

Halten (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 5,90 (alt: 5,70)

Kurs EUR 5,30
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: 02.05.2012 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 39,8 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 19,4 Mio.
Buchwert: EUR 35,5 Mio.
Aktienanzahl: 7,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 114 Tsd.

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

Termine:
 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	7,5	33,6	0	37,5	-
EBIT	-1,7	n.m.	-0,3	n.m.	0,7	-
EPS	-0,22	n.m.	-0,04	0	0,10	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 03.05.2012
 Analyst: Malte Schaumann +49 (0)40-309537-170
 mschaumann@warburg-research.com

Gutes Q1 – Herabstufung auf Halten nach jüngster Rally

SFC Energy hat Q1-Zahlen vorgelegt und um 9:00 Uhr eine Telefonkonferenz veranstaltet.

Auf Basis eines aktualisierten DCF-Modells wird **das Kursziel auf EUR 5,90 je Aktie erhöht**. Da der heutige Aktienkurs das bisherige Kursziel erreicht hat und das Kurspotenzial zum neuen Kursziel **nach einem Kursanstieg von mehr als 40% seit Anfang April mit nur 6% begrenzt ist, wird das Rating auf Halten herabgestuft**. Ein schwächerer Newsflow durch die operative Entwicklung in Q2 + Q3 (typisch schwächere Saisonalität) verbunden mit einer Bewertung von 9x EBITDA 2014e dürfte keine Grundlage für einen weiteren deutlichen Kursanstieg auf kurze Sicht sein.

SFC Energy - Q1 2012

Angaben in Mio. EUR	Q1/12	Q1/12e	Q1/11	yoy	2012e	2011	yoy
Umsatz	7,6	7,0	3,7	103,0%	29,9	15,4	93,7%
EBITDA	0,4	0,0	-1,0	-	0,2	-4,6	-
<i>Marge</i>	5,9%	0,0%	-26,1%		0,7%	-30,1%	
EBIT	0,3	-0,4	-1,3	n.m.	-1,3	-6,6	n.m.
<i>Marge</i>	4,2%	-5,7%	-34,4%		-4,3%	-42,9%	
Jahresüberschuss	0,3	-0,4	-1,2	n.m.	-1,3	-6,2	n.m.
<i>Marge</i>	4,5%	-5,7%	-31,6%		-4,2%	-40,4%	
EPS in EUR	0,05	-0,06	-0,16	-	-0,17	-0,87	-80,5%

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

Q1 enthält erstmals die vollständigen Beiträge der akquirierten PBF, sodass sich Q1 nicht direkt mit Q1 2011 vergleichen lässt. Sowohl **Umsatz als auch Ergebnis lagen über den Schätzungen**. Treiber der soliden Umsatzentwicklung waren höher als erwartete Auslieferungen im Rahmen des Auftrags von der US-Army. Auf PBF entfielen ca. 44% vom Konzernumsatz, wodurch sich der Umsatzanteil mit Industriekunden in Q1 auf 57% erhöhte. Einziger negativer Aspekt bei der Umsatzentwicklung war ein recht schwaches Freizeitsegment, das die schwächste Q1-Abverkaufsrate seit einer Reihe von Jahren verzeichnete. Entsprechend verringerte sich der Freizeit-Umsatz um ca. 20% gegenüber dem Vorjahr, eine Tatsache, der wir in den nächsten Quartalen unsere Aufmerksamkeit schenken werden. Die **Ergebnisgrößen enthalten einen positiven Einmaleffekt in Höhe von EUR 0,5 Mio.** durch die Wertzuschreibung der zuvor abgeschriebenen Entwicklungskosten nach dem Erhalt des Großauftrags der deutschen Bundeswehr. Damit wurde rein organisch beim EBITDA fast der Break Even erreicht.

Die Bruttomarge erreichte in Q1 einen neuen Quartalsrekord von 40,5%, trotz der Tatsache, dass PBF eine Marge von "nur" 33% beiträgt. Angesichts des überproportionalen Anteils an margenstarken Produkten in Q1 sollte ein solches Niveau jedoch nicht für die nächsten Quartale erwartet werden.

Neben dem Gewinn des wichtigen Auftrags vom deutschen Militär (Volumen EUR 5 Mio.) konnte SFC eine **Kooperation mit Rittal** im Rahmen der Hannover-Messe bekannt geben. Beide Unternehmen vereinbarten die Entwicklung von integrierten Brennzellsystemlösungen im Leistungsbereich von 25W bis 500W. Neben Anwendungen im Verkehrsmanagement oder in der Windindustrie dürften auch Backup-Lösungen für eine Vielzahl von Industriemärkten im Fokus stehen.

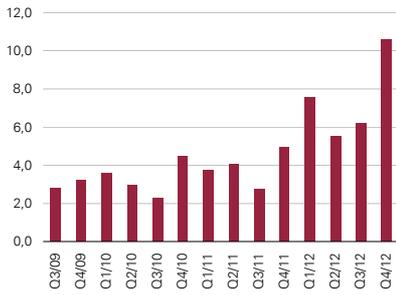
SFC grenzte die Top-Line-Guidance auf EUR 30 Mio. für das Geschäftsjahr 2012 am oberen Ende der bisherigen Spanne ein (EUR 28 – 30 Mio.) und erwartet in H2 weiterhin ein positives EBITDA. Beide Ziele scheinen angesichts des aktuellen Auftragsbestands gut erreichbar zu sein.

Anpassungen: Die neuen 2012er-Ergebnisschätzungen reflektieren die positive Einmaleffekte. Die Schätzungen für 2014 werden eingeführt. SFC sollte letztendlich in 2014 ein positives EBIT erzielen, wobei der FCF knapp die Break Even-Schwelle erreicht.

Das neue Rating lautet Halten mit einem neuen Kursziel von EUR 5,90.

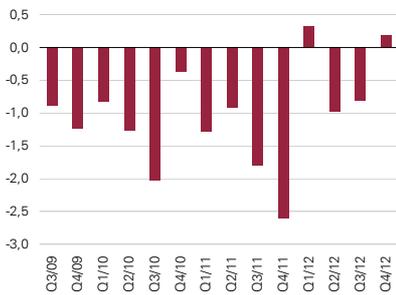
Geschäftsjahresende:	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	14,6	11,7	13,3	15,4	29,9	33,6	37,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	1,4 %	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	93,7 %	12,5 %	11,6 %
Bruttoergebnis	2,7	3,2	4,0	5,4	11,3	13,8	15,6
<i>Bruttomarge</i>	18,5 %	27,3 %	30,3 %	34,8 %	37,8 %	41,0 %	41,5 %
EBITDA	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	0,2	1,3	2,4
<i>EBITDA-Marge</i>	-25,4 %	-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	0,7 %	4,0 %	6,5 %
EBIT	-4,5	-4,5	-4,5	-6,6	-1,3	-0,3	0,7
<i>EBIT-Marge</i>	-30,9 %	-38,6 %	-33,8 %	-42,9 %	-4,3 %	-0,7 %	2,0 %
Jahresüberschuss	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	-0,3	0,7
EPS	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,17	-0,04	0,10
Free Cash Flow je Aktie	-0,68	-0,70	-0,91	-0,82	-0,21	-0,06	-0,02
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	1,2	1,5	1,3	1,2	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	93,4	15,7	8,8
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	29,2
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	53,0
ROCE	-8,6 %	-9,4 %	-10,3 %	-16,7 %	-3,5 %	-0,7 %	2,0 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1 %	8,1 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



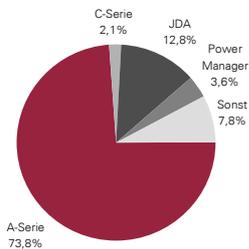
Quelle: SFC Energy

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



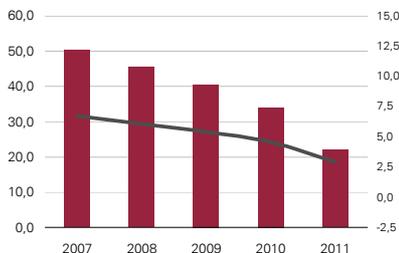
Quelle: SFC Energy

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.							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	14,6	11,7	13,3	15,4	29,9	33,6	37,5
Herstellungskosten	11,9	8,5	9,3	10,1	18,6	19,8	22,0
Bruttoergebnis	2,7	3,2	4,0	5,4	11,3	13,8	15,6
Forschung und Entwicklung	0,8	1,5	1,9	2,5	3,7	3,7	3,9
Vertriebskosten	4,3	4,4	4,8	4,9	5,8	6,3	6,7
Verwaltungskosten	2,2	2,1	2,1	2,7	3,6	4,0	4,2
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,4	0,1	-1,9	0,5	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0						
EBITDA	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	0,2	1,3	2,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,5	1,1	1,2	1,3
EBITA	-4,2	-4,0	-3,9	-5,2	-0,9	0,1	1,1
Abschreibungen auf iAV	0,3	0,5	0,6	1,5	0,4	0,4	0,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-4,5	-4,5	-4,5	-6,6	-1,3	-0,3	0,7
Zinserträge	2,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	2,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,0	0,1	1,1
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,0	0,1	1,1
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	-0,3	0,7
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	-0,3	0,7
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	-0,3	0,7

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

Gewinn- und Verlustrechnung SFC Energy							
in % vom Umsatz							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	100,0 %						
Herstellungskosten	81,5 %	72,7 %	69,7 %	65,2 %	62,3 %	59,0 %	58,5 %
Bruttoergebnis	18,5 %	27,3 %	30,3 %	34,8 %	37,8 %	41,0 %	41,5 %
Forschung und Entwicklung	5,4 %	12,9 %	14,2 %	16,5 %	12,3 %	11,0 %	10,5 %
Vertriebskosten	29,5 %	38,0 %	35,6 %	31,7 %	19,5 %	18,8 %	17,8 %
Verwaltungskosten	14,9 %	18,2 %	15,4 %	17,4 %	12,0 %	12,0 %	11,3 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,3 %	3,3 %	1,1 %	-12,2 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %						
EBITDA	-25,4 %	-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	0,7 %	4,0 %	6,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,4 %	3,8 %	3,0 %	3,3 %	3,7 %	3,6 %	3,5 %
EBITA	-28,8 %	-34,6 %	-29,2 %	-33,4 %	-3,0 %	0,4 %	3,0 %
Abschreibungen auf iAV	2,2 %	3,9 %	4,7 %	9,5 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	-30,9 %	-38,6 %	-33,9 %	-42,9 %	-4,3 %	-0,8 %	2,0 %
Zinserträge	15,0 %	6,4 %	3,1 %	2,8 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	14,8 %	6,2 %	2,9 %	2,5 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-3,2 %	0,2 %	2,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-3,2 %	0,2 %	2,8 %
Steuern gesamt	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	1,0 %	1,0 %	0,9 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-4,3 %	-0,8 %	1,9 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-4,3 %	-0,8 %	1,9 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-16,2 %	-32,4 %	-31,0 %	-40,4 %	-4,3 %	-0,8 %	1,9 %

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

Bilanz SFC Energy

in EUR Mio.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,8	2,4	3,0	10,9	11,2	12,9	13,2
davon übrige imm. VG	1,8	2,4	3,0	3,2	3,5	3,8	4,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	6,0	6,0	7,4	7,4
Sachanlagen	1,1	1,7	2,3	2,7	2,8	2,8	3,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,0	4,1	5,3	13,7	14,1	15,7	16,2
Vorräte	1,2	1,3	1,9	4,9	5,4	5,2	5,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,5	2,2	2,7	5,0	5,3	5,8	6,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5	3,0
Liquide Mittel	45,6	40,6	34,1	22,7	21,5	19,6	19,5
Umlaufvermögen	51,9	46,4	41,1	35,2	34,7	33,2	34,4
Bilanzsumme (Aktiva)	54,8	50,5	46,4	48,8	48,7	48,9	50,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7,2	7,2	7,2	7,5	7,5	7,5	7,5
Kapitalrücklage	66,9	66,9	66,9	67,9	67,9	67,9	67,9
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,5	-0,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-24,4	-28,2	-32,3	-38,6	-38,6	-38,6	-38,1
Buchwert	49,6	45,8	41,7	36,8	35,5	35,2	36,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	49,6	45,8	41,7	36,8	35,5	35,2	36,5
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,8	0,8	1,0	2,3	2,3	2,3	2,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,1	0,0	0,0	0,8	1,1	1,1	1,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,0	1,4	3,2	3,7	4,1	4,6
Sonstige Verbindlichkeiten	2,3	1,8	2,2	5,8	6,2	6,2	6,2
Verbindlichkeiten	5,2	4,6	4,6	12,0	13,2	13,6	14,1
Bilanzsumme (Passiva)	54,8	50,5	46,4	48,8	48,7	48,9	50,6

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

Bilanz SFC Energy

in % der Bilanzsumme

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,3 %	4,8 %	6,4 %	22,4 %	23,0 %	26,3 %	26,0 %
davon übrige imm. VG	3,3 %	4,8 %	6,4 %	6,5 %	7,2 %	7,7 %	8,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,3 %	12,4 %	15,1 %	14,6 %
Sachanlagen	2,1 %	3,3 %	5,0 %	5,6 %	5,9 %	5,8 %	6,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	5,4 %	8,1 %	11,4 %	28,0 %	28,9 %	32,1 %	32,1 %
Vorräte	2,1 %	2,6 %	4,2 %	10,1 %	11,1 %	10,6 %	10,7 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,6 %	4,4 %	5,9 %	10,3 %	10,9 %	11,9 %	12,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,7 %	4,4 %	4,9 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %	6,0 %
Liquide Mittel	83,2 %	80,4 %	73,6 %	46,6 %	44,1 %	40,2 %	38,5 %
Umlaufvermögen	94,7 %	91,8 %	88,5 %	72,1 %	71,2 %	67,8 %	68,0 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %						
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	13,1 %	14,2 %	15,4 %	15,4 %	15,4 %	15,3 %	14,8 %
Kapitalrücklage	122,0 %	132,4 %	144,1 %	139,1 %	139,4 %	138,8 %	134,2 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-2,6 %	-3,1 %	-1,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-44,5 %	-55,8 %	-69,6 %	-79,1 %	-79,3 %	-78,9 %	-75,3 %
Buchwert	90,6 %	90,8 %	89,9 %	75,4 %	72,9 %	72,1 %	72,1 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	90,6 %	90,8 %	89,9 %	75,4 %	72,9 %	72,1 %	72,1 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	1,4 %	1,7 %	2,3 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %	4,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,2 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %	2,2 %	2,2 %	2,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,7 %	3,9 %	3,0 %	6,6 %	7,6 %	8,4 %	9,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1 %	3,6 %	4,7 %	11,8 %	12,7 %	12,6 %	12,2 %
Verbindlichkeiten	9,5 %	9,1 %	10,0 %	24,7 %	27,2 %	27,9 %	27,9 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %						

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

Kapitalflussrechnung SFC Energy							
in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-1,3	-0,3	0,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,4	0,4	0,5	1,1	1,2	1,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,5	0,6	1,5	0,4	0,4	0,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,3	0,0	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-2,8	-2,9	-2,6	-3,7	0,2	1,3	2,4
Veränderung Vorräte	0,1	-0,2	-0,6	-1,0	-0,5	0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,8	-0,1	-0,6	0,3	0,9	0,4	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-0,1	-1,7	-1,0	0,1	0,1	-0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-3,0	-3,0	-4,3	-4,7	0,3	1,4	2,0
CAPEX	-1,9	-2,0	-2,2	-1,1	-1,9	-1,9	-2,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-1,4	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,9	-1,9	-2,2	-6,8	-1,9	-3,3	-2,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,5	-0,1	0,0	-0,4	0,3	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,5	-0,1	0,0	-0,4	0,3	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-7,4	-5,0	-6,5	-12,0	-1,3	-1,8	-0,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0						
Endbestand liquide Mittel	45,6	40,6	34,1	22,2	21,5	19,6	19,5

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

Kennzahlen SFC Energy

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	49,4 %	65,9 %	64,2 %	77,7 %	42,1 %	41,8 %	39,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	141.299	111.302	133.291	145.525	161.503	176.974	312.708
EBITDA je Mitarbeiter	-35,876	-34,326	-34,919	-43,805	1,121	7,094	20,265
EBIT-Marge	-30,9 %	-38,6 %	-33,8 %	-42,9 %	-4,3 %	-0,7 %	2,0 %
EBITDA / Operating Assets	-145,7 %	-111,3 %	-62,4 %	-50,2 %	2,2 %	14,7 %	24,9 %
ROA	-79,3 %	-92,5 %	-78,0 %	-45,6 %	-9,0 %	-1,7 %	4,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	12,7	7,0	5,7	5,6	10,5	11,8	12,3
Operating Assets Turnover	5,7	3,6	2,4	1,7	3,2	3,7	3,8
Capital Employed Turnover	0,3	0,3	0,3	0,4	0,8	0,9	1,0
Kapitalverzinsung							
ROCE	-8,6 %	-9,4 %	-10,3 %	-16,7 %	-3,5 %	-0,7 %	2,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	-7,1 %	-7,5 %	-8,0 %	-11,7 %	0,6 %	3,7 %	6,6 %
ROE	-4,7 %	-8,3 %	-9,9 %	-16,9 %	-3,6 %	-0,8 %	2,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-3,5 %	-0,8 %	2,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-3,5 %	-0,8 %	2,0 %
ROIC	-4,6 %	-8,0 %	-9,4 %	-14,8 %	-3,1 %	-0,7 %	1,7 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-20,4	-18,6	-18,4
Net Gearing	-91,7 %	-88,5 %	-81,8 %	-59,7 %	-57,5 %	-52,7 %	-50,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	42063,3 %	n.a.	n.a.	4846,4 %	3353,7 %	3328,5 %	3443,5 %
Current ratio	11,7	12,3	11,5	3,7	3,2	3,0	3,0
Acid Test Ratio	9,7	9,8	8,5	2,6	2,2	2,1	2,1
EBITDA / Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-4,8	-5,0	-6,5	-5,9	-1,6	-0,5	-0,2
Free Cash Flow / Umsatz	-33,3 %	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	-5,2 %	-1,4 %	-0,5 %
Adj. Free Cash Flow	-4,2	-4,3	-4,2	-5,3	-0,5	0,6	1,7
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-29,1 %	-37,0 %	-31,6 %	-34,9 %	-2,7 %	0,9 %	3,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	205,5 %	132,6 %	157,8 %	94,0 %	123,3 %	175,1 %	-25,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,4 %	1,7 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,9 %	35,6 %	n.a.	4,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	12,8 %	17,5 %	16,7 %	7,3 %	6,4 %	5,7 %	5,9 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	6,0 %	5,3 %	4,5 %	2,3 %	2,1 %	1,9 %
CAPEX / Abschreibungen	231,7 %	226,8 %	217,8 %	57,3 %	126,7 %	118,8 %	129,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,1 %	12,6 %	18,1 %	31,7 %	21,6 %	18,9 %	17,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	123,1 %	112,7 %	196,0 %	156,0 %	143,2 %	141,5 %	141,3 %
Inventory processing period (Tage)	28,9	41,5	53,0	116	66,4	56,2	52,1
Receivables collection period (Tage)	63,3	68,9	74,3	119	65,0	63,0	63,0
Payables payment period (Tage)	51,4	61,2	37,9	76,1	45,0	45,0	45,0
Cash conversion cycle (Tage)	34,9	48,7	89,3	154	79,0	67,6	64,3
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/sales	1,2	1,5	1,3	1,2	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	93,4	15,7	8,8
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	29,2
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.	53,0
P/CF	neg.	neg.	neg.	neg.	171,9	29,8	16,4
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1 %	8,1 %

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	-1,3	-0,3	0,7
+ Abschreibung + Amortisation	0,8	0,9	1,0	2,0	1,5	1,6	1,7
- 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	-0,5	0,6	1,7
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-23,6%	-24,2%	-23,6%	-30,0%	-2,5%	3,1%	8,1%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	17,8	17,8	17,8	17,8	19,4	21,2	21,4
= Fairer Enterprise Value	-	-	-	-	-	6,5	17,3
- Nettoverschuldung (Cash)	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-20,4	-18,6	-18,4
- 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	-	-	-	-	-	25,1	35,7
Aktienanzahl (Mio.)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	-	-	-	3,34	4,76
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	-	-	-	-37,0%	-10,2%
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	13,0%	-	-	-	-	3,14	4,23
	12,0%	-	-	-	-	3,20	4,38
Fairer	11,0%	-	-	-	-	3,26	4,55
Free Cash Flow	10,0%	-	-	-	-	3,34	4,76
Yield	9,0%	-	-	-	-	3,44	5,02
	8,0%	-	-	-	-	3,56	5,34
	7,0%	-	-	-	-	3,71	5,75

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	29,9	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	93,7%	12,5%	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	-1,3	-0,3	0,7	1,9	2,9	3,8	4,5	4,7	5,0	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7
EBIT-Marge	-4,3%	-0,7%	2,0%	4,5%	6,5%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuerquote	-23,7%	-136,5%	47,0%	19,2%	13,3%	15,7%	15,4%	15,5%	15,6%	15,6%	15,7%	15,7%	15,8%	30,0%
NOPAT	-1,6	-0,6	0,4	1,5	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	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3	2,4	2,5	2,5
in % vom Umsatz	5,0%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,1	0,1	-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	-2,3	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5
Investitionsquote	6,4%	5,7%	5,9%	5,5%	5,0%	5,0%	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)	-1,9	-0,8	-0,5	0,8	2,2	2,9	3,2	3,4	3,8	4,1	4,2	4,3	4,5	3,8

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,55
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	11,75%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2025	11,7		
Terminal Value	9,7		
Verbindlichkeiten	-1,6		
Liquide Mittel	24,5	Aktienzahl (Mio.)	7,50
Eigenkapitalwert	44,3	Wert je Aktie (EUR)	5,90

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

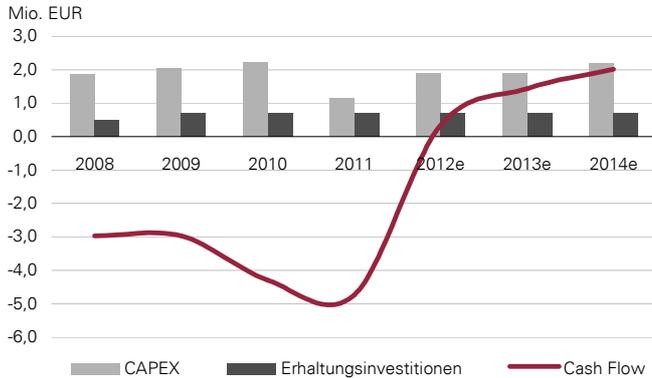
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
12,75%	5,45	5,47	5,49	5,52	5,54	5,57	5,60
12,25%	5,62	5,64	5,67	5,70	5,73	5,76	5,79
12,00%	5,71	5,74	5,77	5,80	5,83	5,86	5,90
11,75%	5,80	5,83	5,87	5,90	5,94	5,97	6,01
11,50%	5,90	5,94	5,97	6,01	6,05	6,09	6,13
11,25%	6,01	6,05	6,08	6,12	6,17	6,21	6,26
10,75%	6,24	6,28	6,33	6,38	6,43	6,48	6,54

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
12,75%	4,69	4,97	5,24	5,52	5,79	6,07	6,34
12,25%	4,84	5,13	5,41	5,70	5,98	6,27	6,56
12,00%	4,92	5,21	5,50	5,80	6,09	6,38	6,67
11,75%	5,01	5,30	5,60	5,90	6,20	6,50	6,79
11,50%	5,09	5,40	5,70	6,01	6,31	6,62	6,92
11,25%	5,19	5,50	5,81	6,12	6,44	6,75	7,06
10,75%	5,39	5,72	6,05	6,38	6,71	7,03	7,36

Quelle: Warburg Research

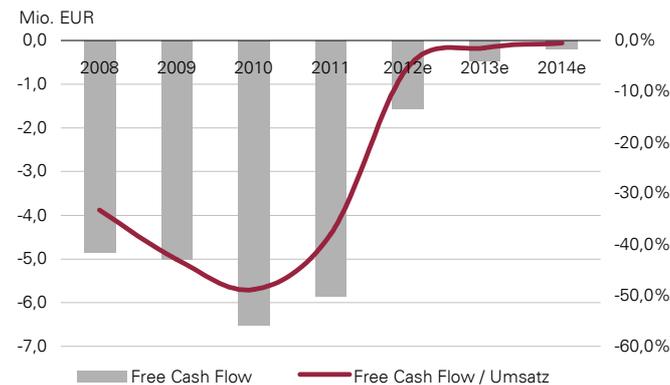
Investitionen und Cash Flow - SFC Energy



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

- Operativer Cash Flow ab 2012 positiv

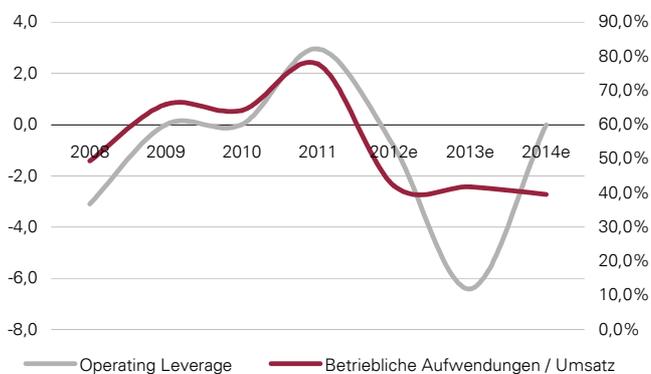
Free Cash Flow Generation - SFC Energy



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

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

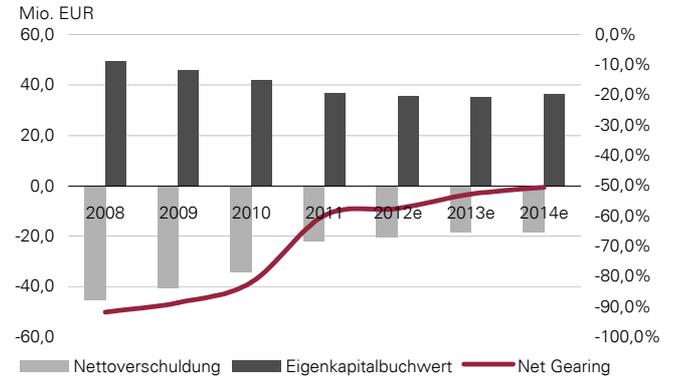
Operating Leverage - SFC Energy



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

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

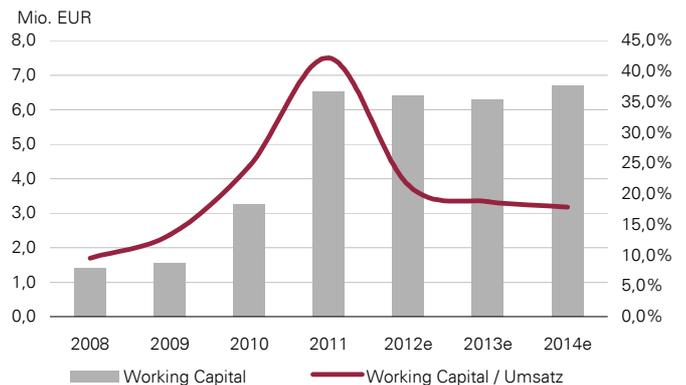
Bilanzqualität - SFC Energy



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

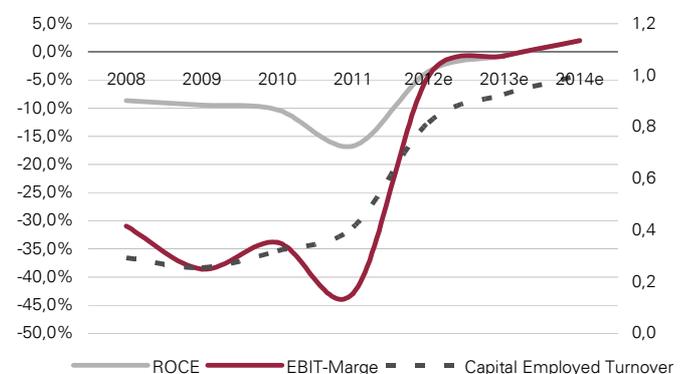
Working Capital - SFC Energy



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.

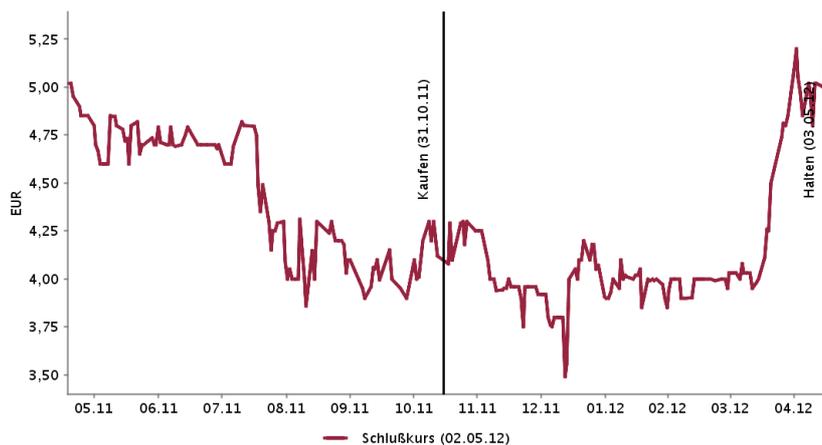
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	122	66%
Halten	51	28%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	184	

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	99	69%
Halten	39	27%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	144	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
SFC Energy AG am 03.05.12**



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 Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Roland Rapelius	+49 40 309537-220 rapelius@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merkel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com