

<b>Buy</b> <b>EUR 6,40</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR	<b>Aktien Daten:</b>	<b>Beschreibung:</b>
	DCF: 6,40 FCF-Value Potential 16e: 3,60	Bloomberg: F3C GR Reuters: F3CG ISIN: DE0007568578	Lösungen für netzferne und stationäre Energieversorgung
<b>Kurs</b> EUR 4,95 <b>Upside</b> 29,3 %	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio.	<b>Aktionäre:</b>	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2015e
	Marktkapitalisierung: 42,6 Aktienanzahl (Mio.): 8,6 EV: 42,8 Freefloat MC: 22,5 Ø Trad. Vol. (30T): 22,32	Freefloat: 52,9 % HPE: 24,1 % Havensight: 9,6 % Conduit Ventures: 9,5 % DWS (im Freefloat): 6,8 %	Beta: 1,6 KBV: 1,8 x EK-Quote: 53 %

## Schwaches Q2, aber starke Perspektiven für das Verteidigungsgeschäft

<b>Berichtete Kennzahlen Q2/2015:</b>										<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b>									
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	<b>Q2</b>	Q2	Q2		<b>6M</b>	6M	6M			<ul style="list-style-type: none"> <li>Gründe für das Verfehlen der Erwartungen und den Rückgang gegenüber Vorjahr ist ein geringerer Absatz industrieller Brennstoffzellen und ein unerwarteter Rückgang von PBFs Umsatz. PBFs Umsatz wurde wie in Q1 durch die Lageranpassungen der Kunden belastet. Positiv war, dass sich Simarks Umsatz stabil gegenüber Vorquartal entwickelte. Die niedrige Profitabilität war in erster Linie die Folge von negativen Mixeffekten (Bruttomarge von 24% ungewöhnlich niedrig).</li> </ul>									
	<b>15</b>	15e	14	yoy	<b>15</b>	15e	14	yoy											
<b>Umsatz</b>	<b>12,2</b>	12,9	13,2	-8 %	<b>24,8</b>	25,5	26,2	-5 %											
<b>EBITDA adj.</b>	<b>-1,4</b>	-1,1	-0,3	n.a.	<b>-2,0</b>	-2,9	-0,5	n.a.											
<b>EBIT adj.</b>	<b>-1,7</b>	-0,8	-0,7	n.a.	<b>-2,7</b>	-1,7	-1,3	n.a.											
<b>EBIT</b>	<b>-2,4</b>	-1,4	-1,2	n.a.	<b>-3,9</b>	-2,9	-2,4	n.a.											

SFC hat Q2-Ergebnisse berichtet, die leicht hinter den Erwartungen zurückblieben. Seinen Jahresausblick hat das Unternehmen jedoch bestätigt.

Im Gegensatz zur eher negativen Q2-Entwicklung hat SFC kürzlich drei wichtige Aufträge in der Verteidigungssparte gewonnen. Dieses profitable Geschäft (Bruttomargen deutlich über Konzernniveau) wird in Zukunft sehr wahrscheinlich ein wesentlicher Treiber sein. SFC konnte folgende drei Aufträge gewinnen: 1) Ein Auftrag von einem nicht genannten internationalen Kunden im Wert von EUR 1,2 Mio. für die Vorserienproduktion der Emily Brennstoffzelle (stationäre oder fahrzeuggestützte, nicht detektierbare Stromversorgung). 2) Ein Auftrag in Höhe von EUR 1,3 Mio. von der Deutschen Bundeswehr, ebenfalls für Emily Brennstoffzellen und 3) ein Auftrag im Wert von EUR >EUR 0,7 Mio. für die Lieferung der portablen Brennstoffzelle Jenny 1200 (Kunde nicht genannt) mit der Option, weitere Geräte für über EUR 4,4 Mio. zu liefern, sofern gewisse Leistungskriterien erfüllt werden. Wir nehmen an, dass mehr hinter dem Bundeswehr-Auftrag stecken dürfte. Früheren Äußerungen des Managements nach zu urteilen, könnte die Bundeswehr einen Gesamtbedarf von hunderten dieser Systeme haben, was eine Umsatzchance im deutlich zweistelligen Millionen-Euro-Bereich mit hohen Margen darstellen würde. Mittelfristig dürfte eine stärkere Durchdringung der NATO-Länder weitere Gelegenheiten schaffen.

SFC bestätigte die Ganzjahresprognosen. Nach dem schwächer als erwarteten H1 erwarten wir nunmehr jedoch nur noch einen Umsatz am unteren Ende des Zielkorridors. Diese Zahl beinhaltet keinen potenziellen Folgeauftrag von der Bundeswehr, welcher jedoch umfangreicher als der letzte Woche erhaltene Auftrag sein könnte und einen erheblichen Effekt auf den diesjährigen Umsatz haben würde.

Wir haben die Prognose für den Umsatz mit Verteidigungskunden in GJ 2016 angehoben, unsere Annahme für PBF und Simark jedoch gesenkt. Die Ergebnisschätzungen wurden trotz des niedrigeren Umsatzes leicht angehoben. Dies basierte auf positiven Mix-Effekten, da die höhermargigen Produkte (Verteidigungsgeschäft) den niedrigmargigeren Umsatz von PBF/Simark ersetzen und da SFC weitere Kostensenkungsmaßnahmen in die Wege geleitet hat. Das Kursziel und die Kaufempfehlung werden bestätigt. Es wird weiterhin erwartet, dass SFC nächstes Jahr erstmals ein positives EBIT erreicht (berichtet und bereinigt). Aufwärtspotenzial entsteht aus möglichen weiteren Bundeswehr-Aufträgen.

<b>Schätzungsänderungen:</b>					<b>Kommentar zu den Änderungen:</b>				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015er Umsatz nunmehr am unteren Ende der Guidance erwartet. Folgeaufträge für das Verteidigungsgeschäft in Q4 würden dazu führen, dass der Umsatz näher am Mittelpunkt der Spanne liegt.</li> <li>2016er Umsatzschätzung gesenkt, höhere Annahmen für die Verteidigungssparte gleichen niedrigere Annahmen für PBF/Simark nicht aus.</li> <li>Die Profitabilität sollte sich dank eines höheren Anteils höhermargiger Produkte und eingeleiteter Kosteneinsparungsmaßnahmen deutlich verbessern.</li> </ul>				
<b>Umsatz</b>	60,1	-8,6 %	66,7	-6,5 %					
<b>EBITDA adj.</b>	2,3	-84,3 %	2,8	7,0 %					
<b>EBIT adj.</b>	0,6	n.m.	1,2	3,7 %					
<b>EPS</b>	-0,27	n.m.	-0,08	n.m.					

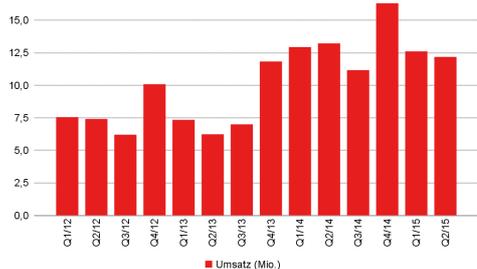


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-7,7 %
6 Monate:	-5,7 %
Jahresverlauf:	-27,5 %
Letzte 12 Monate:	-18,0 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
10.11.15	Q3

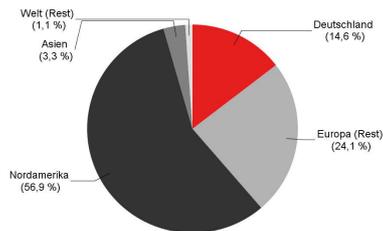
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-16e)	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	7,8 %	13,3	15,4	31,3	32,4	53,6	55,0	62,3
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		14,1 %	15,7 %	102,6 %	3,7 %	65,4 %	2,6 %	13,3 %
<b>Rohertragsmarge</b>		30,3 %	34,8 %	40,8 %	32,8 %	29,2 %	30,5 %	31,3 %
<b>EBITDA</b>		-	-3,5	-4,6	0,7	-4,5	-1,2	3,0
<b>Marge</b>		-	-26,2 %	-30,1 %	2,3 %	-13,8 %	-2,2 %	4,8 %
<b>EBIT</b>		-	-4,5	-6,6	-0,5	-8,8	-4,3	0,2
<b>EBIT adj.</b>		-	-4,5	-4,1	-1,0	-4,2	-1,2	1,3
<b>Marge</b>		-	-33,8 %	-26,8 %	-3,2 %	-12,9 %	-2,3 %	2,0 %
<b>Nettoergebnis</b>		-	-4,1	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-0,4
<b>EPS</b>		-	-0,58	-0,87	-0,06	-1,16	-0,60	-0,05
<b>EPS adj.</b>		-	-0,58	-0,52	-0,12	-0,56	-0,22	0,08
<b>FCFPS</b>		-	-0,91	-0,82	0,08	-1,07	-0,55	0,16
<b>FCF / Marktkap.</b>		-	-16,4 %	-18,3 %	1,4 %	-21,8 %	-11,0 %	3,2 %
<b>EV / Umsatz</b>		n.a.	0,7 x	0,6 x	1,1 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	n.a.	25,1 x	n.a.	n.a.	n.a.	14,0 x
<b>EV / EBIT adj.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32,8 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	61,9 x
<b>FCF Yield Potential</b>		n.a.	-52,9 %	0,3 %	-1,4 %	1,8 %	1,0 %	6,8 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-34,1	-22,0	-22,5	-2,9	-1,2	0,1	-1,2
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-70,2 %	-59,1 %	-3,5 %	-43,9 %	-17,2 %	-16,6 %	4,0 %
<b>Guidance:</b>	2015: Umsatz EUR 55 - 65 Mio.; Verbesserung des adj. Ergebnis							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



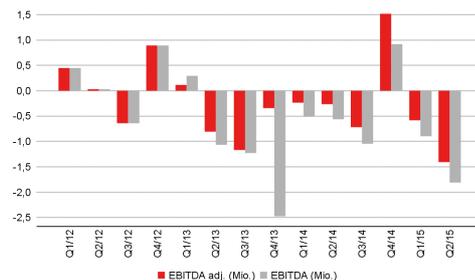
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2014; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

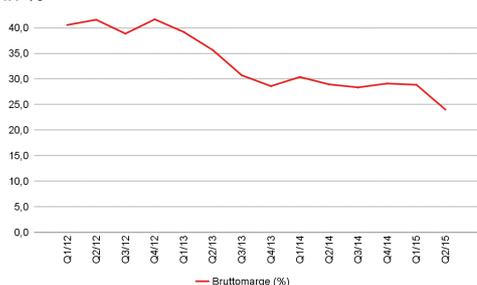
## Unternehmenshintergrund

- 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

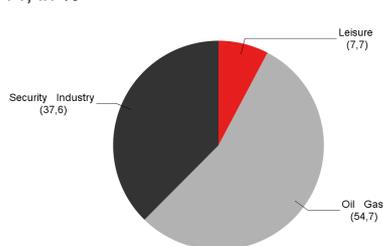
- Die von SFC fokussierten DMFC-Brennstoffzellen sind in mobilen Applikationen mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien (vor allem ggü. Wasserstoff) überlegen.
- SFC's Produkte stehen so vor allem zu etablierten Technologien im Wettbewerb. Statt des Preises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

**Entwicklung Bruttomarge**  
in %



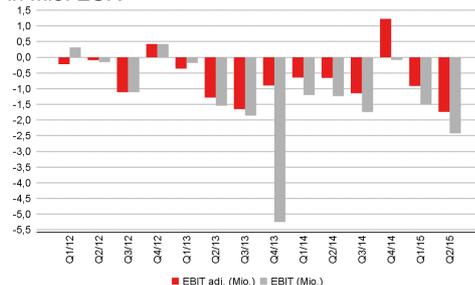
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2014; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	55,0	62,3	71,6	77,3	83,1	88,5	93,8	98,5	102,4	105,5	108,7	111,9	114,2	
Umsatzwachstum	2,6 %	13,3 %	14,8 %	8,0 %	7,5 %	6,5 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	-3,9	0,2	1,5	3,5	4,6	6,2	8,0	8,4	8,7	9,0	9,2	9,5	9,7	
EBIT-Marge	-7,2 %	0,3 %	2,1 %	4,5 %	5,5 %	7,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	
Steuerquote (EBT)	-17,0 %	256,9 %	47,9 %	20,1 %	19,0 %	17,7 %	16,8 %	16,9 %	16,9 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,1 %	
NOPAT	-4,6	-0,3	0,8	2,8	3,7	5,1	6,6	7,0	7,2	7,4	7,7	7,9	8,0	
Abschreibungen	2,8	2,8	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	
Abschreibungsquote	5,0 %	4,4 %	3,8 %	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	-1,5	0,4	1,9	1,2	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,4	
- Investitionen	1,1	1,1	1,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	
Investitionsquote	2,0 %	1,8 %	1,5 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	
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)	-1,5	0,9	0,5	1,5	2,5	3,9	5,5	5,9	6,3	6,7	6,9	7,1	7,5	6
Barwert FCF	-1,4	0,8	0,4	1,1	1,7	2,4	3,1	3,1	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	27
Anteil der Barwerte	<b>-0,37 %</b>			<b>47,83 %</b>										<b>52,54 %</b>

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	9,00 %	Finanzielle Stabilität	1,45
FK-Zins (nach Steuern)	4,4 %	Liquidität (Aktie)	1,75
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,60
<b>WACC</b>	<b>9,57 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,56</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2027e	25		
Terminal Value	27		
Zinstr. Verbindlichkeiten	5		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	2		
Liquide Mittel	6	Aktienzahl (Mio.)	8,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>55</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,39</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
<b>1,76</b>	10,6 %	5,31	5,37	5,44	5,51	5,59	5,67	5,75	<b>1,76</b>	10,6 %	4,37	4,75	5,13	5,51	5,90	6,28	6,66
<b>1,66</b>	10,1 %	5,68	5,76	5,84	5,92	6,01	6,11	6,21	<b>1,66</b>	10,1 %	4,69	5,10	5,51	5,92	6,33	6,74	7,15
<b>1,61</b>	9,8 %	5,89	5,97	6,06	6,15	6,25	6,35	6,47	<b>1,61</b>	9,8 %	4,88	5,30	5,72	6,15	6,57	7,00	7,42
<b>1,56</b>	9,6 %	6,10	6,19	6,29	<b>6,39</b>	6,50	6,61	6,74	<b>1,56</b>	9,6 %	5,07	5,51	5,95	<b>6,39</b>	6,83	7,27	7,71
<b>1,51</b>	9,3 %	6,33	6,43	6,53	6,65	6,77	6,89	7,03	<b>1,51</b>	9,3 %	5,27	5,73	6,19	6,65	7,10	7,56	8,02
<b>1,46</b>	9,1 %	6,58	6,68	6,80	6,92	7,05	7,20	7,35	<b>1,46</b>	9,1 %	5,50	5,97	6,45	6,92	7,40	7,87	8,35
<b>1,36</b>	8,6 %	7,12	7,25	7,39	7,54	7,70	7,88	8,07	<b>1,36</b>	8,6 %	5,99	6,51	7,02	7,54	8,05	8,57	9,08

- 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 ewige Verrentung 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.	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	n.a.	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-4,5	-0,4	
+ Abschreibung + Amortisation	n.a.	2,0	1,3	4,4	3,1	2,8	2,8	
- Zinsergebnis (netto)	n.a.	0,4	0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	
- Erhaltungsinvestitionen	n.a.	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	
+ Sonstiges	n.a.	0,0	0,0	4,6	3,0	2,8	1,1	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>n.a.</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>2,8</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	-52,9 %	0,3 %	-1,4 %	1,8 %	1,0 %	6,8 %	
WACC	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>n.a.</b>	<b>10,1</b>	<b>18,3</b>	<b>34,5</b>	<b>38,9</b>	<b>42,8</b>	<b>41,4</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>7,2</b>	<b>4,3</b>	<b>29,4</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	n.a.	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	0,1	-1,2	
- Pensionsverbindlichkeiten	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	n.a.	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>1,7</b>	<b>n.a.</b>	<b>8,4</b>	<b>4,1</b>	<b>30,6</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,20</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,97</b>	<b>0,48</b>	<b>3,55</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %						-90,3 %	-28,2 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	12,57 %	n.a.	n.a.	0,19	n.a.	0,77	0,36	2,74
	11,57 %	n.a.	n.a.	0,19	n.a.	0,83	0,40	2,96
	10,57 %	n.a.	n.a.	0,20	n.a.	0,89	0,43	3,23
WACC	<b>9,57 %</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,20</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,97</b>	<b>0,48</b>	<b>3,55</b>
	8,57 %	n.a.	n.a.	0,21	n.a.	1,07	0,54	3,95
	7,57 %	n.a.	n.a.	0,22	n.a.	1,19	0,61	4,46
	6,57 %	n.a.	n.a.	0,23	n.a.	1,35	0,71	5,11

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

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
KBV	1,0 x	0,9 x	1,1 x	1,3 x	1,5 x	1,8 x	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,42	3,62	3,38	1,30	1,21	0,86	1,06
EV / Umsatz	n.a.	0,7 x	0,6 x	1,1 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	25,1 x	n.a.	n.a.	n.a.	14,0 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	195,8 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32,8 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	70,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	31,3 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	61,9 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	-52,9 %	0,3 %	-1,4 %	1,8 %	1,0 %	6,8 %
*Adjustiert um:	Adjustiert um akquisitionsbedingte Kosten, PPA-Abschr.						

**GuV**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>13,3</b>	<b>15,4</b>	<b>31,3</b>	<b>32,4</b>	<b>53,6</b>	<b>55,0</b>	<b>62,3</b>
Veränd. Umsatz yoy	14,1 %	15,7 %	102,6 %	3,7 %	65,4 %	2,6 %	13,3 %
Herstellungskosten	9,3	10,1	18,5	21,8	38,0	38,2	42,8
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>12,8</b>	<b>10,6</b>	<b>15,7</b>	<b>16,8</b>	<b>19,5</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>30,3 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>40,8 %</i>	<i>32,8 %</i>	<i>29,2 %</i>	<i>30,5 %</i>	<i>31,3 %</i>
Forschung und Entwicklung	1,9	2,5	4,3	6,1	4,5	3,9	4,0
Vertriebskosten	4,8	4,9	5,9	8,2	10,5	11,5	10,0
Verwaltungskosten	2,1	2,7	3,6	3,9	4,9	5,2	5,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	2,1	0,4	2,3	0,2	0,3	0,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,7	1,0	0,2	0,2	0,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,0</b>
<i>Marge</i>	<i>-26,2 %</i>	<i>-30,1 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>-13,8 %</i>	<i>-2,2 %</i>	<i>-2,2 %</i>	<i>4,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	0,8	0,7
<b>EBITA</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,3</b>
Abschreibungen auf iAV	0,6	1,5	0,6	2,1	2,1	2,0	2,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-4,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>
<i>Marge</i>	<i>-33,8 %</i>	<i>-42,9 %</i>	<i>-1,7 %</i>	<i>-27,3 %</i>	<i>-8,0 %</i>	<i>-7,2 %</i>	<i>0,3 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,3</b>
Zinserträge	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-9,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,1</b>
<i>Marge</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-27,7 %</i>	<i>-8,5 %</i>	<i>-7,7 %</i>	<i>-0,1 %</i>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-8,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,4</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>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-8,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-8,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,4</b>
<i>Marge</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-27,5 %</i>	<i>-9,0 %</i>	<i>-8,2 %</i>	<i>-0,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,2	7,2	7,5	7,7	8,1	8,6	8,6
<b>EPS</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,87</b>	<b>-0,06</b>	<b>-1,16</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,05</b>
EPS adj.	-0,58	-0,52	-0,12	-0,56	-0,22	-0,20	0,08

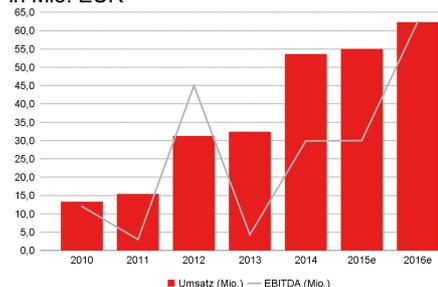
\*Adjustiert um: Adjustiert um akquisitionsbedingte Kosten, PPA-Abschr.

**Guidance: 2015: Umsatz EUR 55 - 65 Mio.; Verbesserung des adj. Ergebnis****Kennzahlen**

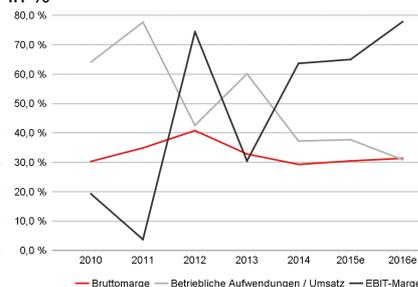
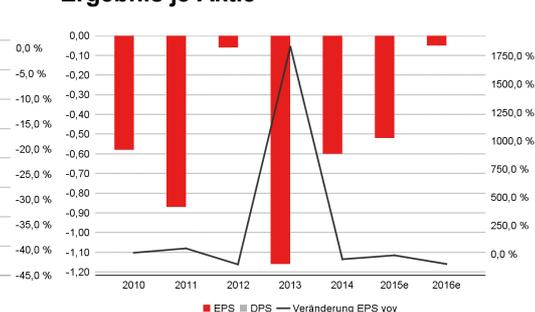
	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	64,2 %	77,7 %	42,5 %	60,1 %	37,2 %	37,7 %	31,0 %
Operating Leverage	0,0 x	3,0 x	-0,9 x	429,4 x	-0,8 x	-3,0 x	n.a.
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	5,5 x	n.m.	n.m.	n.m.	9,9 x
Steuerquote (EBT)	0,0 %	-0,1 %	4,3 %	0,6 %	-5,7 %	-5,9 %	-338,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	133.291	145.525	168.062	146.665	206.250	203.708	230.878

**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

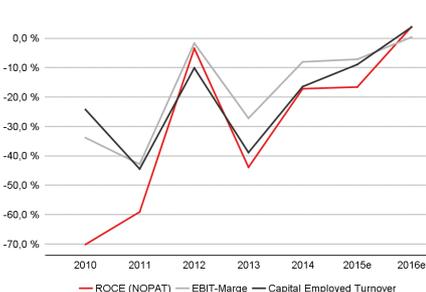
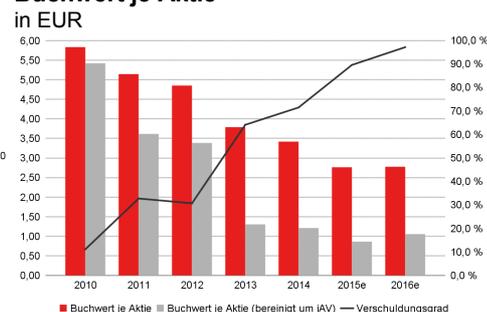
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,0	10,9	11,0	19,1	17,8	16,4	14,8
davon übrige imm. VG	3,0	3,1	2,8	6,0	4,6	3,1	1,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	6,1	6,1	11,8	12,1	12,1	12,1
Sachanlagen	2,3	2,7	2,4	2,3	1,6	1,4	1,3
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>5,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>	<b>21,3</b>	<b>19,4</b>	<b>17,8</b>	<b>16,1</b>
Vorräte	1,9	4,9	5,8	7,7	7,7	8,9	10,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,7	5,0	3,7	9,5	12,8	10,5	10,6
Liquide Mittel	34,1	22,7	22,9	7,4	6,4	6,2	8,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,3	2,5	1,7	1,7	1,1	1,7	1,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>41,1</b>	<b>35,2</b>	<b>34,2</b>	<b>26,3</b>	<b>27,9</b>	<b>27,3</b>	<b>31,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>46,4</b>	<b>48,8</b>	<b>47,6</b>	<b>47,7</b>	<b>47,3</b>	<b>45,1</b>	<b>47,1</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	7,2	7,5	7,5	8,0	8,6	8,6	8,6
Kapitalrücklage	66,9	67,9	67,9	69,6	72,0	72,0	72,0
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,5	-4,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-32,3	-38,6	-39,0	-48,5	-53,0	-52,3	-51,8
Buchwert	41,7	36,8	36,4	29,1	27,6	23,8	23,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>41,7</b>	<b>36,8</b>	<b>36,4</b>	<b>29,1</b>	<b>27,6</b>	<b>23,8</b>	<b>23,9</b>
Rückstellungen gesamt	1,0	2,3	2,4	2,6	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	0,8	0,4	4,5	5,2	6,3	7,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,6	0,4	2,1	2,0	3,0	4,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,4	3,2	3,0	6,3	6,9	6,8	7,7
Sonstige Verbindlichkeiten	2,2	5,8	5,4	5,3	5,2	5,7	5,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4,6</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>18,6</b>	<b>19,7</b>	<b>21,3</b>	<b>23,2</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>46,4</b>	<b>48,8</b>	<b>47,6</b>	<b>47,7</b>	<b>47,3</b>	<b>45,1</b>	<b>47,1</b>

**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,4 x	1,7 x	3,5 x	2,5 x	3,6 x	4,1 x	4,5 x
Capital Employed Turnover	1,8 x	1,0 x	2,3 x	1,2 x	2,0 x	2,3 x	2,7 x
ROA	-78,0 %	-45,6 %	-3,2 %	-41,8 %	-24,9 %	-25,3 %	-2,4 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-70,2 %	-59,1 %	-3,5 %	-43,9 %	-17,2 %	-16,6 %	4,0 %
ROE	-9,4 %	-15,9 %	-1,2 %	-27,2 %	-17,0 %	-17,5 %	-1,6 %
Adj. ROE	-9,4 %	-9,4 %	-2,5 %	-13,1 %	-6,3 %	-6,8 %	2,8 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-34,1	-22,0	-22,5	-2,9	-1,2	0,1	-1,2
Nettofinanzverschuldung	-34,1	-22,0	-22,5	-2,9	-1,2	0,1	-1,2
Net Gearing	-81,8 %	-59,7 %	-61,9 %	-10,1 %	-4,4 %	0,6 %	-5,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	5,8	5,1	4,9	3,8	3,4	2,8	2,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,4	3,6	3,4	1,3	1,2	0,9	1,1

**Entwicklung ROCE****Nettoverschuldung****Buchwert je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

### Cash flow

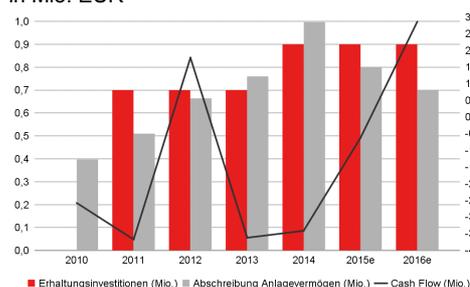
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-4,1	-6,2	-0,4	-9,0	-5,0	-4,5	-0,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	0,8	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	1,5	0,6	2,1	2,1	2,0	2,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,0	-0,6	0,0	-0,2	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	0,6	1,6	1,0	-1,3	1,1	0,5
<b>Cash Flow</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,9</b>
Veränderung Vorräte	-0,6	-1,0	-1,0	0,3	0,2	-1,2	-1,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-0,3	0,8	-2,1	-2,2	2,3	-0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,6	0,3	-0,1	-2,0	1,6	0,5	0,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,7	-1,0	-0,3	-3,8	-0,4	1,5	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-7,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,8</b>	<b>2,5</b>
Investitionen in iAV	-1,2	-0,7	-0,6	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5
Investitionen in Sachanlagen	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-6,0	0,0	-6,0	0,0	-1,1	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-0,4	-0,4	-1,5	0,4	1,2	1,0
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	3,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-6,5	-12,0	0,2	-15,7	-1,0	-0,2	2,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>34,1</b>	<b>22,2</b>	<b>22,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>8,3</b>

### Kennzahlen

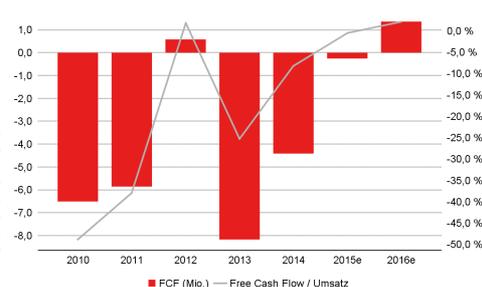
	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-6,5	-5,9	0,6	-8,2	-4,4	-0,3	1,4
Free Cash Flow / Umsatz	-48,8 %	-38,0 %	1,9 %	-25,2 %	-8,2 %	-0,5 %	2,2 %
Free Cash Flow Potential	n.a.	-5,4	0,0	-0,5	0,7	0,4	2,8
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	157,8 %	94,0 %	-136,3 %	91,7 %	91,5 %	5,7 %	-350,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,1 %	1,5 %	0,9 %	0,4 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	9,7 %	23,7 %	8,0 %	6,4 %	5,2 %	4,4 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	16,7 %	7,3 %	2,8 %	2,3 %	1,2 %	2,0 %	1,8 %
Maint. Capex / Umsatz	n.a.	4,5 %	2,2 %	2,2 %	1,7 %	1,6 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	217,8 %	57,3 %	70,0 %	17,4 %	20,3 %	40,0 %	40,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,1 %	31,7 %	20,7 %	26,8 %	22,8 %	23,2 %	19,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	196,0 %	156,0 %	121,9 %	151,4 %	184,2 %	154,4 %	137,7 %
Vorratsumschlag	4,8 x	2,0 x	3,2 x	2,8 x	5,0 x	4,3 x	4,2 x
Receivables collection period (Tage)	74	119	43	107	87	70	62
Payables payment period (Tage)	54	117	60	105	67	65	66
Cash conversion cycle (Tage)	37	112	68	62	24	31	30

### Investitionen und Cash Flow

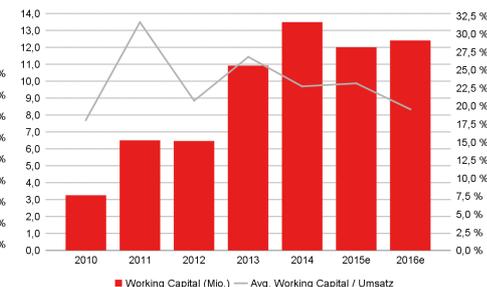
in Mio. EUR



### 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 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & 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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

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.

M.M.Warburg & CO (AG & 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.

**Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA**

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

**Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:**

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
SFC Energy	3, 4, 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.

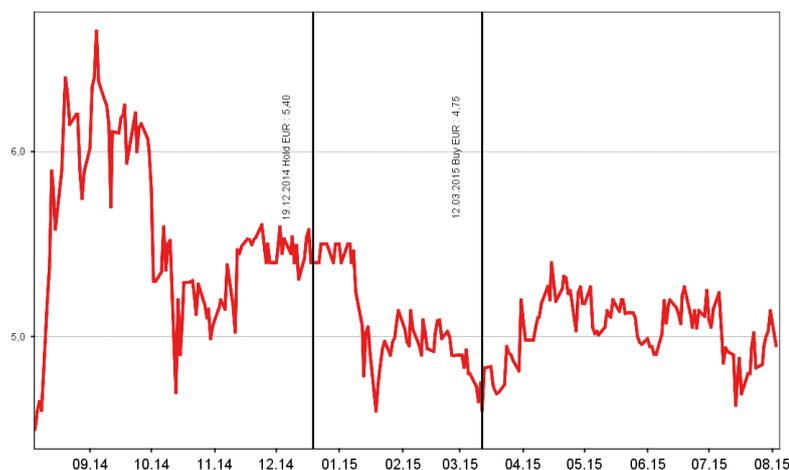
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	59
Halten	66	36
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>185</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	64
Halten	47	32
Verkaufen	3	2
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>146</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SFC ENERGY] AM [04.08.2015]**


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.

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Frank Laser** +49 40 309537-235  
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplasier@warburg-research.com

**Malte Rätber** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

**Ömer Güven** +49 40 3282-2633  
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Thekla Struve** +49 40 3282-2668  
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

**Gudrun Bolsen** +49 40 3282-2679  
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Thomson [www.thomson.com](http://www.thomson.com)  
Reuters [www.knowledge.reuters.com](http://www.knowledge.reuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com