

Hold EUR 6,20 (EUR 5,90) Kurs EUR 6,78 Downside -8,6 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 6,20 FCF-Value Potential: 4,10	Aktien Daten: Bloomberg: F3C GR Reuters: F3CG ISIN: DE0007568578	Beschreibung: Führender Anbieter von DMFC-Brennstoffzellen für autarke Stromversorgung
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 50,9 Aktienanzahl (Mio.): 7,5 EV: 30,5 Freefloat MC (St.): 26,0 Ø Trad. Vol. (St./30T): 49,81	Aktionäre: Freefloat: 51,2 % HPE: 25,7 % Havensight: 10,2 % Conduit Ventures: 10,2 % DWS (im Freefloat): 4,9 %	Risikoprofil (WRe): 2012e Beta: 1,5 KBV: 1,4 Net Gearing: -56 % Verschuldungsgrad: 37 % Nettoversch. / EBITDA: -46,1 x

Q2-Umsatz leicht über Erwartung - Prognosen leicht angepasst

Kennzahlen Q2/2012:					Kommentar zu Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 2012	Q2 2012e	Q2 2011	yoy	6M 2012	6M 2012e	6M 2011	yoy	
Umsatz	7,4	7,0	4,1	82,8 %	15,0	14,6	7,8	92,5 %	<ul style="list-style-type: none"> Starker Umsatzanstieg gegenüber Vorjahr, durch Konsolidierung von PBF Q2-Umsatz über Erwartungen infolge eines besseren Industrie-Geschäfts (hauptsächlich PBF) EBITDA „nur“ in line aufgrund etwas erhöhter F&E Aufwendungen bedingt durch Bundeswehr-Großauftrag (ca. + EUR 0,2 Mio.), aber zum 2. Mal in Folge positiv. Bruttomarge erneut über 40%
EBITDA	0,0	0,0	-0,6	-105,1	0,5	0,4	-1,6	-130,4	
Marge	0,4 %	0,0 %	-14,9		3,2 %	3,1 %	-20,3		
EBIT	-0,2	-0,4	-0,9	-83,3 %	0,2	-0,1	-2,2	-107,4	
Marge	-2,1 %	-5,3 %	-22,8		1,1 %	-0,4 %	-28,3		
EPS	-0,02	-0,06	-0,12	-83,3 %	0,03	-0,01	-0,28	-110,7	

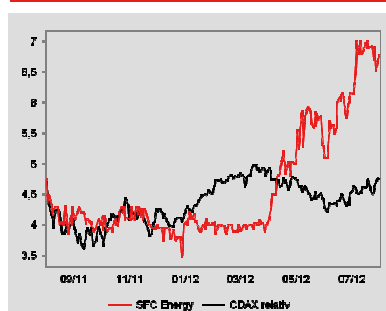
SFC konnte umsatzseitig in Q2 fast an das Rekordniveau aus Q1 anknüpfen. Treiber war insbesondere ein sich positiv entwickelndes Industrie-Geschäft (organisch +50% yoy; Konsolidierung PBF). Dies kompensierte eine schwächere Entwicklung in den Bereichen Verteidigung und Freizeit. Während ersteres projektbezogen ist und in der zweiten Jahreshälfte noch deutlich anziehen wird, spiegelt letzteres die insbesondere konjunkturell schwierige Situation in den südeuropäischen Märkten wider.

Die Bruttomarge erreichte ein Rekordniveau von 41,6% in Q2. Dies ist neben den positiven Beiträgen von PBF ein wesentlicher Treiber für die zunehmend bessere Ergebnisentwicklung (WRe Bruttomarge 2012 +6PP yoy). Im Rahmen der Telefonkonferenz bestätigte das Management das Ziel, die Marge auch in der zweiten Jahreshälfte über der 40%-Schwelle halten zu wollen, was mit den Warburg Research Prognosen korrespondiert.

SFC strebt im Gesamtjahr weiterhin das Erreichen eines Umsatzes in Höhe von EUR 30 Mio. an. Angesichts der guten Performance in der ersten Jahreshälfte und der noch anstehenden Auslieferung des Großauftrags für die Bundeswehr (Volumen ca. EUR 5 Mio.) gehen wir von einem leichten Übertreffen dieser Größe aus. Exklusive PBF dürfte SFC damit rein organisch ein Wachstum von ca. 30% erzielen. Das erwartete zweistellige Wachstum in den kommenden Jahren sollte insbesondere von einem weiterhin überproportional wachsenden Industrie-Geschäft getrieben werden, auf das in 2012 ca. 55% der Konzernlöse entfällt (PBF ca. 40%; Brennstoffzellen ca. 15%). Nach dem EBITDA-Break Even in 2012 dürfte SFC sich in **2013 an den EBIT Break-Even annähern** und **2014 die Break Even Basis auf Free Cash Flow** Ebene erreichen.

Das Rating lautet unverändert Halten. Auf Basis leicht angehobener Prognosen wird das **Kursziel auf EUR 6,20** erhöht.

Schätzungsänderungen:					Kommentar zu Änderungen:		
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	
Umsatz	29,9	3,2 %	33,6	1,1 %	37,5	1,0 %	<ul style="list-style-type: none"> Prognosen nach guter Entwicklung im Industrie-Geschäft leicht erhöht Positives EBITDA in Höhe von EUR 0,4 Mio. im Gesamtjahr 2012 erwartet
EBIT	-1,3	n.m.	-0,3	n.m.	0,7	3,5 %	
EPS	-0,17	n.m.	-0,04	0,0 %	0,10	0,0 %	
Nettoverschuld	-20,4	n.m.	-18,6	n.m.	-18,4	n.m.	

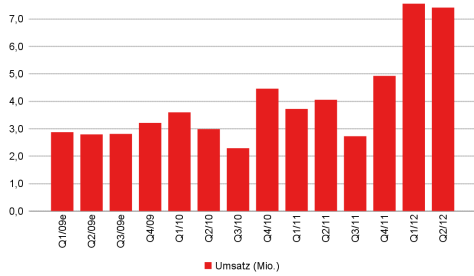


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	5,0 %
6 Monate:	66,0 %
Jahresverlauf:	54,4 %
Letzte 12 Monate:	43,8 %

Unternehmensevents:
31.10.12 Q3

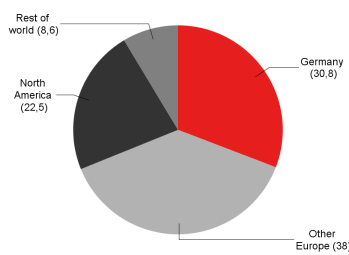
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	34,9 %	14,6	11,7	13,3	15,4	30,8	34,0	37,9
Veränd. Umsatz yoy		1,4 %	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	99,9 %	10,2 %	11,4 %
Rohermargemarge		18,5 %	27,3 %	30,3 %	34,8 %	40,5 %	41,0 %	41,5 %
EBITDA	-	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	0,4	1,1	2,5
Marge		-25,4 %	-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	1,4 %	3,4 %	6,5 %
EBIT	-	-4,5	-4,5	-4,5	-6,6	-0,8	-0,3	0,8
Marge		-30,9 %	-38,6 %	-33,8 %	-42,9 %	-2,5 %	-0,7 %	2,0 %
Jahresüberschuss	-	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,7	-0,3	0,7
EPS	-	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,10	-0,04	0,10
EPS adj.	-	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,10	-0,04	0,10
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCFPS		-0,68	-0,70	-0,91	-0,82	-0,22	-0,08	0,02
EV / Umsatz		1,8 x	0,5 x	0,4 x	0,7 x	1,0 x	1,0 x	0,8 x
EV / EBITDA		-7,0 x	-1,5 x	-1,6 x	-2,2 x	69,2 x	28,3 x	12,9 x
EV / EBIT		-5,7 x	-1,2 x	-1,2 x	-1,5 x	-40,2 x	-127,3 x	41,9 x
KGV		-30,4 x	-12,1 x	-9,6 x	-5,2 x	-67,8 x	-169,5 x	67,0 x
P / E adj.		-30,4 x	-12,1 x	-9,6 x	-5,2 x	-67,8 x	-169,5 x	67,0 x
FCF Yield Potential		-16,3 %	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	-1,8 %	0,3 %	4,5 %
Nettoverschuldung		-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-20,3	-18,4	-18,6
ROE		-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-2,0 %	-0,7 %	2,0 %
ROCE		-8,6 %	-9,4 %	-10,3 %	-16,7 %	-3,5 %	2,5 %	1,4 %
Guidance:		Umsatz EUR 30 Mio.; EBITDA Break even						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



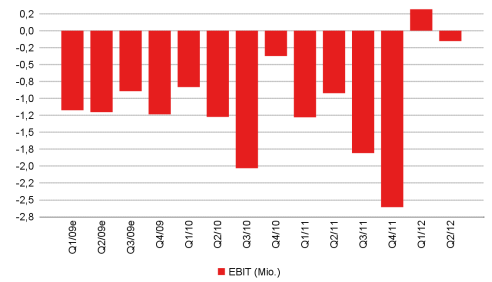
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

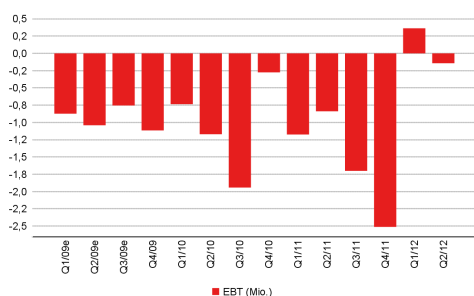
Unternehmenshintergrund

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

Wettbewerbsqualität

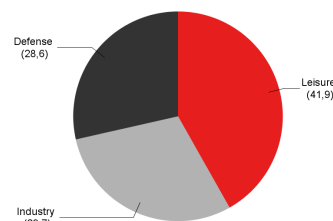
- Die von SFC fokussierten DMFC-Brennstoffzellen sind in mobilen Applikationen mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien (vor allem ggü. Wasserstoff) überlegen.
- SFC's Produkte stehen so vor allem zu etablierten Technologien im Wettbewerb. Statt des Preises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

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



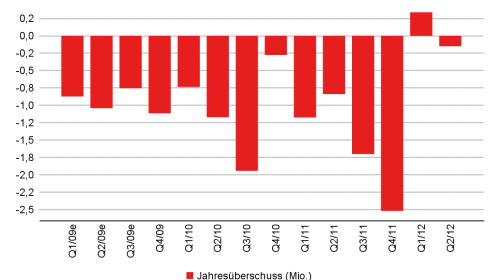
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	30,8	34,0	37,9	41,7	45,8	49,3	53,0	55,6	58,4	61,3	63,2	65,1	66,7	
Umsatzwachstum	99,9 %	10,2 %	11,4 %	10,0 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-0,8	-0,3	0,8	1,9	3,0	3,9	4,8	5,0	5,3	5,5	5,7	5,9	6,0	
EBIT-Marge	-2,5 %	-0,7 %	2,0 %	4,5 %	6,5 %	8,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	-40,3 %	-120,0 %	40,4 %	19,0 %	12,0 %	14,9 %	14,4 %	14,3 %	14,2 %	14,2 %	14,1 %	14,0 %	14,0 %	
NOPAT	-1,1	-0,6	0,5	1,5	2,6	3,4	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,0	5,2	
Abschreibungen	1,2	1,4	1,7	1,9	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5	2,6	2,7	
Abschreibungsquote	3,9 %	4,1 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,3 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,2	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	
- Investitionen	1,9	1,9	2,2	2,3	2,3	2,5	2,6	2,8	2,6	2,6	2,5	2,6	2,7	
Investitionsquote	6,2 %	5,6 %	5,8 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,3 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Sonst	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	-0,9	-0,1	0,6	2,1	3,1	3,3	3,6	4,1	4,3	4,6	4,7	4,9	4
Barwert FCF	-2,0	-0,8	-0,1	0,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	12
Anteil der Barwerte	-12,07 %			61,51 %										50,56 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	1,70
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,40
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,40
		Sonst	1,80
WACC	11,60 %	Beta	1,52

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	12		
Terminal Value	12		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	1		
Liquide Mittel	23	Aktienzahl (Mio.)	7,5
Eigenkapitalwert	46	Wert je Aktie (EUR)	6,18

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge							
	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp	
1,72 (12,6 %)	5,66	5,69	5,72	5,75	5,78	5,82	5,86	1,72 (12,6 %)	4,87	5,17	5,46	5,75	6,04	6,34	6,63
1,62 (12,1 %)	5,85	5,88	5,92	5,96	5,99	6,03	6,08	1,62 (12,1 %)	5,04	5,34	5,65	5,96	6,26	6,57	6,87
1,57 (11,9 %)	5,95	5,99	6,03	6,07	6,11	6,15	6,20	1,57 (11,9 %)	5,13	5,44	5,75	6,07	6,38	6,69	7,00
1,52 (11,6 %)	6,06	6,10	6,14	6,18	6,23	6,27	6,33	1,52 (11,6 %)	5,22	5,54	5,86	6,18	6,50	6,82	7,14
1,47 (11,4 %)	6,17	6,22	6,26	6,31	6,35	6,41	6,46	1,47 (11,4 %)	5,32	5,65	5,98	6,31	6,63	6,96	7,29
1,42 (11,1 %)	6,29	6,34	6,39	6,44	6,49	6,55	6,61	1,42 (11,1 %)	5,43	5,76	6,10	6,44	6,77	7,11	7,44
1,32 (10,6 %)	6,55	6,61	6,66	6,72	6,79	6,85	6,93	1,32 (10,6 %)	5,66	6,02	6,37	6,72	7,08	7,43	7,78

- Überproportionales Wachstum in industriellen Applikationen sollte zu zweistelligem Wachstum in nächsten 3 Jahren führen
- Die zusätzlichen Erlöse führen zu einem sukzessiven Anstieg der Ergebnisqualität
- Hohe Verlustvträge reduzieren die Steuerquote in den nächsten Jahren deutlich

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,7	-0,3	0,7	
+ Abschreibung + Amortisation	0,8	0,9	1,0	2,0	1,2	1,4	1,7	
- Zinsergebnis (netto)	2,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	-4,2	-4,3	-4,2	-5,4	-0,6	0,1	1,4	
Free Cash Flow Yield Potential	-16,3 %	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	-1,8 %	0,3 %	4,5 %	
WACC	11,60 %	11,60 %	11,60 %	11,60 %	11,60 %	11,60 %	11,60 %	
= Enterprise Value (EV)	25,7	5,4	5,6	10,1	30,5	32,5	31,7	
= Fair Enterprise Value	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9	12,2	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-20,3	-18,4	-18,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,3	30,7	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,57	4,10	
Premium (-) / Discount (+) in %						-62,1 %	-38,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	14,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,55	3,76
	13,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,55	3,86
	12,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,56	3,97
WACC	11,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,57	4,10
	10,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,58	4,25
	9,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,59	4,44
	8,60 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,61	4,66

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

Wertermittlung

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	1,4 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	1,4 x	1,4 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,73	6,07	5,42	3,62	3,31	3,05	3,19
EV / Umsatz	1,8 x	0,5 x	0,4 x	0,7 x	1,0 x	1,0 x	0,8 x
EV / EBITDA	-7,0 x	-1,5 x	-1,6 x	-2,2 x	69,2 x	28,3 x	12,9 x
EV / EBIT	-5,7 x	-1,2 x	-1,2 x	-1,5 x	-40,2 x	-127,3 x	41,9 x
EV / EBIT adj.*	-5,7 x	-1,2 x	-1,2 x	-2,4 x	-40,2 x	-127,3 x	41,9 x
Kurs / FCF	-14,7 x	-9,2 x	-6,1 x	-5,5 x	-31,2 x	-89,4 x	350,6 x
KGV	-30,4 x	-12,1 x	-9,6 x	-5,2 x	-67,8 x	-169,5 x	67,0 x
P / E adj.*	-30,4 x	-12,1 x	-9,6 x	-5,2 x	-67,8 x	-169,5 x	67,0 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	-16,3 %	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	-1,8 %	0,3 %	4,5 %

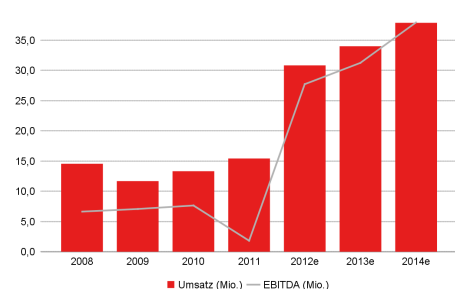
*Adjustiert um: -

GuV							
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	14,6	11,7	13,3	15,4	30,8	34,0	37,9
Veränd. Umsatz yoy	1,4 %	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	99,9 %	10,2 %	11,4 %
Herstellungskosten	11,9	8,5	9,3	10,1	18,4	20,1	22,2
Bruttoergebnis	2,7	3,2	4,0	5,4	12,5	13,9	15,7
<i>Bruttomarge</i>	<i>18,5 %</i>	<i>27,3 %</i>	<i>30,3 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>40,5 %</i>	<i>41,0 %</i>	<i>41,5 %</i>
Forschung und Entwicklung	0,8	1,5	1,9	2,5	4,1	3,7	4,0
Vertriebskosten	4,3	4,4	4,8	4,9	5,7	6,4	6,7
Verwaltungskosten	2,2	2,1	2,1	2,7	3,7	4,1	4,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	2,1	0,3	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,4	0,1	0,2	0,5	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,7	-3,6	-3,5	-4,6	0,4	1,1	2,5
<i>Marge</i>	<i>-25,4 %</i>	<i>-30,8 %</i>	<i>-26,2 %</i>	<i>-30,1 %</i>	<i>1,4 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>6,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,5	0,8	1,0	1,3
EBITA	-4,2	-4,0	-3,9	-5,2	-0,4	0,1	1,2
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	-0,8	-0,3	0,8
<i>Marge</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-38,6 %</i>	<i>-33,8 %</i>	<i>-42,9 %</i>	<i>-2,5 %</i>	<i>-0,7 %</i>	<i>2,0 %</i>
EBIT adj.	-4,5	-4,5	-4,5	-4,1	-0,8	-0,3	0,8
Zinserträge	2,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	0,1	1,1
<i>Marge</i>	<i>-16,2 %</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>2,9 %</i>
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	-0,7	-0,3	0,7
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	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	-0,7	-0,3	0,7
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,7	-0,3	0,7
<i>Marge</i>	<i>-16,2 %</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>-0,8 %</i>	<i>2,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,1	7,2	7,2	7,2	7,5	7,5	7,5
EPS	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,10	-0,04	0,10
EPS adj.	-0,33	-0,53	-0,58	-0,87	-0,10	-0,04	0,10

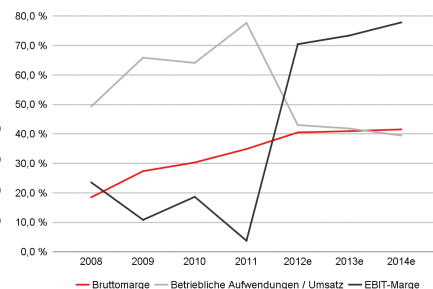
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz EUR 30 Mio.; EBITDA Break even

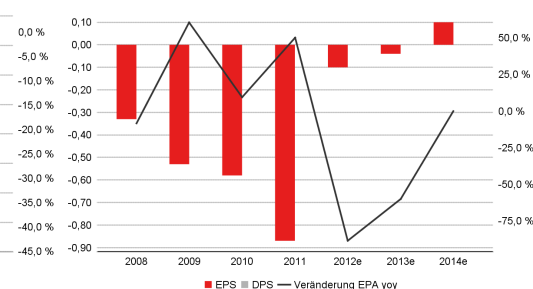
Kennzahlen							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	49,4 %	65,9 %	64,2 %	77,7 %	43,0 %	41,8 %	39,5 %
Operating Leverage	-3,1 x	0,0 x	0,0 x	3,0 x	-0,9 x	-6,5 x	n.a.
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	-71,4 %	459,1 %	31,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	141.299	111.302	133.291	145.525	166.716	178.961	315.708

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie

Quelle: Warburg Research

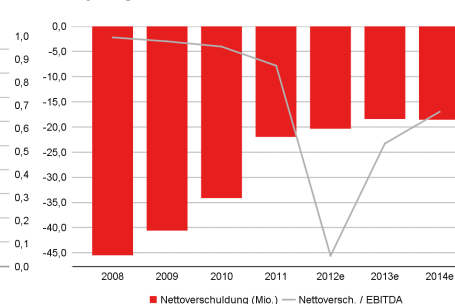
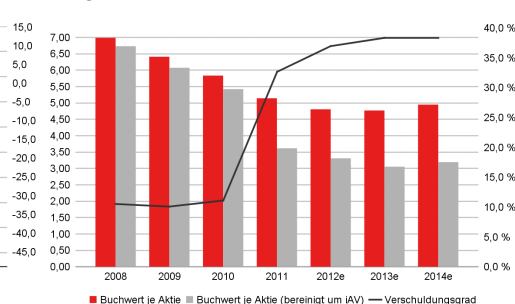
Bilanz

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	3,1	3,3	3,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,0	4,1	5,3	13,7	14,4	16,2	16,7
Vorräte	1,2	1,3	1,9	4,9	5,6	5,4	5,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,5	2,2	2,7	5,0	5,5	5,9	6,5
Liquide Mittel	45,6	40,6	34,1	22,7	21,4	19,5	19,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5	3,0
Umlaufvermögen	51,9	46,4	41,1	35,2	35,0	33,3	34,6
Bilanzsumme (Aktiva)	54,8	50,5	46,4	48,8	49,4	49,5	51,3
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	-0,7	-1,0	-0,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-24,4	-28,2	-32,3	-38,6	-38,6	-38,6	-38,0
Buchwert	49,6	45,8	41,7	36,8	36,0	35,8	37,1
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	36,0	35,8	37,1
Rückstellungen gesamt	0,8	0,8	1,0	2,3	2,3	2,3	2,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,1	0,0	0,0	0,8	1,1	1,1	1,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,0	1,4	3,2	3,8	4,2	4,7
Sonstige Verbindlichkeiten	2,3	1,8	2,2	5,8	6,2	6,2	6,2
Verbindlichkeiten	5,2	4,6	4,6	12,0	13,3	13,7	14,2
Bilanzsumme (Passiva)	54,8	50,5	46,4	48,8	49,4	49,5	51,3

Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	5,7 x	3,6 x	2,4 x	1,7 x	3,1 x	3,5 x	3,7 x
Capital Employed Turnover	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,8 x	0,9 x	1,0 x
ROA	-79,3 %	-92,5 %	-78,0 %	-45,6 %	-5,1 %	-1,7 %	4,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE	-8,6 %	-9,4 %	-10,3 %	-16,7 %	-3,5 %	2,5 %	1,4 %
ROE	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-2,0 %	-0,7 %	2,0 %
Adj. ROE	-4,6 %	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-2,0 %	-0,7 %	2,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-20,3	-18,4	-18,6
Nettofinanzverschuldung	-45,5	-40,6	-34,1	-22,0	-20,3	-18,4	-18,6
Net Gearing	-91,7 %	-88,5 %	-81,8 %	-59,7 %	-56,4 %	-51,5 %	-50,0 %
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1231,2 %	1126,1 %	977,4 %	473,1 %	-4609,6 %	-1608,7 %	-755,3 %
Buchwert je Aktie	7,0	6,4	5,8	5,1	4,8	4,8	4,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,7	6,1	5,4	3,6	3,3	3,1	3,2

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EURBuchwert je Aktie
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

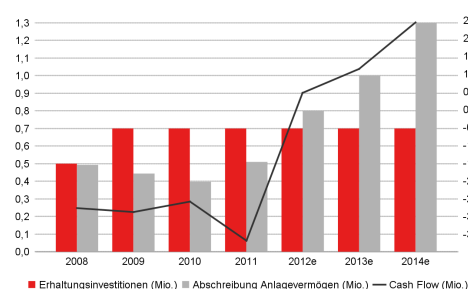
Quelle: Warburg Research

Cash flow

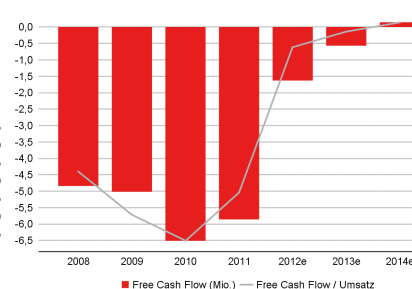
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,4	-3,8	-4,1	-6,2	-0,7	-0,3	0,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,4	0,4	0,5	0,8	1,0	1,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,5	0,6	1,5	0,4	0,4	0,4
Veränderung 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	0,5	1,1	2,4
Veränderung Vorräte	0,1	-0,2	-0,6	-1,0	-0,7	0,2	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,8	-0,1	-0,6	0,3	1,0	0,4	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-0,1	-1,7	-1,0	-0,2	0,2	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-3,0	-3,0	-4,3	-4,7	0,3	1,3	2,3
Investitionen in iAV	-1,1	-1,1	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionen in Sachanlagen	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4	-1,2	-1,2	-1,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-1,4	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
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	-1,9	0,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	45,6	40,6	34,1	22,2	21,4	19,5	19,6

Kennzahlen

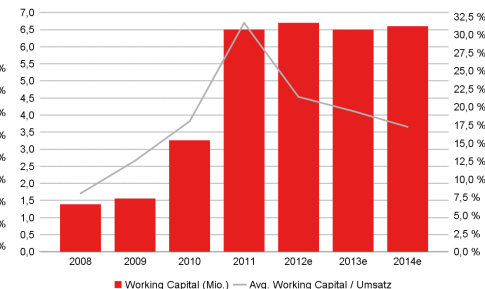
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-4,8	-5,0	-6,5	-5,9	-1,6	-0,6	0,1
Free Cash Flow / Umsatz	-33,3 %	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	-5,3 %	-1,7 %	0,4 %
Free Cash Flow Potential	-4,2	-4,3	-4,2	-5,4	-0,6	0,1	1,4
Free Cash Flow / Umsatz	-33,3 %	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	-5,3 %	-1,7 %	0,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	205,5 %	132,6 %	157,8 %	94,0 %	221,9 %	211,4 %	19,3 %
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.	9,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	12,8 %	17,5 %	16,7 %	7,3 %	6,2 %	5,6 %	5,8 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	6,0 %	5,3 %	4,5 %	2,3 %	2,1 %	1,8 %
CAPEX / Abschreibungen	231,7 %	226,8 %	217,8 %	57,3 %	158,3 %	135,7 %	129,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,1 %	12,6 %	18,1 %	31,7 %	21,4 %	19,4 %	17,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	123,1 %	112,7 %	196,0 %	156,0 %	144,7 %	140,5 %	138,3 %
Vorratumschlag	10,3 x	6,4 x	4,8 x	2,0 x	3,3 x	3,7 x	4,1 x
Receivables collection period (Tage)	63	69	74	119	65	63	63
Payables payment period (Tage)	63	84	54	117	76	76	77
Cash conversion cycle (Tage)	-29	-17	37	112	44	28	17

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR

Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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

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

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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.

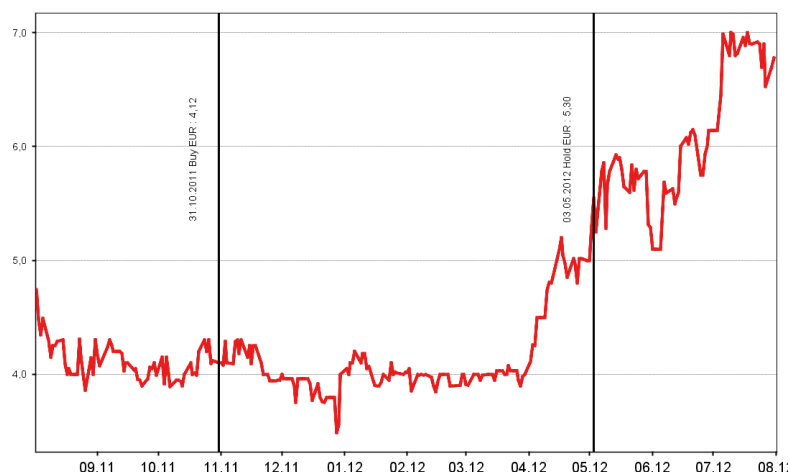
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	115	61
Halten	60	32
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

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	100	65
Halten	44	29
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	154	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SFC ENERGY] AM [01.08.2012]


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

RESEARCH

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

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Deputy Head of Equity Sales	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Germany	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Support	
Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

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

Our research can be found under:

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

For access please contact:

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