

Buy EUR 6,00 Kurs EUR 4,90 Upside 22,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 6,00 FCF-Value Potential 16e: 2,90	Aktien Daten: Bloomberg: F3C GR Reuters: F3CG ISIN: DE0007568578	Beschreibung: Lösungen für netzferne und stationäre Energieversorgung
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 42,2 Aktienanzahl (Mio.): 8,6 EV: 41,2 Freefloat MC: 22,3 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 31,75	Aktionäre: Freefloat 52,9 % HPE 24,1 % Havensight 9,6 % Conduit Ventures 9,5 % DWS (im Freefloat) 6,8 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,6 KBV: 1,7 x EK-Quote: 54 %

Guidance untermauert antizipiertes Wachstum

Berichtete Kennzahlen Q4/2014:					Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q4 14	Q4 14e	Q4 13	yoy	14	14e	13	yoy	<ul style="list-style-type: none"> Die endgültigen Zahlen entsprechen den vorläufigen Zahlen Rekord-Umsatzniveau in Q4 2014, angetrieben durch starke Auslieferungen im Öl + Gassegment und im Bereich Industrieanwendungen SFC hat im GJ 2014 ein positives bereinigtes EBITDA erreicht
Umsatz	16,3	16,3	11,8	38 %	53,6	53,6	32,4	65 %	
EBITDA adj.	1,5	1,6	-0,3	n.a.	0,3	0,4	-2,2	n.a.	
EBIT adj.	1,2	1,2	-0,9	n.a.	-1,2	-1,3	-4,2	n.a.	
EBIT	-0,1	-0,2	-5,3	n.a.	-4,3	-4,3	-8,8	n.a.	

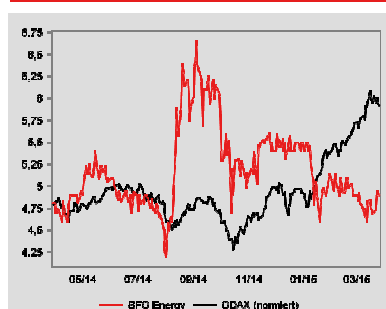
SFC hat seine endgültigen Zahlen 2014 veröffentlicht, nachdem die vorläufigen Zahlen im Februar berichtet wurden.

Das starke Umsatzwachstum in 2015 wurde in erster Linie durch die Konsolidierung von Simark und dessen starken organischen Wachstum, zusammen mit einem Absatzanstieg von 30% im Bereich industrielle Brennstoffzellenanwendungen angetrieben. Der Umsatz im Bereich Verteidigung ist auf einem niedrigen Niveau von ~EUR 2 Mio. weitgehend unverändert geblieben und der Umsatz im Bereich Freizeitmärkte ist angesichts des schwachen europäischen Marktes zurückgegangen. Das starke Umsatzwachstum führte im Gesamtjahr zu einem positiven bereinigten EBITDA, was den Erwartungen entspricht.

Die **Unternehmensguidance untermauert unsere Annahme, dass Simark im aktuellen Umfeld mit deutlich niedrigeren Ölpreisen eine bessere Performance verzeichnen sollte als ursprünglich erwartet.** SFC antizipiert einen Umsatz von EUR 55 – 65 Mio. im GJ 2015, was einer Wachstumsrate von 5-20% entspricht. Der breite Korridor sollte die bestehenden Unsicherheiten reflektieren, die auf eine gewisse Volatilität der Ölpreise und eine niedrige Visibilität zum aktuellen Zeitpunkt zurückzuführen sind, wann Verteidigungsaufträge platziert werden. Das Unternehmen scheint zuversichtlich, in Kürze einen Großauftrag bei Simark zu erhalten, der im niedrigen bis mittleren Mio. EUR Bereich liegen sollte. Wir gehen davon aus, dass das obere Ende der Guidance diesen Vertrag bereits reflektiert. Das untere Ende der Guidance sollte relativ sicher sein und umfasst lediglich einen unveränderten Umsatz im Verteidigungsgeschäft, der in 2014 auf einem äußerst niedrigen Niveau lag. Wir lassen die WR-Annahmen für einen Umsatz von EUR 57 Mio. aufgrund der Unsicherheiten im kanadischen Geschäft derzeit unverändert. Es sollte für die Umsatzschätzung 2015 jedoch mehr Potenzial nach oben als Abwärts-Risiken geben.

SFC hat seine Ergebnisguidance nicht näher präzisiert, bekräftigte jedoch eine antizipierte Verbesserung der Ergebnisse. Das Management betonte während der Telefonkonferenz jedoch, dass **es einen Break-Even auf bereinigtem EBIT-Niveau erwartet und entspricht damit der WR-Schätzung.** Damit wäre 2015 das erste Jahr in der Geschichte des Unternehmens ohne operative Verluste. Die berichteten Ergebniszahlen bleiben negativ aufgrund der Aufwendungen in Bezug auf die Akquisition von Simark (Transaktionspreiseffekt und PPA-Abschreibungen). Ein weiteres Umsatzwachstum sollte in den kommenden Jahren zu sukzessiv steigenden EBIT-Margen führen.

Der bevorstehende Newsflow sollte positive ausfallen, angetrieben durch potenzielle Aufträge bei Simark und im Verteidigungsgeschäft und würde dementsprechend die Annahmen für GJ 2015 untermauern. **Das Kursziel von EUR 6 und die Kaufempfehlung werden bekräftigt.**

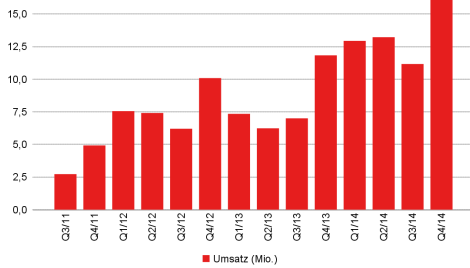


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-3,4 %
6 Monate:	-45,4 %
Jahresverlauf:	-31,2 %
Letzte 12 Monate:	-24,7 %

Unternehmenstermine:	
05.05.15	Q1
07.05.15	HV
03.08.15	Q2
10.11.15	Q3

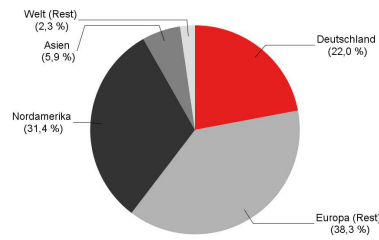
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-16e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	9,8 %	15,4	31,3	32,4	53,6	57,1	64,7
Veränd. Umsatz yoy		15,7 %	102,6 %	3,7 %	65,4 %	6,6 %	13,2 %
Rohertragsmarge		34,8 %	40,8 %	32,8 %	29,2 %	31,9 %	31,6 %
EBITDA	-	-4,6	0,7	-4,5	-1,2	0,5	1,1
Marge	-	-30,1 %	2,3 %	-13,8 %	-2,2 %	0,9 %	1,8 %
EBIT	-	-6,6	-0,5	-8,8	-4,3	-2,3	-1,6
EBIT adj.	-	-4,1	-1,0	-4,2	-1,2	0,1	0,8
Marge	-	-26,8 %	-3,2 %	-12,9 %	-2,3 %	0,1 %	1,2 %
Nettoergebnis	-	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-2,8	-2,2
EPS	-	-0,87	-0,06	-1,16	-0,60	-0,33	-0,26
EPS adj.	-	-0,52	-0,12	-0,56	-0,22	-0,05	0,02
FCFPS	-	-0,82	0,08	-1,07	-0,55	0,11	-0,03
EV / Umsatz		0,7 x	0,6 x	1,1 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA		n.a.	25,1 x	n.a.	n.a.	79,1 x	36,5 x
EV / EBIT adj.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	582,5 x	52,8 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	245,0 x
FCF Yield Potential		-52,9 %	0,3 %	-1,4 %	1,8 %	4,4 %	5,6 %
Nettoverschuldung		-22,0	-22,5	-2,9	-1,2	-1,0	-0,8
ROE		-15,9 %	-1,2 %	-27,2 %	-17,0 %	-10,7 %	-9,0 %
ROCE (NOPAT)		-59,1 %	-3,5 %	-43,9 %	-17,2 %	-9,9 %	-7,9 %
Guidance:	2015: Umsatz EUR 55 - 65 Mio.; Verbesserung des adj. Ergebnis						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



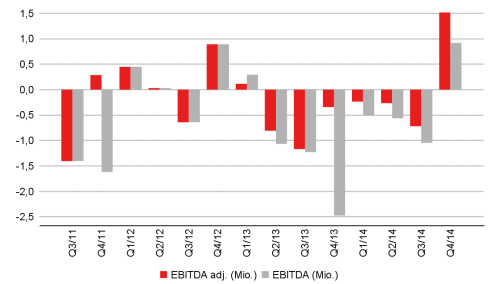
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

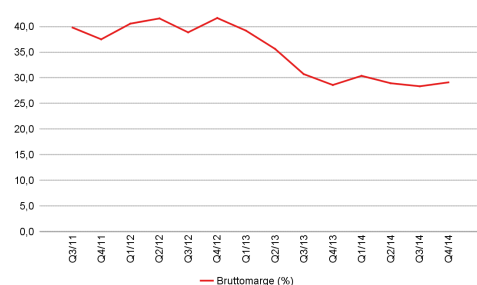
Unternehmenshintergrund

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

Wettbewerbsqualität

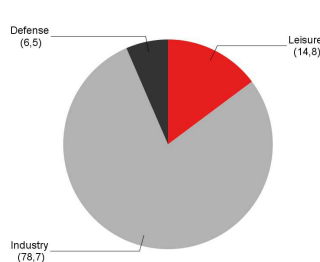
- Die von SFC fokussierten DMFC-Brennstoffzellen sind in mobilen Applikationen mit geringen bis mittleren Leistungsanforderungen den übrigen Brennstoffzellentechnologien (vor allem ggü. Wasserstoff) überlegen.
- SFC's Produkte stehen so vor allem zu etablierten Technologien im Wettbewerb. Statt des Preises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

Entwicklung Bruttomarge
in %



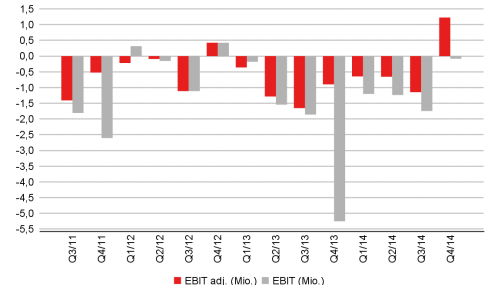
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	57,1	64,7	71,1	77,5	83,4	88,8	94,1	98,8	102,8	105,8	109,0	112,3	114,5	
Umsatzwachstum	6,6 %	13,2 %	10,0 %	9,0 %	7,5 %	6,5 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	-2,3	-1,6	-0,7	3,1	4,6	6,2	8,0	8,4	9,2	9,5	9,8	10,1	10,3	
EBIT-Marge	-4,1 %	-2,5 %	-0,9 %	4,0 %	5,5 %	7,0 %	8,5 %	8,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	-28,7 %	-33,6 %	-112,3 %	21,4 %	19,3 %	17,9 %	17,0 %	17,1 %	16,9 %	16,9 %	16,9 %	16,9 %	17,0 %	
NOPAT	-3,0	-2,2	-1,4	2,4	3,7	5,1	6,6	7,0	7,7	7,9	8,2	8,4	8,6	
Abschreibungen	2,9	2,8	2,8	3,1	3,3	3,6	3,8	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	
Abschreibungsquote	5,0 %	4,3 %	3,9 %	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	-0,9	0,2	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,4	
- Investitionen	1,1	1,1	1,1	3,2	3,4	3,6	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	
Investitionsquote	1,9 %	1,7 %	1,5 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,4	-0,7	-1,1	1,1	2,5	3,9	5,5	5,9	6,8	7,2	7,4	7,6	8,0	7
Barwert FCF	-0,3	-0,6	-0,9	0,7	1,6	2,3	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,5	2,4	27
Anteil der Barwerte	-3,65 %			48,68 %										54,97 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	7,50 %	Finanzielle Stabilität	1,45
FK-Zins (nach Steuern)	4,4 %	Liquidität (Aktie)	1,75
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,60
WACC	9,65 %	Beta	1,56

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	22		
Terminal Value	27		
Zinstr. Verbindlichkeiten	5		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	2		
Liquide Mittel	6	Aktienzahl (Mio.)	8,6
Eigenkapitalwert	52	Wert je Aktie (EUR)	6,03

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,76	10,7 %	4,95	5,01	5,08	5,15	5,22	5,30	5,38	1,76	10,7 %	3,66	4,16	4,65	5,15	5,64	6,14	6,64
1,66	10,2 %	5,33	5,40	5,48	5,56	5,65	5,74	5,84	1,66	10,2 %	3,99	4,51	5,04	5,56	6,08	6,61	7,13
1,61	9,9 %	5,53	5,61	5,69	5,79	5,88	5,98	6,09	1,61	9,9 %	4,17	4,71	5,25	5,79	6,32	6,86	7,40
1,56	9,7 %	5,75	5,83	5,93	6,03	6,13	6,25	6,37	1,56	9,7 %	4,36	4,92	5,47	6,03	6,58	7,14	7,69
1,51	9,4 %	5,98	6,07	6,18	6,29	6,40	6,53	6,66	1,51	9,4 %	4,57	5,14	5,71	6,29	6,86	7,43	8,00
1,46	9,2 %	6,23	6,33	6,44	6,56	6,69	6,83	6,98	1,46	9,2 %	4,79	5,38	5,97	6,56	7,15	7,74	8,33
1,36	8,7 %	6,77	6,90	7,04	7,18	7,34	7,51	7,70	1,36	8,7 %	5,29	5,92	6,55	7,18	7,81	8,44	9,07

- 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 ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-2,8	-2,2	
+ Abschreibung + Amortisation	2,0	1,3	4,4	3,1	2,9	2,8	
- Zinsergebnis (netto)	0,4	0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	
+ Sonstiges	0,0	0,0	4,6	3,0	2,4	2,4	
= Free Cash Flow Potential	-5,4	0,0	-0,5	0,7	1,8	2,3	
Free Cash Flow Yield Potential	-52,9 %	0,3 %	-1,4 %	1,8 %	4,4 %	5,6 %	
WACC	9,65 %	9,65 %	9,65 %	9,65 %	9,65 %	9,65 %	
= Enterprise Value (EV)	10,1	18,3	34,5	38,9	41,2	41,4	
= Fair Enterprise Value	n.a.	0,5	n.a.	7,1	18,9	24,2	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8	
- Pensionsverbindlichkeiten	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	
- Marktwert Anteile Dritter	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	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	1,7	n.a.	8,3	19,9	24,9	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	0,20	n.a.	0,97	2,31	2,90	
Premium (-) / Discount (+) in %					-52,9 %	-40,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	12,65 %	n.a.	0,19	n.a.	0,77	1,79	2,23
	11,65 %	n.a.	0,19	n.a.	0,82	1,93	2,41
	10,65 %	n.a.	0,19	n.a.	0,89	2,10	2,63
WACC	9,65 %	n.a.	0,20	n.a.	0,97	2,31	2,90
	8,65 %	n.a.	0,21	n.a.	1,06	2,56	3,22
	7,65 %	n.a.	0,22	n.a.	1,18	2,88	3,63
	6,65 %	n.a.	0,23	n.a.	1,34	3,30	4,16

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

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
KBV	0,9 x	1,1 x	1,3 x	1,5 x	1,7 x	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,62	3,38	1,30	1,21	1,07	1,05
EV / Umsatz	0,7 x	0,6 x	1,1 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	n.a.	25,1 x	n.a.	n.a.	79,1 x	36,5 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	582,5 x	52,8 x
Kurs / FCF	n.a.	70,5 x	n.a.	n.a.	46,6 x	n.a.
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	245,0 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	-52,9 %	0,3 %	-1,4 %	1,8 %	4,4 %	5,6 %

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

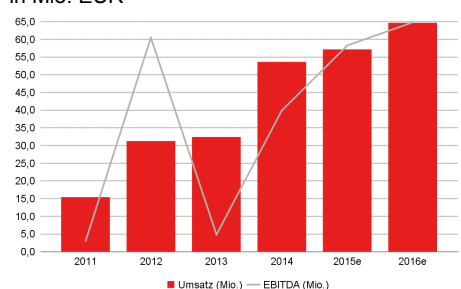
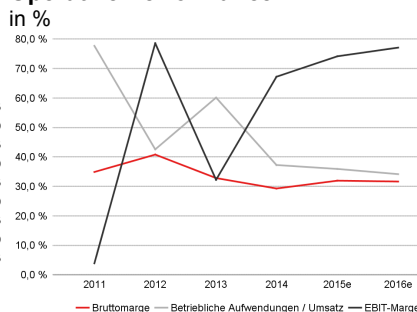
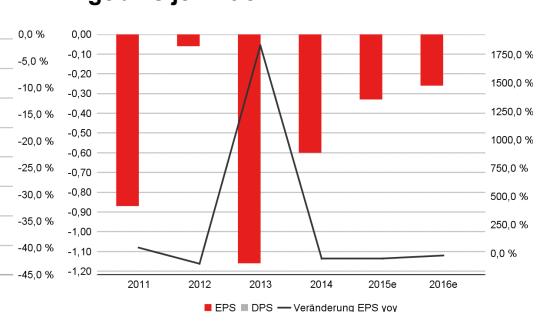
GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	15,4	31,3	32,4	53,6	57,1	64,7
Veränd. Umsatz yoy	15,7 %	102,6 %	3,7 %	65,4 %	6,6 %	13,2 %
Herstellungskosten	10,1	18,5	21,8	38,0	38,9	44,2
Bruttoergebnis	5,4	12,8	10,6	15,7	18,2	20,4
<i>Bruttomarge</i>	<i>34,8 %</i>	<i>40,8 %</i>	<i>32,8 %</i>	<i>29,2 %</i>	<i>31,9 %</i>	<i>31,6 %</i>
Forschung und Entwicklung	2,5	4,3	6,1	4,5	5,1	5,5
Vertriebskosten	4,9	5,9	8,2	10,5	8,2	8,7
Verwaltungskosten	2,7	3,6	3,9	4,9	5,1	5,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,1	0,4	2,3	0,2	2,3	2,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,7	1,0	0,2	0,2	0,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,6	0,7	-4,5	-1,2	0,5	1,1
<i>Marge</i>	<i>-30,1 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>-13,8 %</i>	<i>-2,2 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>1,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,7	0,8	1,0	0,8	0,7
EBITA	-5,2	0,1	-5,2	-2,2	-0,3	0,4
Abschreibungen auf iAV	1,5	0,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0
EBIT	-6,6	-0,5	-8,8	-4,3	-2,3	-1,6
<i>Marge</i>	<i>-42,9 %</i>	<i>-1,7 %</i>	<i>-27,3 %</i>	<i>-8,0 %</i>	<i>-4,1 %</i>	<i>-2,5 %</i>
EBIT adj.	-4,1	-1,0	-4,2	-1,2	0,1	0,8
Zinserträge	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,2	-0,4	-9,0	-4,6	-2,6	-1,9
<i>Marge</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-27,7 %</i>	<i>-8,5 %</i>	<i>-4,6 %</i>	<i>-3,0 %</i>
Steuern gesamt	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-2,8	-2,2
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-2,8	-2,2
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-6,2	-0,4	-8,9	-4,8	-2,8	-2,2
<i>Marge</i>	<i>-40,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-27,5 %</i>	<i>-9,0 %</i>	<i>-5,0 %</i>	<i>-3,4 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,2	7,5	7,7	8,1	8,6	8,6
EPS	-0,87	-0,06	-1,16	-0,60	-0,33	-0,26
EPS adj.	-0,52	-0,12	-0,56	-0,22	-0,05	0,02

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

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

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	77,7 %	42,5 %	60,1 %	37,2 %	35,9 %	34,1 %
Operating Leverage	3,0 x	-0,9 x	429,4 x	-0,8 x	-6,9 x	-2,3 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	5,5 x	n.m.	n.m.	1,7 x	3,8 x
Steuerquote (EBT)	-0,1 %	4,3 %	0,6 %	-5,7 %	-7,6 %	-15,7 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	145.525	168.062	146.665	206.250	211.648	239.505

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance****Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	10,9	11,0	19,1	17,8	16,3	14,7
davon übrige imm. VG	3,1	2,8	6,0	4,6	3,0	1,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,1	6,1	11,8	12,1	12,1	12,1
Sachanlagen	2,7	2,4	2,3	1,6	1,4	1,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	13,7	13,4	21,3	19,4	17,7	16,0
Vorräte	4,9	5,8	7,7	7,7	9,2	10,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,0	3,7	9,5	12,8	11,0	11,0
Liquide Mittel	22,7	22,9	7,4	6,4	7,4	8,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,5	1,7	1,7	1,1	1,7	1,7
Umlaufvermögen	35,2	34,2	26,3	27,9	29,3	31,2
Bilanzsumme (Aktiva)	48,8	47,6	47,7	47,3	47,0	47,3
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	7,5	7,5	8,0	8,6	8,6	8,6
Kapitalrücklage	67,9	67,9	69,6	72,0	72,0	72,0
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,8	-5,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-38,6	-39,0	-48,5	-53,0	-52,3	-51,8
Buchwert	36,8	36,4	29,1	27,6	25,5	23,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	36,8	36,4	29,1	27,6	25,5	23,7
Rückstellungen gesamt	2,3	2,4	2,6	2,4	2,4	2,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,8	0,4	4,5	5,2	6,3	7,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,6	0,4	2,1	2,0	3,0	4,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,2	3,0	6,3	6,9	7,0	8,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5,8	5,4	5,3	5,2	5,7	5,7
Verbindlichkeiten	12,0	11,2	18,6	19,7	21,5	23,5
Bilanzsumme (Passiva)	48,8	47,6	47,7	47,3	47,0	47,3

Kennzahlen

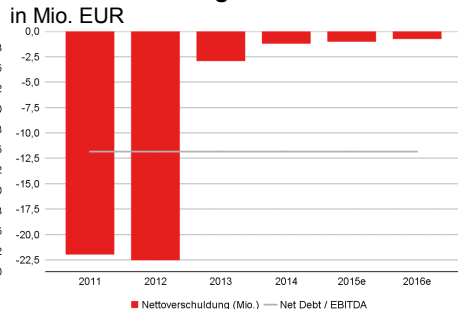
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Kapitaleffizienz						
Operating Assets Turnover	1,7 x	3,5 x	2,5 x	3,6 x	4,1 x	4,6 x
Capital Employed Turnover	1,0 x	2,3 x	1,2 x	2,0 x	2,3 x	2,8 x
ROA	-45,6 %	-3,2 %	-41,8 %	-24,9 %	-16,0 %	-13,8 %
Kapitalverzinsung						
ROCE (NOPAT)	-59,1 %	-3,5 %	-43,9 %	-17,2 %	-9,9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

Entwicklung ROCE



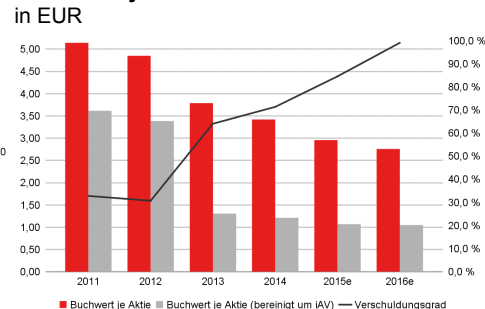
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Cash flow

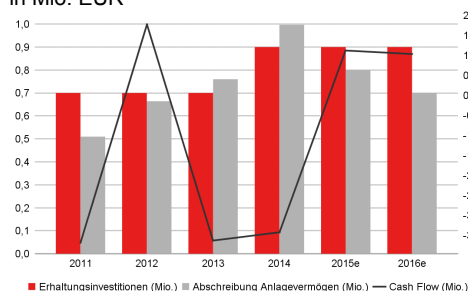
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-6,2	-0,4	-9,0	-5,0	-2,8	-2,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,7	0,8	1,0	0,8	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,5	0,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Veränderung langfristige Rückstellungen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

Kennzahlen

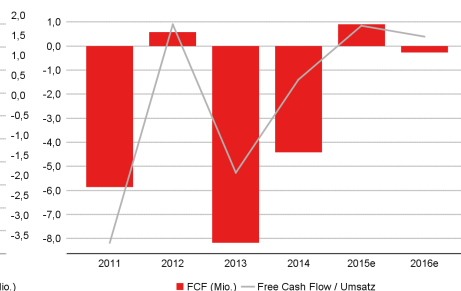
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Kapitalfluss						
FCF	-5,9	0,6	-8,2	-4,4	0,9	-0,3
Free Cash Flow / Umsatz	-38,0 %	1,9 %	-25,2 %	-8,2 %	1,6 %	-0,4 %
Free Cash Flow Potential	-5,4	0,0	-0,5	0,7	1,8	2,3
Free Cash Flow / Umsatz	-38,0 %	1,9 %	-25,2 %	-8,2 %	1,6 %	-0,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	94,0 %	-136,3 %	91,7 %	91,5 %	-32,0 %	12,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,5 %	0,9 %	0,4 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,7 %	23,7 %	8,0 %	6,4 %	5,2 %	4,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln						
Investitionsquote	7,3 %	2,8 %	2,3 %	1,2 %	1,9 %	1,7 %
Maint. Capex / Umsatz	4,5 %	2,2 %	2,2 %	1,7 %	1,6 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	57,3 %	70,0 %	17,4 %	20,3 %	38,6 %	40,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	31,7 %	20,7 %	26,8 %	22,8 %	22,8 %	19,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	156,0 %	121,9 %	151,4 %	184,2 %	157,1 %	137,5 %
Vorratumschlag	2,0 x	3,2 x	2,8 x	5,0 x	4,2 x	4,3 x
Receivables collection period (Tage)	119	43	107	87	70	62
Payables payment period (Tage)	117	60	105	67	66	66
Cash conversion cycle (Tage)	112	68	62	24	32	29

Investitionen und Cash Flow

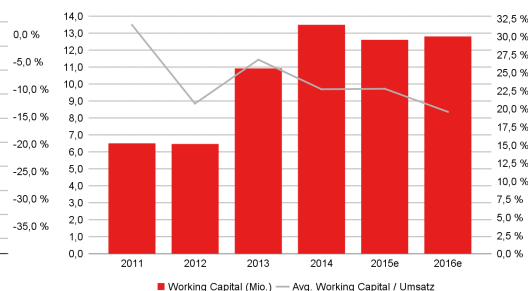
in Mio. EUR



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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
SFC Energy	1, 3, 4, 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.

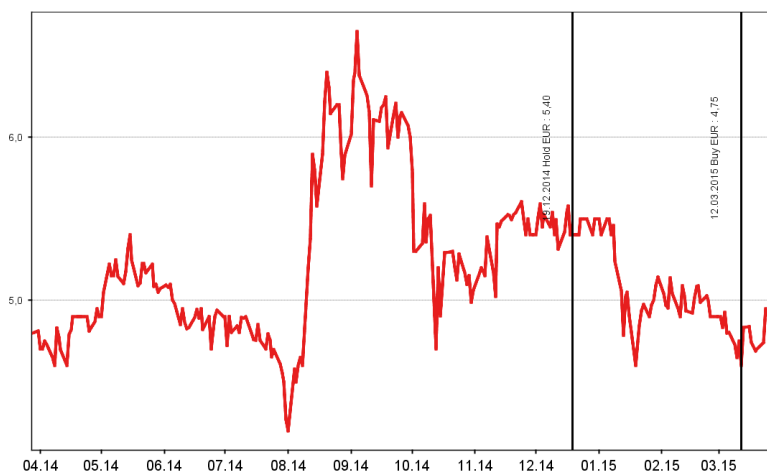
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	103	55
Halten	70	37
Verkaufen	11	6
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	81	59
Halten	46	33
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	4	3
Gesamt	138	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SFC ENERGY] AM [27.03.2015]

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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

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

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

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

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