

Buy EUR 7,00 Kurs EUR 4,88 Upside 43,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 6,90 FCF-Value Potential: 6,80	Aktien Daten: Bloomberg: F3C GR Reuters: F3CG ISIN: DE0007568578	Beschreibung: Lösungen für netzferne und stationäre Energieversorgung
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 36,6 Aktienanzahl (Mio.): 7,5 EV: 29,5 Freefloat MC: 18,7 Ø Trad. Vol. (30T): 27,90	Aktionäre: Freefloat: 51,2 % HPE: 25,7 % Havensight: 10,2 % Conduit Ventures: 10,2 % DWS (im Freefloat): 4,9 %	Risikoprofil (WRe): 2013e Beta: 1,6 KBV: 1,1 x EK-Quote: 73 %

Q2 wie erwartet schwach

Berichtete Kennzahlen Q2/2013:					Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 13	Q2 13e	Q2 12	yoy	6M 13	6M 13e	6M 12	yoy	
Umsatz	6,2	6,0	7,4	-16 %	13,6	13,4	15,0	-9 %	<ul style="list-style-type: none"> Umsatzrückgang aufgrund geringeren Industrie- und Defence-Geschäfts Die geringfügig schwächeren Ergebnisse spiegeln die etwas höheren sonstigen operativen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Simark-Akquisition wider Eine schwächere Bruttomarge reflektiert die bevorstehende Einführung einer neuen Produktgeneration von industriellen Brennstoffzellen
EBITDA	-1,1	-0,9	0,0	n.a.	-0,8	-0,6	0,5	n.a.	
Marge	-17,1 %	-15,1 %	0,4 %		-5,7 %	-4,6 %	3,2 %		
EBIT	-1,5	-1,4	-0,2	-902 %	-1,7	-1,6	0,2	n.a.	
Marge	-24,7 %	-23,4 %	-2,1 %		-12,7 %	-11,9 %	1,1 %		
EBIT adj.	-1,3	-1,3	-0,1	-1311 %	-1,6	-1,7	-0,3	-431 %	
Marge	-20,6 %	-22,1 %	-1,2 %		-12,1 %	-12,7 %	-2,1 %		
EPS	-0,21	-0,18	-0,02	-950 %	-0,23	-0,21	0,03	n.a.	

SFC hat Q2-Ergebnisse vorgelegt, die wie erwartet eher schwach ausfielen.

Der niedrige Umsatz reflektiert Verzögerungen bei Auslieferungen von Brennstoffzellen für industrielle Anwendungen sowie das erwartete niedrige Niveau der Verteidigungsmärkte (US-Budgetkürzungen). Letztes Jahr enthielt der Umsatz der Industriesparte Auslieferungen im Rahmen eines Großauftrags von Volkswagen. In den Freizeitmärkten hat sich der Umsatz stabilisiert (in H1 -2% im Vergleich zum Vorjahr) und PBF hat seinen Beitrag marginal gesteigert (Leistungselektronik, +3% im Vergleich zum Vorjahr).

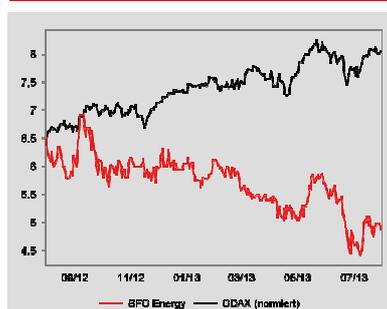
Das Management wies jedoch darauf hin, dass die Pipeline im Industriegeschäft solide aussieht und von Überwachungs-, Wind- und Öl- & Gasanwendungen getrieben wird. Neben dem für das Gesamtjahr erwarteten zweistelligen Stückwachstum (in H1 -11%) dürfte auch der Verkauf einiger teurer Energieboxen die durchschnittlichen Verkaufspreise anheben. Insgesamt dürfte das Unternehmen den für industrielle Brennstoffzellen erwarteten Umsatzanstieg von 25-30% in 2013 erreichen (2012 bei +32%, unter Berücksichtigung eines sehr schwachen Q4). In Bereich Defence sind neben einem Folgeauftrag der Bundeswehr auch andere Projekte in der Pipeline, die möglicherweise einen Beitrag zum diesjährigen Q4-Umsatz leisten könnten. Etwa 40% des diesjährigen Umsatzes dürften erst im letzten Quartal generiert werden.

Die Bruttomargen sollten sich ab Q4 2013 verbessern, da in H2 eine neue Generation von industriellen Brennstoffzellen mit niedrigeren Umsatzkosten eingeführt wird. Mit dem Closing der Simark-Akquisition wird SFC aktuelle Informationen zu seiner Ergebnisguidance herausgeben. Besonders sollte auf das bereinigte/zugrundeliegende EBIT geachtet werden, da die berichteten Zahlen für einige Quartale Teile des Transaktionspreises enthalten, was gemäß IFRS GuV-wirksam ist.

Unter Berücksichtigung der übernommenen Simark (Konsolidierung ab September erwartet) sollte SFC ab 2014 ein positives EBIT (adj.) erreichen.

Kaufempfehlung und Kursziel von EUR 7 bleiben unverändert bestehen.

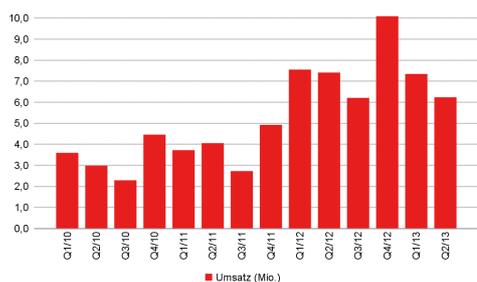
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	28,0 %	11,7	13,3	15,4	31,3	38,5	58,1	65,5
Veränd. Umsatz yoy		-19,7 %	14,1 %	15,7 %	102,6 %	23,3 %	50,7 %	12,8 %
Rohertragsmarge		27,3 %	30,3 %	34,8 %	40,8 %	39,5 %	38,6 %	39,3 %
EBITDA	88,5 %	-3,6	-3,5	-4,6	0,7	-1,1	3,2	4,9
Marge		-30,8 %	-26,2 %	-30,1 %	2,3 %	-2,8 %	5,5 %	7,5 %
EBIT		-4,5	-4,5	-6,6	-0,5	-3,0	0,8	2,5
EBIT adj.		-4,5	-4,5	-4,1	-1,0	-0,9	2,4	4,1
Marge		-38,6 %	-33,8 %	-26,8 %	-3,2 %	-2,2 %	4,2 %	6,3 %
Nettoergebnis		-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-3,3	-0,1	1,5
EPS		-0,53	-0,58	-0,87	-0,06	-0,44	-0,01	0,20
EPS adj.		-0,53	-0,58	-0,52	-0,12	-0,16	0,21	0,41
FCFPS		-0,70	-0,91	-0,82	0,08	-0,36	0,19	0,29
EV / Umsatz		0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,6 x	0,8 x	0,6 x	0,5 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	25,1 x	n.a.	10,2 x	6,4 x
EV / EBIT adj.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4 x	7,6 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,4 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23,2 x	11,9 x
FCF Yield Potential		-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	0,3 %	-0,4 %	9,3 %	14,6 %
Nettoverschuldung		-40,6	-34,1	-22,0	-22,5	-7,1	-6,7	-7,7
ROE		-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-1,2 %	-9,2 %	-0,2 %	4,0 %
ROCE (NOPAT)		-95,9 %	-70,2 %	-59,1 %	-3,5 %	-16,1 %	-0,2 %	5,1 %
Guidance:		Umsatz EUR 38 - 42 Mio., Update der Ergebnis-Guidance in Q3						



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-3,5 %
6 Monate:	-27,4 %
Jahresverlauf:	-29,2 %
Letzte 12 Monate:	-51,5 %

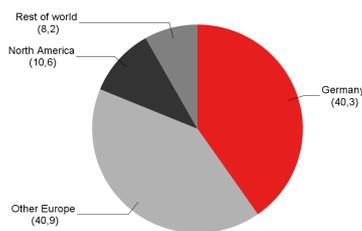
Unternehmenstermine:
06.11.13 Q3

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



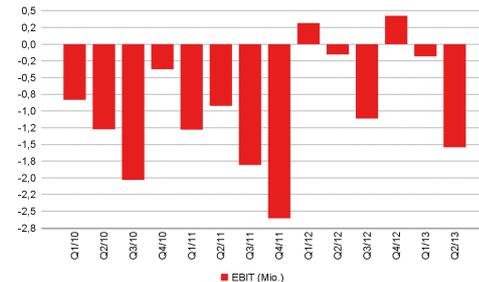
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

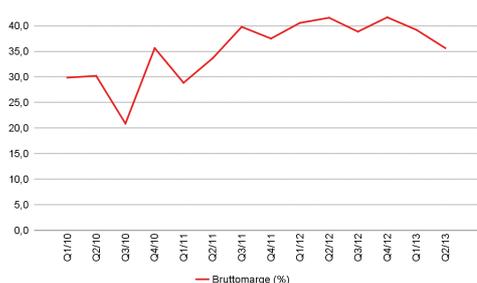
Unternehmenshintergrund

- SFC ist das erste Unternehmen, das Brennstoffzellen von der Entwicklung in marktreife Produkte überführen konnte. SFC konnte bislang über 22.000 Brennstoffzellen verkaufen.
- Mit Ihren Produkten (Direkt-Methanol-Brennstoffzellen) adressiert das Unternehmen Anwendungen im Freizeit-, Industrie und Verteidigungsbereich.
- Während im Freizeit- und Industriebereich kommerzielle Produktverkäufe im Vordergrund stehen, werden im Verteidigungssegment Umsätze vor allem durch Entwicklungskooperationen, Prototypen und ersten Kleinserien erzielt.
- Die Akquisition von PBF in 2011 ergänzte das Produktportfolio um kundenspezifische Hightech-Stromversorgungslösungen im industriellen Umfeld
- Die Akquisition von Simark (Kanada) erlaubt eine Vorwärtsintegration zum Systemanbieter und verstärkt den Zugang zum attraktiven Öl + Gas-Markt

Wettbewerbsqualität

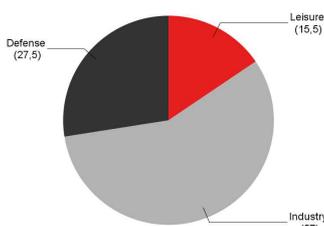
- Die von SFC fokussierten DMFC-Brennstoffzellen sind in mobilen Applikationen mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien (vor allem ggü. Wasserstoff) überlegen.
- SFC's Produkte stehen so vor allem zu etablierten Technologien im Wettbewerb. Statt des Preises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

Entwicklung Bruttomarge
in %



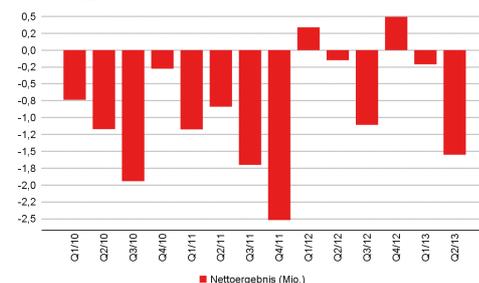
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	38,5	58,1	65,5	72,1	77,5	83,3	87,4	91,8	96,4	99,3	102,3	105,3	108,0	
Umsatzwachstum	23,3 %	50,7 %	12,8 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-3,0	0,8	2,5	5,4	7,0	7,5	7,9	8,3	8,7	8,9	9,2	9,5	9,7	
EBIT-Marge	-7,7 %	1,3 %	3,8 %	7,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	-14,2 %	96,4 %	35,5 %	18,9 %	17,9 %	17,9 %	17,9 %	17,9 %	17,8 %	17,8 %	17,8 %	17,8 %	17,8 %	
NOPAT	-3,4	0,0	1,6	4,4	5,7	6,2	6,5	6,8	7,1	7,3	7,6	7,8	8,0	
Abschreibungen	1,9	2,4	2,4	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	
Abschreibungsquote	4,9 %	4,1 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4,2	0,9	1,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	
- Investitionen	1,1	1,2	1,3	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	
Investitionsquote	2,9 %	2,1 %	2,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-6,8	0,3	1,1	3,9	5,1	5,5	5,7	6,0	6,3	6,8	7,0	7,2	7,5	6
Barwert FCF	-6,7	0,3	0,9	2,8	3,3	3,3	3,1	2,9	2,7	2,7	2,5	2,3	2,2	23
Anteil der Barwerte	-12,24 %			61,42 %										50,82 %

Modell-Parameter

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

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	22		
Terminal Value	23		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	1		
Liquide Mittel	10	Aktienzahl (Mio.)	8,0
Eigenkapitalwert	55	Wert je Aktie (EUR)	6,89

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,74	11,7 %	5,92	5,97	6,03	6,09	6,16	6,22	6,29	1,74	11,7 %	4,92	5,31	5,70	6,09	6,48	6,87	7,26
1,65	11,2 %	6,26	6,33	6,40	6,47	6,54	6,62	6,71	1,65	11,2 %	5,23	5,64	6,05	6,47	6,88	7,29	7,71
1,60	10,9 %	6,45	6,52	6,59	6,67	6,76	6,84	6,94	1,60	10,9 %	5,40	5,82	6,25	6,67	7,10	7,52	7,95
1,55	10,7 %	6,65	6,72	6,81	6,89	6,98	7,08	7,18	1,55	10,7 %	5,57	6,01	6,45	6,89	7,33	7,77	8,21
1,50	10,4 %	6,86	6,94	7,03	7,12	7,22	7,33	7,44	1,50	10,4 %	5,76	6,22	6,67	7,12	7,57	8,03	8,48
1,45	10,2 %	7,08	7,17	7,27	7,37	7,48	7,59	7,72	1,45	10,2 %	5,97	6,43	6,90	7,37	7,83	8,30	8,77
1,36	9,7 %	7,57	7,67	7,79	7,91	8,04	8,18	8,34	1,36	9,7 %	6,41	6,91	7,41	7,91	8,41	8,91	9,41

- Überproportionales Wachstum in industriellen Applikationen sollte zu ca. 10%igem Wachstum in nächsten 3 Jahren führen
- Die zusätzlichen Erlöse führen zu einem sukzessiven Anstieg der Ergebnisqualität
- Hohe Verlustvorräte reduzieren die Steuerquote in den nächsten Jahren deutlich
- EBIT-Marge zeigt verwässerte berichtete Marge inkl. der akquisitionsbedingten Kosten bis 2015

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-3,3	-0,1	1,5	
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	1,0	2,0	1,3	1,9	2,4	2,4	
- Zinsergebnis (netto)	0,7	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	1,7	1,7	
= Free Cash Flow Potential	-4,3	-4,2	-5,4	0,0	-0,1	3,0	4,6	
Free Cash Flow Yield Potential	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	0,3 %	-0,4 %	9,3 %	14,6 %	
WACC	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	10,69 %	
= Enterprise Value (EV)	5,4	5,6	10,1	18,3	32,1	32,5	31,5	
= Fair Enterprise Value	n.a.	n.a.	n.a.	0,5	n.a.	28,3	42,9	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-7,1	-6,7	-7,7	
- 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.	23,0	n.a.	35,0	50,6	
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.	3,07	n.a.	4,66	6,75	
Premium (-) / Discount (+) in %						-4,5 %	38,2 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,05	n.a.	3,83	5,49
	12,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,06	n.a.	4,07	5,84
	11,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,06	n.a.	4,34	6,26
WACC	10,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,07	n.a.	4,66	6,75
	9,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,07	n.a.	5,05	7,34
	8,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,08	n.a.	5,53	8,06
	7,69 %	n.a.	n.a.	n.a.	3,09	n.a.	6,13	8,98

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

Wertermittlung							
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,0 x	1,0 x	0,9 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,07	5,42	3,62	3,38	2,54	2,68	2,98
EV / Umsatz	0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,6 x	0,8 x	0,6 x	0,5 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	25,1 x	n.a.	10,2 x	6,4 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	42,1 x	12,6 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4 x	7,6 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	70,5 x	n.a.	26,3 x	17,4 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,4 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23,2 x	11,9 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	-80,4 %	-74,5 %	-52,9 %	0,3 %	-0,4 %	9,3 %	14,6 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	11,7	13,3	15,4	31,3	38,5	58,1	65,5
Veränd. Umsatz yoy	-19,7 %	14,1 %	15,7 %	102,6 %	23,3 %	50,7 %	12,8 %
Herstellungskosten	8,5	9,3	10,1	18,5	23,3	35,7	39,8
Bruttoergebnis	3,2	4,0	5,4	12,8	15,2	22,4	25,7
<i>Bruttomarge</i>	<i>27,3 %</i>	<i>30,3 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>40,8 %</i>	<i>39,5 %</i>	<i>38,6 %</i>	<i>39,3 %</i>
Forschung und Entwicklung	1,5	1,9	2,5	4,3	5,0	6,3	6,6
Vertriebskosten	4,4	4,8	4,9	5,9	6,9	8,8	9,6
Verwaltungskosten	2,1	2,1	2,7	3,6	4,1	5,0	5,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	2,1	0,4	2,3	1,7	1,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,1	0,2	0,7	0,1	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,6	-3,5	-4,6	0,7	-1,1	3,2	4,9
<i>Marge</i>	<i>-30,8 %</i>	<i>-26,2 %</i>	<i>-30,1 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>-2,8 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>7,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,4	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9
EBITA	-4,0	-3,9	-5,2	0,1	-1,8	2,3	4,0
Abschreibungen auf iAV	0,5	0,6	1,5	0,6	1,2	1,5	1,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-4,5	-4,5	-6,6	-0,5	-3,0	0,8	2,5
<i>Marge</i>	<i>-38,6 %</i>	<i>-33,8 %</i>	<i>-42,9 %</i>	<i>-1,7 %</i>	<i>-7,7 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>3,8 %</i>
EBIT adj.	-4,5	-4,5	-4,1	-1,0	-0,9	2,4	4,1
Zinserträge	0,7	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-2,9	0,7	2,5
<i>Marge</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-7,5 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>3,7 %</i>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-3,3	-0,1	1,5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-3,3	-0,1	1,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-3,3	-0,1	1,5
<i>Marge</i>	<i>-32,4 %</i>	<i>-30,9 %</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-8,7 %</i>	<i>-0,1 %</i>	<i>2,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,2	7,2	7,2	7,5	7,7	7,7	7,7
EPS	-0,53	-0,58	-0,87	-0,06	-0,44	-0,01	0,20
EPS adj.	-0,53	-0,58	-0,52	-0,12	-0,16	0,21	0,41

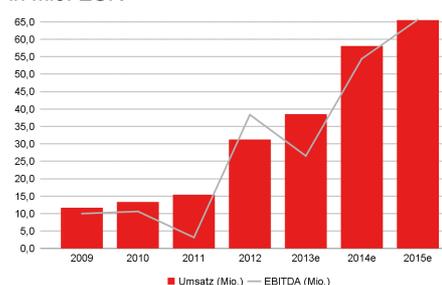
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz EUR 38 - 42 Mio., Update der Ergebnis-Guidance in Q3**Kennzahlen**

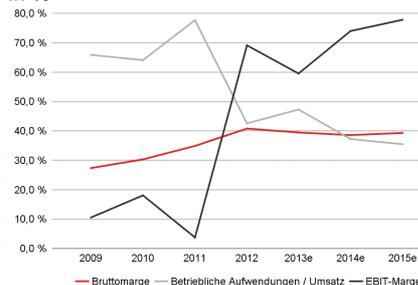
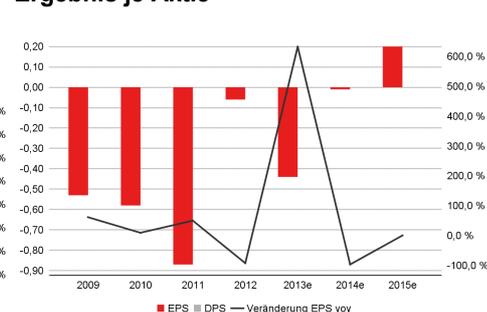
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	65,9 %	64,2 %	77,7 %	42,5 %	47,2 %	37,3 %	35,5 %
Operating Leverage	0,0 x	0,0 x	3,0 x	-0,9 x	20,1 x	n.a.	17,5 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	5,5 x	n.m.	16,9 x	26,1 x
Steuerquote (EBT)	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	4,3 %	-16,3 %	108,6 %	38,8 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	111.302	133.291	145.525	168.062	192.690	223.404	242.620

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

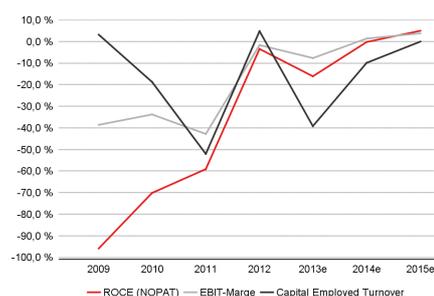
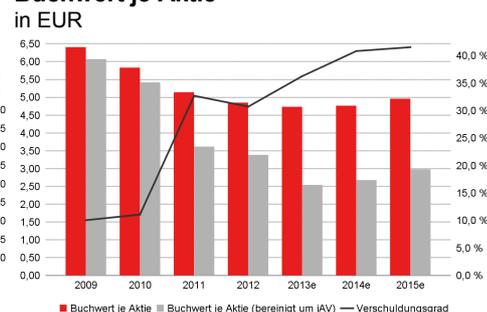
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	10,9	11,0	16,8	16,0	15,2
davon übrige imm. VG	2,4	3,0	3,1	2,8	5,9	5,1	4,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	6,1	6,1	8,8	8,8	8,8
Sachanlagen	1,7	2,3	2,7	2,4	4,1	3,7	3,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	4,1	5,3	13,7	13,4	20,9	19,7	18,6
Vorräte	1,3	1,9	4,9	5,8	9,4	9,4	10,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,2	2,7	5,0	3,7	6,7	10,0	11,3
Liquide Mittel	40,6	34,1	22,7	22,9	10,8	10,3	11,3
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,2	2,3	2,5	1,7	1,7	2,1	2,1
Umlaufvermögen	46,4	41,1	35,2	34,2	28,6	31,8	35,3
Bilanzsumme (Aktiva)	50,5	46,4	48,8	47,6	49,5	51,5	53,9
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7,2	7,2	7,5	7,5	8,0	8,0	8,0
Kapitalrücklage	66,9	66,9	67,9	67,9	70,2	70,2	70,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,3	-3,4	-1,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-28,2	-32,3	-38,6	-39,0	-38,5	-38,2	-38,2
Buchwert	45,8	41,7	36,8	36,4	36,3	36,6	38,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	45,8	41,7	36,8	36,4	36,3	36,6	38,1
Rückstellungen gesamt	0,8	1,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,8	0,4	3,7	3,7	3,7
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,0	1,4	3,2	3,0	4,8	7,2	8,1
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8	2,2	5,8	5,4	2,3	1,7	1,7
Verbindlichkeiten	4,6	4,6	12,0	11,2	13,2	14,9	15,8
Bilanzsumme (Passiva)	50,5	46,4	48,8	47,6	49,5	51,5	53,9

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,6 x	2,4 x	1,7 x	3,5 x	2,6 x	3,8 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	2,2 x	1,8 x	1,0 x	2,3 x	1,3 x	1,9 x	2,2 x
ROA	-92,5 %	-78,0 %	-45,6 %	-3,2 %	-16,0 %	-0,3 %	8,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-95,9 %	-70,2 %	-59,1 %	-3,5 %	-16,1 %	-0,2 %	5,1 %
ROE	-7,9 %	-9,4 %	-15,9 %	-1,2 %	-9,2 %	-0,2 %	4,0 %
Adj. ROE	-7,9 %	-9,4 %	-9,4 %	-2,5 %	-3,4 %	4,4 %	8,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-40,6	-34,1	-22,0	-22,5	-7,1	-6,7	-7,7
Nettofinanzverschuldung	-40,6	-34,1	-22,0	-22,5	-7,1	-6,7	-7,7
Net Gearing	-88,5 %	-81,8 %	-59,7 %	-61,9 %	-19,5 %	-18,2 %	-20,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	-3085,5 %	n.a.	-210,5 %	-156,9 %
Buchwert je Aktie	6,4	5,8	5,1	4,9	4,7	4,8	5,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,1	5,4	3,6	3,4	2,5	2,7	3,0

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

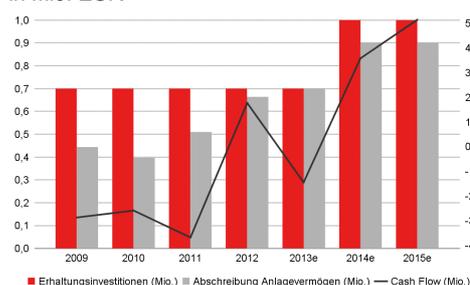
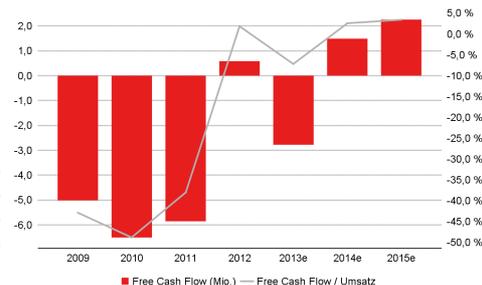
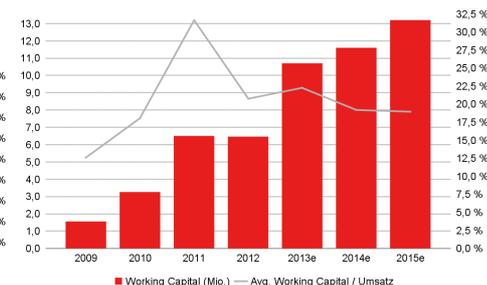
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,8	-4,1	-6,2	-0,4	-3,3	-0,1	1,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,4	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,6	1,5	0,6	1,2	1,5	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,2	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,3	0,6	1,6	0,0	1,3	1,3
Cash Flow	-2,9	-2,6	-3,7	1,8	-1,4	3,6	5,2
Veränderung Vorräte	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0	-3,6	0,0	-1,2
Veränderung Forderungen aus L+L	0,2	-0,5	-0,3	0,8	-3,0	-3,3	-1,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	-0,6	0,3	-0,1	2,4	2,4	0,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,1	-1,7	-1,0	-0,3	-0,2	-0,9	-1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-3,0	-4,3	-4,7	1,5	-1,7	2,7	3,6
Investitionen in iAV	-1,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionen in Sachanlagen	-1,0	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-6,0	0,0	-15,5	-1,9	-1,3
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,9	-2,2	-6,8	-0,9	-16,6	-3,1	-2,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	3,3	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	6,1	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-5,0	-6,5	-12,0	0,2	-12,2	-0,4	1,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	40,6	34,1	22,2	22,9	10,8	10,3	11,3

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-5,0	-6,5	-5,9	0,6	-2,8	1,5	2,3
Free Cash Flow / Umsatz	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	1,9 %	-7,2 %	2,6 %	3,4 %
Free Cash Flow Potential	-4,3	-4,2	-5,4	0,0	-0,1	3,0	4,6
Free Cash Flow / Umsatz	-42,9 %	-48,8 %	-38,0 %	1,9 %	-7,2 %	2,6 %	3,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	132,6 %	157,8 %	94,0 %	-136,3 %	83,1 %	-2370,5 %	149,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	1,1 %	1,5 %	0,9 %	0,9 %	1,4 %	1,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	35,6 %	n.a.	9,7 %	23,7 %	2,5 %	5,1 %	5,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	17,5 %	16,7 %	7,3 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	2,0 %
Maint. Capex / Umsatz	6,0 %	5,3 %	4,5 %	2,2 %	1,8 %	1,7 %	1,5 %
CAPEX / Abschreibungen	226,8 %	217,8 %	57,3 %	70,0 %	57,9 %	50,0 %	54,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	12,6 %	18,1 %	31,7 %	20,7 %	22,3 %	19,2 %	18,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	112,7 %	196,0 %	156,0 %	121,9 %	139,6 %	138,9 %	139,5 %
Vorratumschlag	6,4 x	4,8 x	2,0 x	3,2 x	2,5 x	3,8 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	69	74	119	43	63	63	63
Payables payment period (Tage)	84	54	117	60	75	74	74
Cash conversion cycle (Tage)	-17	37	112	68	88	33	34

Investitionen und Cash Flow

in Mio. EUR

**Free Cash Flow Generation****Working Capital**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

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

QUELLEN

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

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

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** 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.

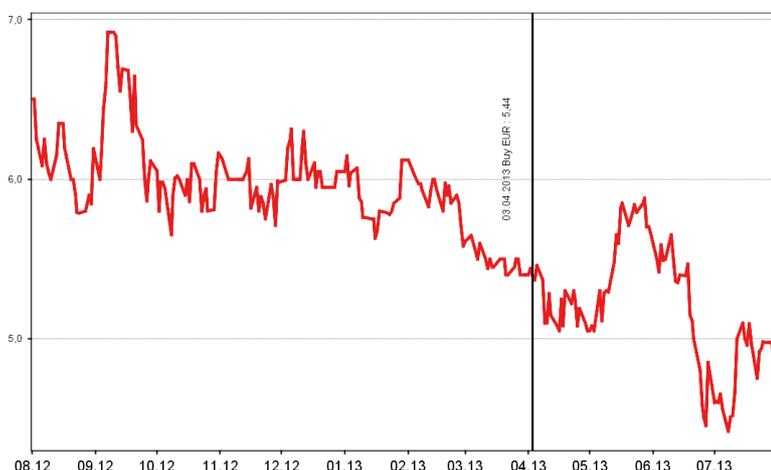
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	104	53
Halten	81	41
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	198	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	93	60
Halten	54	35
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	154	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SFC ENERGY] AM [31.07.2013]


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

RESEARCH

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

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@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
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+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 Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---