

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 5,70** (alt: 5,70)

Kurs EUR 3,95
Bloomberg F3C GR
Reuters F3CG
Branche Industrial Goods & Services

Weltweit führender Anbieter von kommerzieller DMFC-Brennstoffzellen für die mobile Stromversorgung in den Bereichen Freizeit, Industrie und Verteidigung.



Aktien Daten: 27.03.2012 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 29,6 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 9,3 Mio.
Buchwert: EUR 36,8 Mio.
Aktienanzahl: 7,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 17,1 Tsd.

Aktionäre:

Freefloat 51,2 %
HPE 25,7 %
Conduit Ventures 10,2 %
Havensight 10,2 %
DWS (im Freefloat) 4,9 %
Management 2,8 %

Termine:

Zahlen Q1 03.05.12
HV 09.05.12
Zahlen Q2 25.07.12
Zahlen Q3 25.10.12

Änderung	2012e		2013e		2014e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	27,8	0,0	33,6	0	-	0
EBIT	-1,7	n.m.	-0,3	0	-	0
EPS	-0,22	0	-0,04	0	-	0

Analyse: Warburg Research
Publikationsdatum: 29.03.2012
Analyst:
Malte Schaumann +49 (0)40-309537-170
mschaumann@warburg-research.com

Verbesserung der Ergebnisqualität in Sicht

SFC veröffentlichte heute Morgen die endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2011, die den vorläufigen Ergebnissen Ende Januar entsprechen (siehe Mitteilung von 26. Januar). Eine Telefonkonferenz fand um 10 Uhr statt.

SFC Energy - Q4 2011

Angaben in Mio. EUR	Q4/11	Q4/10	yoy	2011	2010	yoy
Umsatz	4,9	4,5	10,4%	15,4	13,3	15,7%
EBIT	-2,6	-0,4	595,9%	-6,6	-4,5	46,6%
<i>Marge</i>	-52,9%	-8,4%		-42,9%	-33,8%	
EBIT bereinigt	-0,5	-0,4	n.m.	-4,1	-4,5	n.m.
<i>Marge</i>	-10,6%	-8,4%		-26,8%	-33,8%	
Jahresüberschuss	-2,5	-0,3	n.m.	-6,2	-4,1	n.m.
<i>Marge</i>	-51,2%	-6,2%		-40,4%	-30,9%	
EPS in EUR	-0,35	-0,04	775,0%	-0,87	-0,58	50,0%

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Die Q4 Ergebnisse enthalten Einmaleffekte in Höhe von EUR 2,5 Mio. Das bereinigte EBIT lag nur leicht unter der Break-Even-Grenze. Angetrieben durch eine solide Umsatzentwicklung war das **bereinigte EBITDA zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte mit EUR 0,3 Mio. auf Quartalsniveau positiv**. Folglich lag der operative FCF ebenfalls nahe Null. Die akquirierte PBF-Gruppe wurde für einen Monat konsolidiert.

Nach der Akquisition von PBF wird die GuV von SFC ab 2012 ein anderes Bild abgeben. Mit einem deutlich höheren Umsatz zusammen mit höheren Bruttomargen von knapp über 40% (WRe) wird ein EBITDA nahe des Break-Even-Niveaus erwartet. Diese Prognose wird untermauert durch A) die Q4 Ergebnisse, welche die zugrunde liegende GuV-Arithmetik mit einem positiven EBITDA bestätigten und B) die Bekräftigung der Guidance in H2 ein Break-Even auf EBITDA-Niveau zu erreichen.

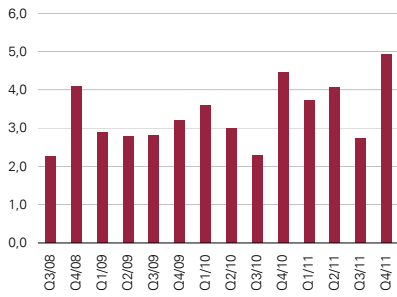
Eine weitere Verbesserung der Ergebnismargen von SFC wird in den kommenden Jahren erwartet. Das Unternehmen dürfte in 2012 das Break-Even-Niveau fast erreichen und in 2013 ein EBITDA von über EUR 1 Mio. generieren. Auf EBIT-Niveau dürfte das Unternehmen das Break-Even-Niveau in 2013 knapp erreichen und in 2014 wahrscheinlich positive Zahlen berichten. Das wird durch die Realisierung von Cross-Selling-Potenzialen mit PBF ab 2013 angetrieben, zusammen mit einem anhaltend starken Wachstum bei industriellen Anwendungen. **Die Verbesserung der Ergebnisqualität bleibt der wichtigste Treiber des Investment Case.**

Die Prognosen, die Kaufempfehlung und das Kursziel von EUR 5,70 bleiben unverändert.

Geschäftsjahresende:

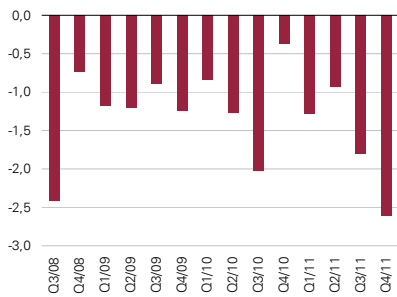
31.12.	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
in EUR Mio							
Umsatz	14,4	14,6	11,7	13,3	15,4	27,8	33,6
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	104,3 %	1,4 %	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	80,2 %	20,9 %
Bruttoergebnis	2,5	2,7	3,2	4,0	5,4	11,4	14,2
<i>Bruttomarge</i>	17,4 %	18,5 %	27,3 %	30,3 %	34,8 %	41,0 %	42,3 %
EBITDA	-4,0	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	-0,2	1,3
<i>EBITDA-Marge</i>	-27,6 %	-25,4 %	-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	-0,6 %	4,0 %
EBIT	-4,7	-4,5	-4,5	-4,5	-6,6	-1,7	-0,3
<i>EBIT-Marge</i>	-32,8 %	-30,9 %	-38,6 %	-33,8 %	-42,9 %	-6,0 %	-0,7 %
Jahresüberschuss	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,6	-0,3
EPS	-0,36	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,22	-0,04
Free Cash Flow je Aktie	-0,47	-0,68	-0,70	-0,91	-0,82	-0,22	-0,10
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,5
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
ROCE	-14,4 %	-8,6 %	-9,4 %	-10,3 %	-16,7 %	-4,5 %	-0,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,7 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



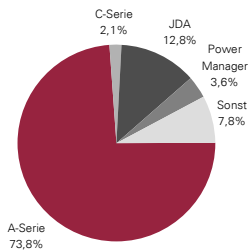
Quelle: SFC Energy

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



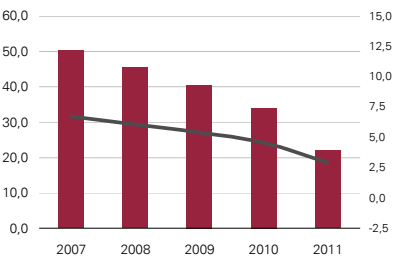
Quelle: SFC Energy

Umsatz nach Geschäftsbereichen
2011



Quelle: SFC Energy

Nettoliiquidität / pro Aktie (r)
in EUR Mio.



Quelle: SFC Energy

Unternehmenshintergrund

SFC ist das erste Unternehmen, das Brennstoffzellen vom Entwicklungsstadium in marktreife Produkte überführen konnte. Bis heute konnte dies die weitaus überwiegende Zahl der Unternehmen im Brennstoffzellen-Bereich nicht erreichen. SFC konnte bislang mehr als 14.000 Efoy-Brennstoffzellen verkaufen.

Mit Ihren Produkten (Direkt-Methanol-Brennstoffzellen) adressiert das Unternehmen Anwendungen im Freizeit-, Industrie und Verteidigungsbereich. Während im Freizeit- und Industriesegment kommerzielle Produktverkäufe im Vordergrund stehen, werden im Verteidigungssegment in erster Linie Umsätze durch Entwicklungskooperationen, Prototypen und ersten Kleinserien erzielt.

Entwicklung, Produktion und Vertrieb sind am Firmensitz in Brunenthal, bei München, angesiedelt. SFC beschäftigt derzeit rund 100 Mitarbeiter.

Wettbewerbsqualität

Die von SFC fokussierte DMCF-Brennstoffzellentechnologie ist in mobilen Einsatzgebieten mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien überlegen, vor allem gegenüber Wasserstoff-basierten Systemen. SFC's Produkte stehen somit vor allem zu herkömmlichen Technologien im Wettbewerb. Die Produkte verkaufen sich nicht über den Preis, im Vordergrund stehen die spezifischen Vorteile, die die Brennstoffzellentechnologie in den jeweiligen Einsatzgebieten bietet.

In den Märkten Freizeit und Industrie steht die vollkommen netzunabhängige Energieversorgung unabhängig von Witterungsbedingungen im Fokus. Als Substitut für Energiespeicher auf Batteriebasis erfolgt insbesondere im industriellen Umfeld eine deutliche Reduktion der Betriebskosten (insbes. Wartungskosten). 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 dem Unternehmen die Brennstoffzellen-Technologie ausreichend zu skalieren und neue Applikationen zu adressieren, um in den nächsten 2-3 Jahren den Break-Even zu erreichen.

Gewinn- und Verlustrechnung SFC Energy							
in EUR Mio.							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	14,4	14,6	11,7	13,3	15,4	27,8	33,6
Herstellungskosten	11,8	11,9	8,5	9,3	10,1	16,4	19,4
Bruttoergebnis	2,5	2,7	3,2	4,0	5,4	11,4	14,2
Forschung und Entwicklung	0,6	0,8	1,5	1,9	2,5	2,4	2,7
Vertriebskosten	4,4	4,3	4,4	4,8	4,9	7,1	7,7
Verwaltungskosten	2,3	2,2	2,1	2,1	2,7	3,6	4,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,1	0,0	0,4	0,1	-1,9	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,0	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	-0,2	1,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	1,1	1,2
EBITA	-4,4	-4,2	-4,0	-3,9	-5,2	-1,3	0,1
Abschreibungen auf iAV	0,3	0,3	0,5	0,6	1,5	0,4	0,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-4,7	-4,5	-4,5	-4,5	-6,6	-1,7	-0,3
Zinserträge	2,4	2,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	2,2	2,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	0,1
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	0,1
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,6	-0,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,6	-0,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,6	-0,3

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung SFC Energy							
in % vom Umsatz							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	82,6 %	81,5 %	72,7 %	69,7 %	65,2 %	59,0 %	57,8 %
Bruttoergebnis	17,4 %	18,5 %	27,3 %	30,3 %	34,8 %	41,0 %	42,3 %
Forschung und Entwicklung	4,4 %	5,4 %	12,9 %	14,2 %	16,5 %	8,5 %	8,0 %
Vertriebskosten	30,5 %	29,5 %	38,0 %	35,6 %	31,7 %	25,5 %	23,0 %
Verwaltungskosten	16,1 %	14,9 %	18,2 %	15,4 %	17,4 %	13,0 %	12,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,7 %	0,3 %	3,3 %	1,1 %	-12,2 %	0,0 %	0,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	-27,6 %	-25,4 %	-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	-0,6 %	4,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1 %	3,4 %	3,8 %	3,0 %	3,3 %	4,0 %	3,6 %
EBITA	-30,7 %	-28,8 %	-34,6 %	-29,2 %	-33,4 %	-4,6 %	0,4 %
Abschreibungen auf iAV	2,1 %	2,2 %	3,9 %	4,7 %	9,5 %	1,4 %	1,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	-32,8 %	-30,9 %	-38,6 %	-33,9 %	-42,9 %	-6,0 %	-0,8 %
Zinserträge	16,8 %	15,0 %	6,4 %	3,1 %	2,8 %	1,2 %	1,0 %
Zinsaufwendungen	1,6 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	15,2 %	14,8 %	6,2 %	2,9 %	2,5 %	1,2 %	1,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-17,6 %	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-4,8 %	0,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	-17,6 %	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-4,8 %	0,2 %
Steuern gesamt	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	1,1 %	1,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-17,6 %	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-5,9 %	-0,8 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-17,6 %	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-5,9 %	-0,8 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-17,6 %	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-5,9 %	-0,8 %

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz SFC Energy

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,8	2,4	3,0	10,9	11,2	12,9
davon übrige imm. VG	1,1	1,8	2,4	3,0	3,2	3,5	3,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	6,0	7,4
Sachanlagen	0,8	1,1	1,7	2,3	2,7	2,8	2,8
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,9	3,0	4,1	5,3	13,7	14,1	15,7
Vorräte	1,3	1,2	1,3	1,9	4,9	5,1	5,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,0	2,5	2,2	2,7	5,0	5,0	5,8
Sonstige Vermögensgegenstände	1,8	2,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5
Liquide Mittel	53,0	45,6	40,6	34,1	22,7	21,4	19,3
Umlaufvermögen	58,0	51,9	46,4	41,1	35,2	34,0	32,8
Bilanzsumme (Aktiva)	59,9	54,8	50,5	46,4	48,8	48,1	48,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7,1	7,2	7,2	7,2	7,5	7,5	7,5
Kapitalrücklage	66,8	66,9	66,9	66,9	67,9	67,9	67,9
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-22,0	-24,4	-28,2	-32,3	-38,6	-38,6	-38,6
Buchwert	51,9	49,6	45,8	41,7	36,8	35,1	34,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	51,9	49,6	45,8	41,7	36,8	35,1	34,9
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,7	0,8	0,8	1,0	2,3	2,3	2,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,6	0,1	0,0	0,0	0,8	1,1	1,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,3	2,1	2,0	1,4	3,2	3,4	4,1
Sonstige Verbindlichkeiten	3,4	2,3	1,8	2,2	5,8	6,2	6,2
Verbindlichkeiten	8,0	5,2	4,6	4,6	12,0	12,9	13,6
Bilanzsumme (Passiva)	59,9	54,8	50,5	46,4	48,8	48,1	48,5

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz SFC Energy

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,8 %	3,3 %	4,8 %	6,4 %	22,4 %	23,3 %	26,5 %
davon übrige imm. VG	1,8 %	3,3 %	4,8 %	6,4 %	6,5 %	7,2 %	7,8 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,3 %	12,5 %	15,2 %
Sachanlagen	1,4 %	2,1 %	3,3 %	5,0 %	5,6 %	5,9 %	5,9 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	3,2 %	5,4 %	8,1 %	11,4 %	28,0 %	29,2 %	32,4 %
Vorräte	2,1 %	2,1 %	2,6 %	4,2 %	10,1 %	10,6 %	10,7 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,3 %	4,6 %	4,4 %	5,9 %	10,3 %	10,4 %	12,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	3,0 %	4,7 %	4,4 %	4,9 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Liquide Mittel	88,5 %	83,2 %	80,4 %	73,6 %	46,6 %	44,5 %	39,7 %
Umlaufvermögen	96,9 %	94,7 %	91,8 %	88,5 %	72,1 %	70,7 %	67,6 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	11,9 %	13,1 %	14,2 %	15,4 %	15,4 %	15,6 %	15,5 %
Kapitalrücklage	111,6 %	122,0 %	132,4 %	144,1 %	139,1 %	141,1 %	140,0 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-3,4 %	-3,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-36,8 %	-44,5 %	-55,8 %	-69,6 %	-79,1 %	-80,3 %	-79,6 %
Buchwert	86,7 %	90,6 %	90,8 %	89,9 %	75,4 %	73,1 %	71,9 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	86,7 %	90,6 %	90,8 %	89,9 %	75,4 %	73,1 %	71,9 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	1,1 %	1,4 %	1,7 %	2,3 %	4,7 %	4,8 %	4,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,4 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %	2,2 %	2,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,2 %	3,7 %	3,9 %	3,0 %	6,6 %	7,1 %	8,5 %
Sonstige Verbindlichkeiten	5,7 %	4,1 %	3,6 %	4,7 %	11,8 %	12,8 %	12,7 %
Verbindlichkeiten	13,4 %	9,5 %	9,1 %	10,0 %	24,7 %	26,9 %	28,1 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung SFC Energy

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,5	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,6	-0,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	1,1	1,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,5	0,6	1,5	0,4	0,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,5	-1,3	0,0	0,3	0,6	0,0	0,0
Cash Flow	-3,2	-2,8	-2,9	-2,6	-3,7	-0,1	1,3
Veränderung Vorräte	-0,3	0,1	-0,2	-0,6	-1,0	-0,2	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	0,8	-0,1	-0,6	0,3	0,6	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,4	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,5	-0,2	-0,1	-1,7	-1,0	0,4	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-2,7	-3,0	-3,0	-4,3	-4,7	0,3	1,1
CAPEX	-0,6	-1,9	-2,0	-2,2	-1,1	-1,9	-1,9
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-1,4
Finanzanlageninvestitionen	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	3,6	-1,9	-1,9	-2,2	-6,8	-1,9	-3,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,8	-2,5	-0,1	0,0	-0,4	0,3	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	53,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-5,9	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	45,8	-2,5	-0,1	0,0	-0,4	0,3	0,0
Veränderung liquide Mittel	46,7	-7,4	-5,0	-6,5	-12,0	-1,3	-2,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	52,9	45,6	40,6	34,1	22,2	21,4	19,3

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen SFC Energy

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	50,2 %	49,4 %	65,9 %	64,2 %	77,7 %	47,0 %	43,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	170.845	141.299	111.302	133.291	145.525	150.287	176.974
EBITDA je Mitarbeiter	-47.143	-35.876	-34.326	-34.919	-43.805	-909	7.094
EBIT-Marge	-32,8 %	-30,9 %	-38,6 %	-33,8 %	-42,9 %	-6,0 %	-0,7 %
EBITDA / Operating Assets	-221,5 %	-145,7 %	-111,3 %	-62,4 %	-50,2 %	-1,9 %	14,7 %
ROA	-132,3 %	-79,3 %	-92,5 %	-78,0 %	-45,6 %	-11,7 %	-1,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	17,3	12,7	7,0	5,7	5,6	9,8	11,8
Operating Assets Turnover	8,0	5,7	3,6	2,4	1,7	3,1	3,7
Capital Employed Turnover	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,8	0,9
Kapitalverzinsung							
ROCE	-14,4 %	-8,6 %	-9,4 %	-10,3 %	-16,7 %	-4,5 %	-0,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	-12,1 %	-7,1 %	-7,5 %	-8,0 %	-11,7 %	-0,5 %	3,7 %
ROE	-4,9 %	-4,7 %	-8,3 %	-9,9 %	-16,9 %	-4,7 %	-0,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-8,8 %	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-4,6 %	-0,8 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-8,8 %	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-4,6 %	-0,8 %
ROIC	-4,5 %	-4,6 %	-8,0 %	-9,4 %	-14,8 %	-4,0 %	-0,7 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-50,4	-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-20,3	-18,2
Net Gearing	-97,0 %	-91,7 %	-88,5 %	-81,8 %	-59,7 %	-57,9 %	-52,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1973,1 %	42063,3 %	n.a.	n.a.	4846,4 %	3318,2 %	3293,0 %
Current ratio	7,9	11,7	12,3	11,5	3,7	3,3	2,9
Acid Test Ratio	7,1	9,7	9,8	8,5	2,6	2,3	2,1
EBITDA / Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-3,3	-4,8	-5,0	-6,5	-5,9	-1,6	-0,8
Free Cash Flow / Umsatz	-23,3 %	-33,3 %	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	-5,9 %	-2,3 %
Adj. Free Cash Flow	n.a.	-4,2	-4,3	-4,2	-5,3	-0,9	0,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-32,4 %	-29,1 %	-37,0 %	-31,6 %	-34,9 %	-4,2 %	0,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	132,3 %	205,5 %	132,6 %	157,8 %	94,0 %	99,8 %	287,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	7,8 %	4,4 %	1,7 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,8 %	2,9 %	35,6 %	n.a.	4,9 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	-25,1 %	12,8 %	17,5 %	16,7 %	7,3 %	6,8 %	5,7 %
Maint. Capex / Umsatz	3,2 %	3,4 %	6,0 %	5,3 %	4,5 %	2,5 %	2,1 %
CAPEX / Abschreibungen	-480,9 %	231,7 %	226,8 %	217,8 %	57,3 %	126,7 %	118,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,8 %	8,1 %	12,6 %	18,1 %	31,7 %	22,7 %	18,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	149,6 %	123,1 %	112,7 %	196,0 %	156,0 %	147,1 %	141,5 %
Inventory processing period (Tage)	32,6	28,9	41,5	53,0	116	66,4	56,2
Receivables collection period (Tage)	50,9	63,3	68,9	74,3	119	65,0	63,0
Payables payment period (Tage)	34,0	51,4	61,2	37,9	76,1	45,0	45,0
Cash conversion cycle (Tage)	24,4	34,9	48,7	89,3	154	78,5	67,6
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
EV/sales	0,5	0,5	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,5
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/CF	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	22,2
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,7 %

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - SFC Energy

Angaben in Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,6	-0,3	1,0
+ Abschreibung + Amortisation	0,8	0,9	1,0	2,0	1,5	1,6	1,9
- Zinsergebnis (netto)	2,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
+ Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	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
= Adjustierter Free Cash Flow	-4,2	-4,3	-4,2	-5,3	-0,9	0,6	2,3
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-54,7%	-56,1%	-54,7%	-69,7%	-9,3%	5,7%	20,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	7,7	7,7	7,7	7,7	9,3	11,4	11,1
= Fairer Enterprise Value	-	-	-	-	-	6,5	22,5
- Nettoverschuldung (Cash)	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-20,3	-18,2	-18,5
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	-	-	-	-	-	24,7	41,1
Aktienanzahl (Mio.)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	-	-	-	3,29	5,47
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	-	-	-	-16,7%	38,5%
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	13,0%	-	-	-	-	3,09	4,78
	12,0%	-	-	-	-	3,15	4,97
Fairer	11,0%	-	-	-	-	3,21	5,20
Free Cash Flow	10,0%	-	-	-	-	3,29	5,47
Yield	9,0%	-	-	-	-	3,39	5,81
	8,0%	-	-	-	-	3,51	6,22
	7,0%	-	-	-	-	3,66	6,76

Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - SFC Energy

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	27,8	33,6	37,5	41,3	44,4	47,7	50,1	52,6	55,2	56,9	58,6	60,3	61,8	63,4
Veränderung	80,2%	20,9%	11,6%	10,0%	7,5%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%
EBIT	-1,7	-0,3	1,1	2,0	2,9	3,8	4,5	4,7	5,0	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7
EBIT-Marge	-6,0%	-0,7%	2,8%	4,8%	6,5%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuerquote	-18,3%	-136,5%	32,8%	18,2%	13,3%	15,7%	15,4%	15,5%	15,6%	15,6%	15,7%	15,7%	15,8%	30,0%
NOPAT	-2,0	-0,6	0,7	1,6	2,5	3,2	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,0
Abschreibungen	1,5	1,6	1,9	1,9	2,2	2,6	2,5	2,6	2,8	2,4	2,3	2,4	2,5	2,5
in % vom Umsatz	5,4%	4,8%	5,1%	4,5%	5,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
- Investitionen	-1,9	-1,9	-2,2	-2,7	-2,7	-2,6	-2,5	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5
Investitionsquote	6,8%	5,7%	5,9%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	4,5%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,0	-1,1	0,0	0,5	2,0	3,2	3,5	3,6	4,1	4,1	4,2	4,3	4,5	3,8

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,80
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	13,00%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2025	9,8		
Terminal Value	6,8		
Verbindlichkeiten	-1,6		
Liquide Mittel	27,7	Aktienzahl (Mio.)	7,50
Eigenkapitalwert	42,8	Wert je Aktie (EUR)	5,71

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

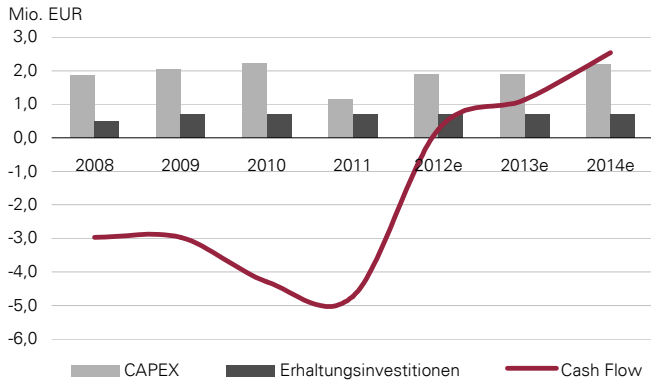
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
14,00%	5,37	5,39	5,40	5,42	5,43	5,45	5,47
13,50%	5,50	5,52	5,54	5,56	5,57	5,59	5,62
13,25%	5,57	5,59	5,61	5,63	5,65	5,67	5,69
13,00%	5,65	5,67	5,69	5,71	5,73	5,75	5,78
12,75%	5,72	5,74	5,77	5,79	5,81	5,84	5,86
12,50%	5,80	5,83	5,85	5,87	5,90	5,93	5,96
12,00%	5,98	6,00	6,03	6,06	6,09	6,12	6,16

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
14,00%	4,73	4,96	5,19	5,42	5,65	5,88	6,11
13,50%	4,84	5,08	5,32	5,56	5,79	6,03	6,27
13,25%	4,90	5,14	5,39	5,63	5,87	6,12	6,36
13,00%	4,96	5,21	5,46	5,71	5,96	6,20	6,45
12,75%	5,03	5,28	5,54	5,79	6,04	6,30	6,55
12,50%	5,10	5,36	5,62	5,87	6,13	6,39	6,65
12,00%	5,25	5,52	5,79	6,06	6,33	6,60	6,87

Quelle: Warburg Research

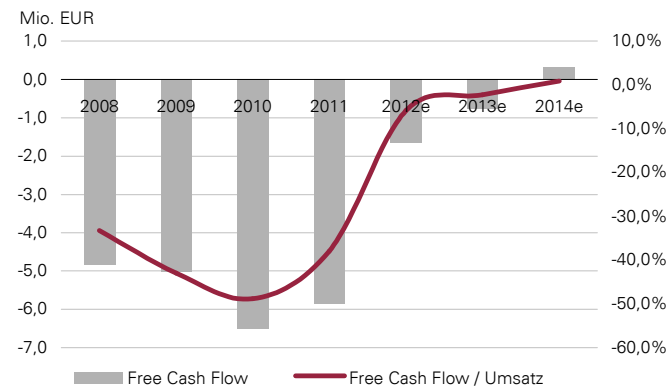
Investitionen und Cash Flow - SFC Energy



Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Operativer Cash Flow ab 2012 positiv

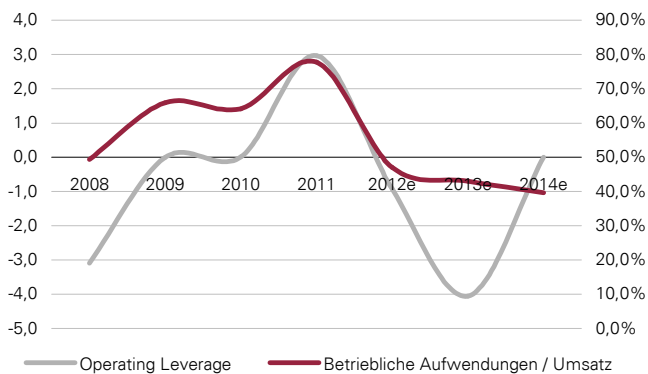
Free Cash Flow Generation - SFC Energy



Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Übernahme von PBF stärkt FCF-Generierung ab 2012
- FCF sollte ab 2014 positiv sein

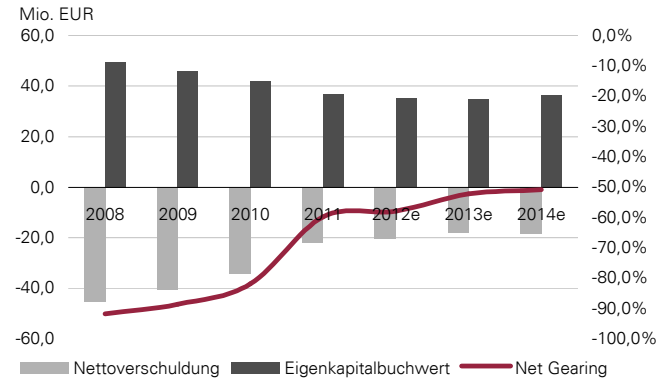
Operating Leverage - SFC Energy



Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Noch geringe Umsatzbasis führt zu hohen Kostenquoten
- PBF-Übernahme reduziert Kostenquoten ab 2012 deutlich

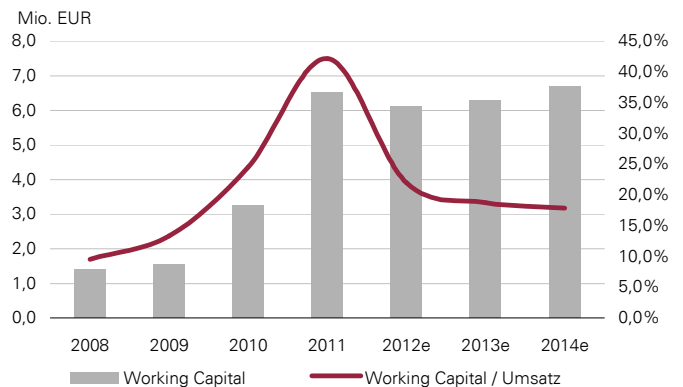
Bilanzqualität - SFC Energy



Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Hohe Bilanzqualität durch signifikante Nettoliquidität
- Übernahme der PBF Group reduziert Nettoliquidität in 2011
- Nettoliquidität per Ende 2011 bei ca. EUR 3 je Aktie erwartet

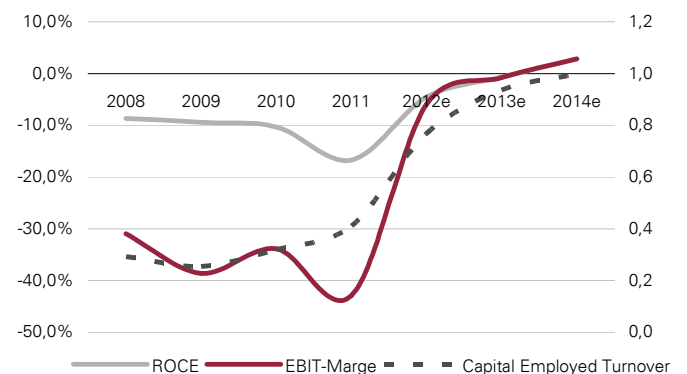
Working Capital - SFC Energy



Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Übernahme von PBF führt zu hohem Working Capital per Ende 2011
- Working Capital 2011 durch Platin-Sicherung erhöht

ROCE Entwicklung - SFC Energy



Quellen: SFC Energy (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Nach PBF sukzessive Verbesserung der Returns erwartet

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

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

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

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

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

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

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

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

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

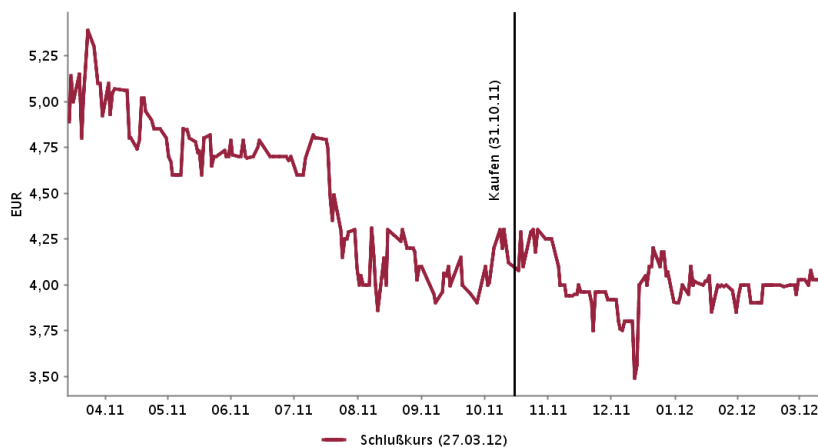
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	119	66%
Halten	51	28%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	3	2%
Gesamt	180	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	93	67%
Halten	40	29%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	3	2%
Gesamt	139	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
SFC Energy AG am 29.03.12**



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

Warburg Research GmbH

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

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



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns +49 40 309537-253
Head of Research cbruns@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
jfrey@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
tkleibauer@warburg-research.com

Torsten Klingner +49 40 309537-260
tklingner@warburg-research.com

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

Frank Laser +49 40 309537-235
flaser@warburg-research.com

Malte Räter +49 40 309537-185
mraether@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
aplaesier@warburg-research.com

Björn Blunck +49 40 309537-160
Business Support bblunck@warburg-research.com

Daniel Bonn +49 40 309537-205
Business Support dbonn@warburg-research.com

Annika Boysen +49 40 309537-202
Business Support aboysen@warburg-research.com

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

Jochen Reichert +49 40 309537-130
jreichert@warburg-research.com

Christopher Rodler +49 40 309537-290
crodler@warburg-research.com

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

Susanne Schwartz +49 40 309537-155
sschwartz@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
swulf@warburg-research.com

Markus Pähler +49 40 309537-221
Business Support mpaehler@warburg-research.com

Claudia Vedder +49 40 309537-105
Business Support cvedder@warburg-research.com

Katrin Wauker +49 40 309537-200
Business Support kwauker@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

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

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

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

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

Patrick Schepelmann +49 40 3282-2700
Sales Trading pschepelmann@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Andrea Carstensen +49 40 3282-2632
Sales Assistance acarstensen@mmwarburg.com

Kerstin Tscherner +49 40 3282-2703
Sales Assistance kscherner@mmwarburg.com

Katharina Bruns +49 40 3282-2694
Roadshow / Marketing kbruns@mmwarburg.com

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

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Equity Sales calisch@mmwarburg.com

Robert Conredel +49 40 3282-2633
Equity Sales rconredel@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
Equity Sales mfritsch@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
Equity Sales mkriszun@mmwarburg.com

Philippe Lorrain +49 40 3282-2664
Equity Sales plorrain@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Equity Sales mniemann@mmwarburg.com

Dirk Rosenfelder +49 40 3282-2692
Equity Sales drosenfelder@mmwarburg.com

Julian Straube +49 40 3282-2666
Equity Sales jstraube@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Equity Sales pstumpfegger@mmwarburg.com