2012, nun um ca. 8% steigen.

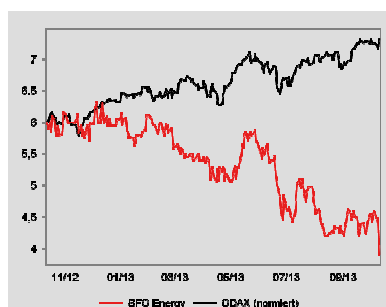
SFC rechnet für GJ 2013 nun mit einem Umsatz von EUR 32-36 Mio. Die Mitte dieser Guidance scheint erreichbar und liegt 12% unter der bisherigen Schätzung. Die neue Guidance für das bereinigte EBITDA von EUR -2,5 - -3 Mio. erscheint sehr konservativ. Wir sehen keinen Grund, warum das Brennstoffzellen- und das Leistungselektronikgeschäft in H2 deutlich unter das adj. EBITDA von EUR -0,7 Mio. fallen sollte, welches bei einem ähnlichen Umsatzniveau in H1 verzeichnet wurde. Daher wird erwartet, dass das bereinigte EBITDA näher bei EUR -2 Mio. liegen wird.

Geringerer Effekt auf 2014: Das Management zeigte sich zuversichtlich, hinsichtlich der Realisierung des Bundeswehr-Projekts im nächsten Jahr und in Bezug auf wieder höhere Wachstumsraten im industriellen Brennstoffzellengeschäft. Hier dürfte der bessere Zugang zur nordamerikanischen Öl- und Gasindustrie als Treiber dienen. Daher wird nun erwartet, dass SFC das untere Ende seiner 2014er Umsatzguidance von EUR 55-60 Mio. erreichen wird. Ein Großteil des erwarteten Anziehens der Umsatzentwicklung ist bereits heute sichtbar. Die Ganzjahreskonsolidierung des akquirierten Simark wird zu einem zusätzlichen Umsatzbeitrag von ca. EUR ca. 15 Mio. führen, was ca.70% des erwarteten Umsatzwachstums entspricht.

Es wird weiterhin erwartet, dass SFC ab dem nächsten Geschäftsjahr ein nachhaltig positives bereinigtes EBITDA und bereinigtes EBIT erreichen wird, getrieben durch positive Ergebnisbeiträge von Simark und eine bessere Entwicklung des Kerngeschäfts. Die berichtete Ergebniszahl wird einige Belastungen enthalten, da Teile des Transaktionspreises gemäß IFRS als Personalaufwand in der GuV einfließen.

Das neue Kursziel beträgt EUR 6. Das Rating lautet angesichts des Aufwärtspotenzials und des erwarteten Turnarounds der Ergebnisentwicklung weiterhin Kaufen.

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	38,5	-11,6 %	58,1	-5,6 %	65,5	-5,8 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsatzschätzungen aufgrund von Verzögerungen bei Verteidigungsprojekten, einer vorsichtigeren Haltung zur Realisierung dieser Projekte und niedrigerer Annahmen für Absatz von industriellen Brennstoffzellen gesenkt</li> <li>Basiseffekte erklären überproportionale Auswirkung auf Ergebnisse</li> <li>Weiterhin deutlich verbesserte Ergebnisverbesserung ab 2014 erwartet</li> </ul>
<b>EBIT</b>	-3,0	n.m.	0,8	n.m.	2,5	-52,2 %	
<b>EBIT adj.</b>	-0,9	n.m.	2,4	-65,3 %	4,1	-31,4 %	
<b>EPS</b>	-0,44	n.m.	-0,01	n.m.	0,20	-85,0 %	

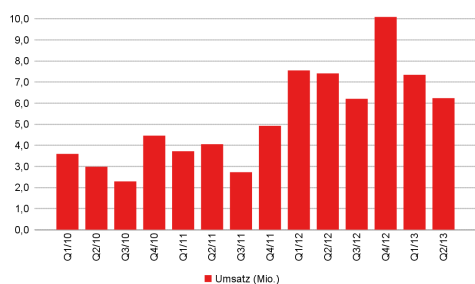


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-15,3 %
6 Monate:	-36,9 %
Jahresverlauf:	-51,1 %
Letzte 12 Monate:	-56,3 %

**Unternehmenstermine:**  
06.11.13 Q3

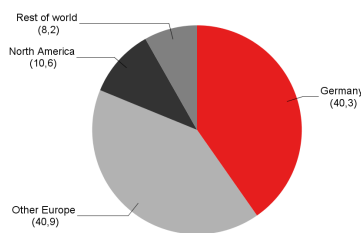
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	25,4 %	11,7	13,3	15,4	31,3	34,1	54,8	61,7
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		-19,7 %	14,1 %	15,7 %	102,6 %	9,0 %	60,9 %	12,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		27,3 %	30,3 %	34,8 %	40,8 %	38,0 %	38,0 %	38,2 %
<b>EBITDA</b>	70,0 %	-3,6	-3,5	-4,6	0,7	-2,3	1,6	3,6
<b>Marge</b>		-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	2,3 %	-6,9 %	2,9 %	5,8 %
<b>EBIT</b>		-4,5	-4,5	-6,6	-0,5	-4,2	-0,8	1,2
<b>EBIT adj.</b>		-4,5	-4,5	-4,1	-1,0	-3,2	0,8	2,8
<b>Marge</b>		-38,6 %	-33,8 %	-26,8 %	-3,2 %	-9,5 %	1,5 %	4,6 %
<b>Nettoergebnis</b>		-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-4,6	-1,6	0,2
<b>EPS</b>		-0,53	-0,58	-0,87	-0,06	-0,60	-0,21	0,03
<b>EPS adj.</b>		-0,53	-0,58	-0,52	-0,12	-0,47	0,00	0,24
<b>FCFPS</b>		-0,70	-0,91	-0,82	0,08	-0,40	-0,05	0,12
<b>EV / Umsatz</b>		0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,6 x	0,7 x	0,5 x	0,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	n.a.	n.a.	25,1 x	n.a.	16,9 x	7,5 x
<b>EV / EBIT adj.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,9 x	9,5 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	130,1 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,3 x
<b>FCF Yield Potential</b>		-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	0,3 %	-10,2 %	5,4 %	12,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-40,6	-34,1	-22,0	-22,5	-6,8	-4,5	-4,2
<b>ROE</b>		-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-1,2 %	-12,9 %	-4,8 %	0,6 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-95,9 %	-70,2 %	-59,1 %	-3,5 %	-22,4 %	-5,5 %	0,7 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz EUR 32 - 36 Mio., underlying EBITDA EUR -2,5 - -3,0 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



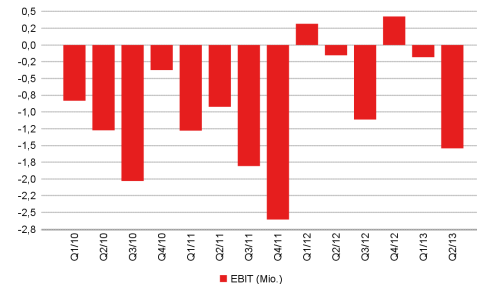
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

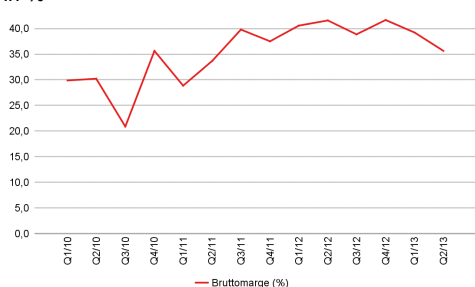
## Unternehmenshintergrund

- 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.
- Die Akquisition von PBF in 2011 ergänzte das Produktportfolio um kundenspezifische Hightech-Stromversorgungslösungen im industriellen Umfeld
- Die Akquisition von Simark (Kanada) erlaubt eine Vorwärtsintegration zum Systemanbieter und verstärkt den Zugang zum attraktiven Öl + Gas-Markt

## Wettbewerbsqualität

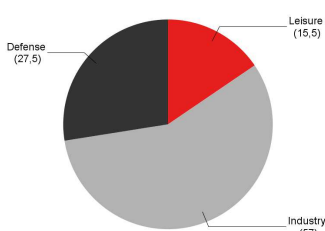
- Die von SFC fokussierten DMFC-Brennstoffzellen sind in mobilen Applikationen mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien (vor allem ggü. Wasserstoff) überlegen.
- SFCs Produkte stehen so vor allem zu etablierten Technologien im Wettbewerb. Statt des Preises 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.

**Entwicklung Bruttomarge**  
in %



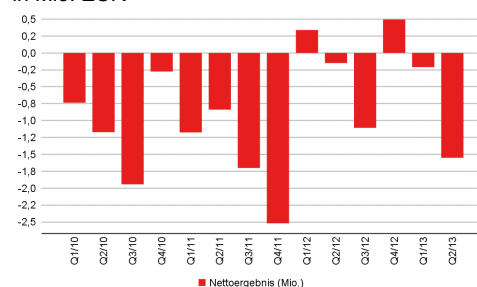
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	34,1	54,8	61,7	67,9	73,0	78,4	82,4	86,5	90,8	93,5	96,3	99,2	101,7	
Umsatzwachstum	9,0 %	60,9 %	12,5 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-4,2	-0,8	1,2	4,4	5,8	7,1	7,4	7,8	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2	
EBIT-Marge	-12,5 %	-1,5 %	1,9 %	6,5 %	8,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	-10,0 %	-91,7 %	74,3 %	20,4 %	19,0 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	
NOPAT	-4,7	-1,6	0,3	3,5	4,7	5,8	6,1	6,4	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	
Abschreibungen	1,9	2,4	2,4	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	
Abschreibungsquote	5,6 %	4,4 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	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	3,2	1,2	1,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	
- Investitionen	1,1	1,2	1,3	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	
Investitionsquote	3,2 %	2,2 %	2,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	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)	-7,1	-1,6	-0,2	3,1	4,1	5,2	5,4	5,6	5,9	6,4	6,6	6,8	7,0	6
Barwert FCF	-7,1	-1,4	-0,2	2,3	2,7	3,1	2,9	2,8	2,6	2,6	2,4	2,2	2,1	22
Anteil der Barwerte	<b>-22,19 %</b>			<b>65,77 %</b>										<b>56,41 %</b>

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	4,4 %	Liquidität	1,75
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,40
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,80
<b>WACC</b>	<b>10,69 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,55</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2025e	17		
Terminal Value	22		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	1		
Liquide Mittel	10	Aktienzahl (Mio.)	8,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>50</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,20</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	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 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,74</b>	11,7 %	5,28	5,33	5,39	5,44	5,51	5,57	5,64	<b>1,74</b>	11,7 %	4,20	4,61	5,03	5,44	5,86	6,28	6,69
<b>1,65</b>	11,2 %	5,60	5,66	5,73	5,80	5,87	5,95	6,03	<b>1,65</b>	11,2 %	4,49	4,92	5,36	5,80	6,24	6,67	7,11
<b>1,60</b>	10,9 %	5,78	5,85	5,92	5,99	6,07	6,15	6,24	<b>1,60</b>	10,9 %	4,64	5,09	5,54	5,99	6,44	6,89	7,34
<b>1,55</b>	10,7 %	5,96	6,04	6,11	<b>6,20</b>	6,28	6,37	6,47	<b>1,55</b>	10,7 %	4,81	5,27	5,73	<b>6,20</b>	6,66	7,12	7,58
<b>1,50</b>	10,4 %	6,16	6,24	6,32	6,41	6,51	6,61	6,72	<b>1,50</b>	10,4 %	4,99	5,46	5,94	6,41	6,89	7,36	7,84
<b>1,45</b>	10,2 %	6,37	6,46	6,55	6,64	6,75	6,86	6,98	<b>1,45</b>	10,2 %	5,18	5,66	6,15	6,64	7,13	7,62	8,11
<b>1,36</b>	9,7 %	6,83	6,93	7,04	7,16	7,28	7,42	7,56	<b>1,36</b>	9,7 %	5,59	6,11	6,63	7,16	7,68	8,20	8,72

- Überproportionales Wachstum in industriellen Applikationen sollte zu ca. 10%igem 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
- EBIT-Marge zeigt verwässerte berichtete Marge inkl. der akquisitionsbedingten Kosten bis 2015

**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.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-4,6	-1,6	0,2	
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	1,0	2,0	1,3	1,9	2,4	2,4	
- Zinsergebnis (netto)	0,7	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,7	1,7	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	0,3 %	-10,2 %	5,4 %	12,1 %	
WACC	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>10,1</b>	<b>18,3</b>	<b>24,5</b>	<b>26,8</b>	<b>27,1</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>13,5</b>	<b>30,8</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-6,8	-4,5	-4,2	
- 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>23,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>18,0</b>	<b>35,0</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,87</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,25</b>	<b>4,36</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %						-42,4 %	11,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,85	n.a.	1,88	3,52
	12,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,86	n.a.	1,98	3,76
	11,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,86	n.a.	2,10	4,03
WACC	<b>10,69 %</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,87</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,25</b>	<b>4,36</b>
	9,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,87	n.a.	2,42	4,76
	8,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,88	n.a.	2,63	5,24
	7,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,89	n.a.	2,90	5,86

- Die steigende Ergebniserzeugung spiegelt sich in ansteigenden Wertindikationen wider
- Abschreibungen deutlich über Erhaltungsinvestitionen durch R&D-Amortisierungen und PPA-Amortisierungen

**Wertermittlung**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,0 x	1,0 x	0,9 x	1,1 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,07	5,42	3,62	3,38	2,39	2,31	2,44
EV / Umsatz	0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,6 x	0,7 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	25,1 x	n.a.	16,9 x	7,5 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22,7 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,9 x	9,5 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	70,5 x	n.a.	n.a.	32,9 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	130,1 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,3 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	0,3 %	-10,2 %	5,4 %	12,1 %
*Adjustiert um:	Adjustiert um akquisitionsbedingte Kosten, PPA-Abschr., transaktionsbedingte Kosten						

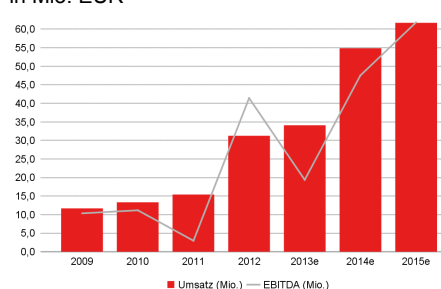
<b>GuV</b>							
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>11,7</b>	<b>13,3</b>	<b>15,4</b>	<b>31,3</b>	<b>34,1</b>	<b>54,8</b>	<b>61,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	102,6 %	9,0 %	60,9 %	12,5 %
Herstellungskosten	8,5	9,3	10,1	18,5	21,1	34,0	38,1
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>	<b>20,8</b>	<b>23,6</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>27,3 %</i>	<i>30,3 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>40,8 %</i>	<i>38,0 %</i>	<i>38,0 %</i>	<i>38,2 %</i>
Forschung und Entwicklung	1,5	1,9	2,5	4,3	5,0	6,3	6,6
Vertriebskosten	4,4	4,8	4,9	5,9	6,9	8,8	9,0
Verwaltungskosten	2,1	2,1	2,7	3,6	4,1	5,0	5,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	2,1	0,4	1,3	1,7	1,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,1	0,2	0,7	0,1	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>
<i>Marge</i>	<i>-30,8 %</i>	<i>-26,2 %</i>	<i>-30,1 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>-6,9 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>5,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,4	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9
<b>EBITA</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,5	0,6	1,5	0,6	1,2	1,5	1,5
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>-6,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,2</b>
<i>Marge</i>	<i>-38,6 %</i>	<i>-33,8 %</i>	<i>-42,9 %</i>	<i>-1,7 %</i>	<i>-12,5 %</i>	<i>-1,5 %</i>	<i>1,9 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>
Zinserträge	0,7	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,2</b>
<i>Marge</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-12,2 %</i>	<i>-1,5 %</i>	<i>1,9 %</i>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	1,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</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>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>
<i>Marge</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-13,5 %</i>	<i>-3,0 %</i>	<i>0,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,2	7,2	7,2	7,5	7,7	7,7	7,7
<b>EPS</b>	<b>-0,53</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,87</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,03</b>
EPS adj.	-0,53	-0,58	-0,52	-0,12	-0,47	0,00	0,24

\*Adjustiert um: Adjustiert um akquisitionsbedingte Kosten, PPA-Abschr., transaktionsbedingte Kosten

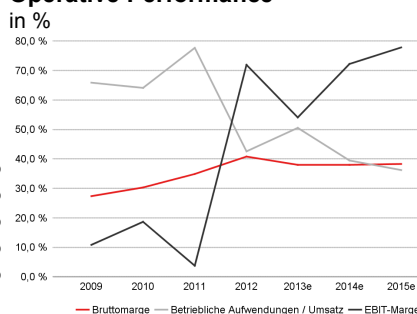
**Guidance: Umsatz EUR 32 - 36 Mio., underlying EBITDA EUR -2,5 - -3,0 Mio.**

<b>Kennzahlen</b>							
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	65,9 %	64,2 %	77,7 %	42,5 %	50,5 %	39,5 %	36,3 %
Operating Leverage	0,0 x	0,0 x	3,0 x	-0,9 x	78,5 x	-1,3 x	n.a.
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	5,5 x	n.m.	8,5 x	19,2 x
Steuerquote (EBT)	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	4,3 %	-11,3 %	-93,9 %	82,5 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	111.302	133.291	145.525	168.062	170.427	210.931	228.546

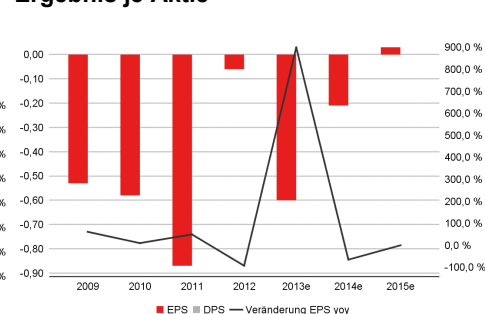
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

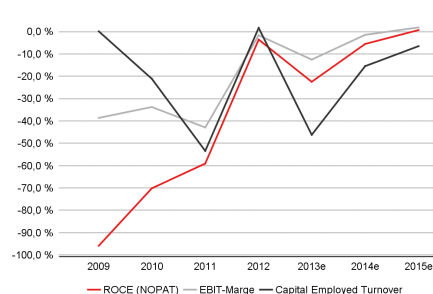
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

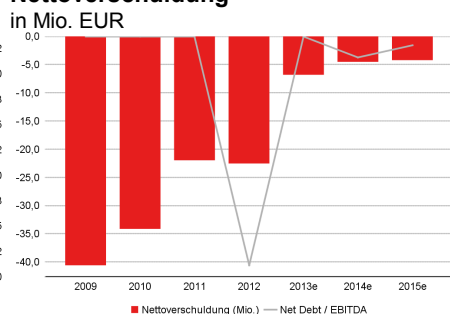
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	10,9	11,0	16,8	16,0	15,2
davon übrige imm. VG	2,4	3,0	3,1	2,8	5,9	5,1	4,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	6,1	6,1	8,8	8,8	8,8
Sachanlagen	1,7	2,3	2,7	2,4	4,1	3,7	3,4
Finanzanlagen	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>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>	<b>20,9</b>	<b>19,7</b>	<b>18,6</b>
Vorräte	1,3	1,9	4,9	5,8	8,6	8,8	10,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,2	2,7	5,0	3,7	5,9	9,5	10,7
Liquide Mittel	40,6	34,1	22,7	22,9	10,5	8,2	7,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,2	2,3	2,5	1,7	1,7	2,1	2,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>46,4</b>	<b>41,1</b>	<b>35,2</b>	<b>34,2</b>	<b>26,7</b>	<b>28,6</b>	<b>30,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>50,5</b>	<b>46,4</b>	<b>48,8</b>	<b>47,6</b>	<b>47,7</b>	<b>48,3</b>	<b>49,3</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	7,2	7,2	7,5	7,5	8,0	8,0	8,0
Kapitalrücklage	66,9	66,9	67,9	67,9	70,2	70,2	70,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-6,3	-6,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-28,2	-32,3	-38,6	-39,0	-38,4	-38,2	-38,2
Buchwert	45,8	41,7	36,8	36,4	35,2	33,7	33,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>45,8</b>	<b>41,7</b>	<b>36,8</b>	<b>36,4</b>	<b>35,2</b>	<b>33,7</b>	<b>33,9</b>
Rückstellungen gesamt	0,8	1,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,8	0,4	3,7	3,7	3,7
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,0	1,4	3,2	3,0	4,2	6,8	7,6
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8	2,2	5,8	5,4	2,3	1,7	1,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>12,6</b>	<b>14,5</b>	<b>15,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>50,5</b>	<b>46,4</b>	<b>48,8</b>	<b>47,6</b>	<b>47,7</b>	<b>48,3</b>	<b>49,3</b>

**Kennzahlen**

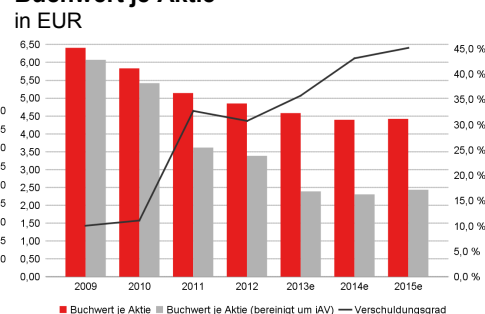
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,6 x	2,4 x	1,7 x	3,5 x	2,5 x	3,8 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	2,2 x	1,8 x	1,0 x	2,3 x	1,2 x	1,9 x	2,1 x
ROA	-92,5 %	-78,0 %	-45,6 %	-3,2 %	-22,1 %	-8,3 %	1,1 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-95,9 %	-70,2 %	-59,1 %	-3,5 %	-22,4 %	-5,5 %	0,7 %
ROE	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-1,2 %	-12,9 %	-4,8 %	0,6 %
Adj. ROE	-7,9 %	-9,4 %	-9,4 %	-2,5 %	-10,0 %	0,0 %	5,5 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-40,6	-34,1	-22,0	-22,5	-6,8	-4,5	-4,2
Nettofinanzverschuldung	-40,6	-34,1	-22,0	-22,5	-6,8	-4,5	-4,2
Net Gearing	-88,5 %	-81,8 %	-59,7 %	-61,9 %	-19,4 %	-13,4 %	-12,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	-3085,5 %	n.a.	-284,4 %	-117,6 %
Buchwert je Aktie	6,4	5,8	5,1	4,9	4,6	4,4	4,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,1	5,4	3,6	3,4	2,4	2,3	2,4

**Entwicklung ROCE**

Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung**

Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie**

Quelle: Warburg Research



**Cash flow**

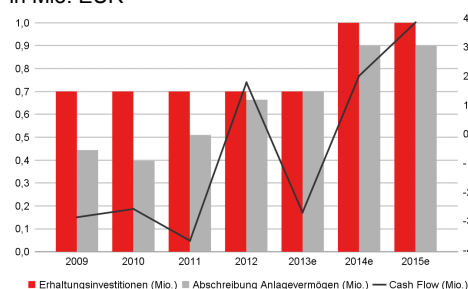
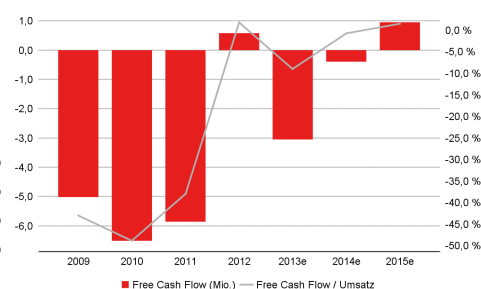
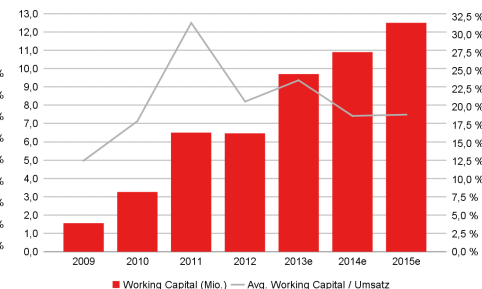
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-4,6	-1,6	0,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,4	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,6	1,5	0,6	1,2	1,5	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,2	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,3	0,6	1,6	0,0	1,3	1,3
<b>Cash Flow</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,9</b>
Veränderung Vorräte	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0	-2,8	-0,2	-1,2
Veränderung Forderungen aus L+L	0,2	-0,5	-0,3	0,8	-2,2	-3,6	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	-0,6	0,3	-0,1	1,8	2,6	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,1	-1,7	-1,0	-0,3	0,8	-1,2	-1,6
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>
Investitionen in iAV	-1,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionen in Sachanlagen	-1,0	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-6,0	0,0	-15,5	-1,9	-1,3
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-16,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	3,3	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	2,8	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-5,0	-6,5	-12,0	0,2	-12,4	-2,3	-0,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>40,6</b>	<b>34,1</b>	<b>22,2</b>	<b>22,9</b>	<b>10,5</b>	<b>8,2</b>	<b>7,9</b>

**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-5,0	-6,5	-5,9	0,6	-3,1	-0,4	1,0
Free Cash Flow / Umsatz	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	1,9 %	-8,9 %	-0,7 %	1,5 %
Free Cash Flow Potential	-4,3	-4,2	-5,4	0,0	-2,5	1,4	3,3
Free Cash Flow / Umsatz	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	1,9 %	-8,9 %	-0,7 %	1,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	132,6 %	157,8 %	94,0 %	-136,3 %	66,1 %	23,9 %	471,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	1,1 %	1,5 %	0,9 %	0,9 %	1,6 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	35,6 %	n.a.	9,7 %	23,7 %	2,5 %	5,1 %	5,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	17,5 %	16,7 %	7,3 %	2,8 %	3,2 %	2,2 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	6,0 %	5,3 %	4,5 %	2,2 %	2,1 %	1,8 %	1,6 %
CAPEX / Abschreibungen	226,8 %	217,8 %	57,3 %	70,0 %	57,9 %	50,0 %	54,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	12,6 %	18,1 %	31,7 %	20,7 %	23,7 %	18,8 %	19,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	112,7 %	196,0 %	156,0 %	121,9 %	140,5 %	139,7 %	140,8 %
Vorratumschlag	6,4 x	4,8 x	2,0 x	3,2 x	2,5 x	3,9 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	69	74	119	43	63	63	63
Payables payment period (Tage)	84	54	117	60	73	73	73
Cash conversion cycle (Tage)	-17	37	112	68	91	31	34

**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 dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, 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%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, 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.

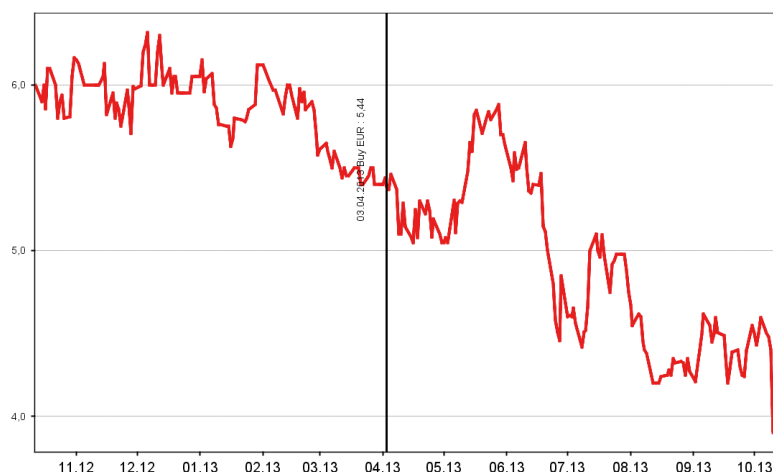
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	51
Halten	83	42
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>197</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	83	57
Halten	53	37
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>145</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SFC ENERGY] AM [11.10.2013]**


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>Roland Rapelius</b> Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Henner Rüschemier</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>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com

<b>Malte Räther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@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>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@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>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 Schaper</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---