

<b>Buy</b> <b>EUR 154,00</b>  Kurs <b>EUR 44,75</b> <b>Upside 244,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR SotP: 154,16	<b>Warburg Risiko Score:</b> <b>3,6</b> Bilanz Score: 4,8 Markt Liquidität Score: 2,5	<b>Beschreibung:</b> Führender Onshore-Wind- und Solar-Projektierer und Betreiber von 34+1 Wind/Solarparks
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 625,9 Aktienanzahl (Mio.): 14,0 EV: 840,3 Freefloat MC: 274,0 Ø Trad. Vol. (30T): 1,02 Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 43,78 % Dr. Bodo Wilkens 25,50 % Günter Lammers 25,40 % Union Investment 5,19 % Eigene Aktien 0,07 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2025e KBV: 2,6 x EK-Quote: 29 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,7 x Net Debt / EBITDA: 1,7 x

## Trotz eines verhaltenen Jahresbeginns bleibt der Ausblick positiv

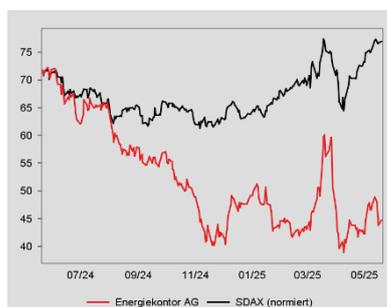
Energiekontor hat seinen qualitativen Bericht zum ersten Quartal veröffentlicht, der solide Fortschritte in der Projektentwicklung zeigt. Weitere Baugenehmigungen wurden erteilt, und Energiekontor hat sich mit 192 MW erfolgreich an der deutschen Onshore-Windausschreibung beteiligt. Das eigene Portfolio ist mit der Inbetriebnahme des deutschen PV-Parks Letschin um 60 MWp gewachsen, weitere Parks befinden sich im Bau. Die Winderträge im ersten Quartal 2025 lagen jedoch deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt, was unserer Einschätzung nach die Margenbildung im Stromerzeugungsgeschäft belastet hat. Durch die Hinzufügung eines größeren PV-Anlagensatzes sollte Energiekontor jedoch von den besseren Einstrahlungsdaten im ersten Quartal und im bisherigen Verlauf des zweiten Quartals profitieren und einen Teil der unterdurchschnittlichen Onshore-Winderträge kompensieren können.

Quo vadis Schottland: Nach der im letzten Jahr verschobenen Veräußerung eines schottischen Windparks hatten wir erwartet, dass Energiekontor die Transaktion im ersten Quartal 2025 abschließen würde. Der Bericht erwähnt keinen erfolgreichen Abschluss, was bei den Anlegern Unsicherheit hinsichtlich der Erholung des EBT in diesem Jahr auslösen könnte. Darüber hinaus werden im Ausblickkapitel Verzögerungen aufgrund des Netzausbaus und der CfD-Ausschreibungen in Großbritannien genannt, aber auch potenzielle Verbesserungen durch das neu eingeführte Netzwarteschlangenmanagement. Der Bericht enthält jedoch keine zusätzlichen Informationen zum Bericht für das GJ 2024, sondern nennt dieselben Risiken, die für Projekte in der Entwicklung bestehen. In der Pressemitteilung erklärte die Geschäftsführung, dass Energiekontor in fortgeschrittenen Verhandlungen über den Verkauf mehrerer Projekte steht und den ersten Abschluss in den nächsten Wochen erwartet. Daher halten wir an unserer Prognose für das GJ 2025 fest und gehen davon aus, dass die Verzögerung beim Verkauf des schottischen Projekts auf die Komplexität der Verhandlungen zurückzuführen ist.

Einzig die verbleibende Pipeline genehmigter Projekte in Schottland (ca. 800 MW) könnte von weiteren Verzögerungen (Netzzugang/CfD) betroffen sein. Wir gehen jedoch nur von einem Projektverkauf in Schottland pro Jahr in den Jahren 2026/27 aus und sehen keinen wesentlichen Grund, diese Annahme zu überarbeiten. Der wichtigste Margenbeitrag in unserer Prognose stammt aus Deutschland, wo Energiekontor über eine gut gefüllte Pipeline mit ausgereiften Projekten verfügt, die ausreichen, um die Margengenerierung deutlich zu stärken.

Im Vergleich zur Größe der Pipeline und der Vielzahl ausgereifter Projekte in allen wichtigen Märkten wird die Aktie mit einem erheblichen Abschlag auf ihren fairen Wert gehandelt. Selbst unter Berücksichtigung des schwachen ersten Quartals im Bereich Stromerzeugung wird Energiekontor mit einem KGV von 10,3 für das GJ 2025 und 7,0 für das GJ 2026 gehandelt. Angesichts der attraktiven Bewertung und der positiven kurz- und mittelfristigen Aussichten bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel. Die Bekanntgabe des erfolgreichen Abschlusses in Schottland dürfte sich positiv auf die Aktie auswirken und das Vertrauen der Anleger in die Fähigkeit von Energiekontor stärken, eine deutliche Erholung der Gewinne zu erzielen und seine mittelfristigen Ziele zu erreichen.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	195,9	-4,5 %	389,3	0,0 %	369,9	0,0 %	▪ Aufgrund der schwachen Winderträge im ersten Quartal 2025 haben wir unsere Schätzungen für 2025 nach unten korrigiert.
<b>EBITDA</b>	134,9	-4,9 %	170,5	0,0 %	177,1	0,0 %	
<b>EBIT</b>	109,4	-6,0 %	142,9	0,0 %	149,8	0,0 %	
<b>EBT</b>	89,2	-7,4 %	121,6	0,0 %	128,7	0,0 %	

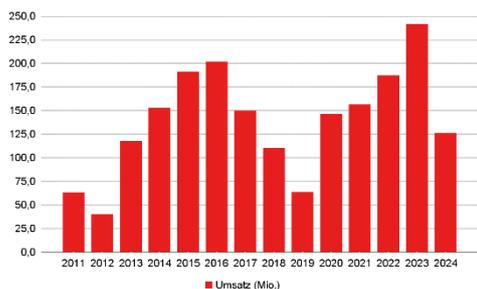


Rel. Performance vs SDAX:	
1 Monat:	-7,4 %
6 Monate:	-15,0 %
Jahresverlauf:	-29,5 %
Letzte 12 Monate:	-44,8 %

Unternehmenstermine:	
28.05.25	HV
14.08.25	Q2
13.11.25	Q3

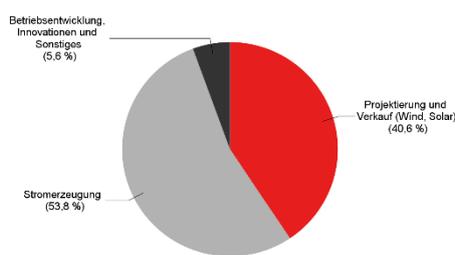
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	43,0 %	156,5	187,6	241,8	126,5	187,1	389,3	369,9
Veränd. Umsatz yoy		6,8 %	19,8 %	28,9 %	-47,7 %	47,9 %	108,1 %	-5,0 %
<b>Rohtragsmarge</b>		78,1 %	74,6 %	76,1 %	83,6 %	95,6 %	59,2 %	66,0 %
<b>EBITDA</b>	34,4 %	81,7	99,8	135,6	72,9	128,3	170,5	177,1
Marge		52,2 %	53,2 %	56,1 %	57,6 %	68,6 %	43,8 %	47,9 %
<b>EBIT</b>	44,3 %	61,7	80,0	114,4	49,8	102,7	142,9	149,8
Marge		39,4 %	42,6 %	47,3 %	39,4 %	54,9 %	36,7 %	40,5 %
<b>EBT</b>		44,9	62,9	95,5	36,2	82,6	121,6	128,7
<b>Nettoergebnis</b>	60,1 %	36,2	44,5	83,3	22,6	59,5	87,6	92,7
<b>EPS</b>	60,1 %	2,54	3,18	5,97	1,62	4,27	6,28	6,65
<b>DPS</b>	40,9 %	0,90	1,00	1,20	0,50	1,20	1,40	1,40
Dividendenrendite		1,5 %	1,2 %	1,6 %	0,8 %	2,7 %	3,1 %	3,1 %
<b>FCFPS</b>		1,79	6,47	7,37	-4,15	8,89	-2,31	9,38
<b>FCF / MarktKap.</b>		3,0 %	7,8 %	10,0 %	-6,7 %	19,8 %	-5,1 %	20,8 %
<b>EV / Umsatz</b>		7,4 x	7,6 x	5,2 x	9,4 x	4,5 x	2,3 x	2,1 x
<b>EV / EBITDA</b>		14,1 x	14,3 x	9,3 x	16,3 x	6,6 x	5,2 x	4,4 x
<b>EV / EBIT</b>		18,7 x	17,9 x	11,0 x	23,9 x	8,2 x	6,2 x	5,2 x
<b>KGV</b>		23,8 x	26,0 x	12,4 x	38,1 x	10,5 x	7,1 x	6,7 x
<b>KGV ber.</b>		23,8 x	26,0 x	12,4 x	38,1 x	10,5 x	7,1 x	6,7 x
<b>FCF Potential Yield</b>		6,3 %	5,7 %	9,8 %	5,0 %	12,5 %	15,3 %	18,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		294,0	271,8	228,2	331,3	214,4	263,3	152,1
<b>ROCE (NOPAT)</b>		14,7 %	14,7 %	24,7 %	6,7 %	15,2 %	20,0 %	19,4 %
<b>Guidance:</b>		EBT von EUR 70-90m						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



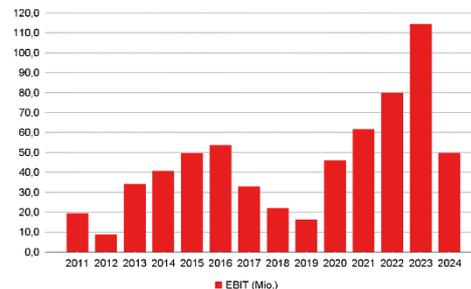
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2024



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

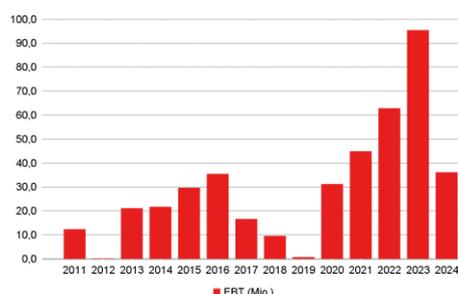
## Unternehmenshintergrund

- Energiekontor ist Projektentwickler und Betreiber von Wind- und Solarparks mit Sitz in Bremen. Das 1990 gegründete Unternehmen kann als Pionier in der Windindustrie angesehen werden.
- Als einer der führenden deutschen Projektentwickler bietet das Unternehmen einen bewährten Track Record und hat Windparks sowie Solarparks mit einer Gesamtkapazität von knapp 1,5 Gigawatt entwickelt.
- Das Unternehmen ist aktiv in den Kernmärkten Deutschland, Großbritannien und Portugal, weitet seine geografische Präsenz jedoch derzeit auf neue Märkte wie Frankreich und die USA aus.
- Das Unternehmen will etwa die Hälfte der selbst entwickelten Projekte in den Konzernbesitz aufnehmen, womit das Portfolio aus konzerneigenen Windparks eine Kapazität von rund 280 MW umfasst.
- Neben dem Projektierungs- und Stromerzeugungsgeschäft übernimmt Energiekontor in der Regel auch die technische und Betriebsführung der konzerneigenen und verkauften Windparks.

## Wettbewerbsqualität

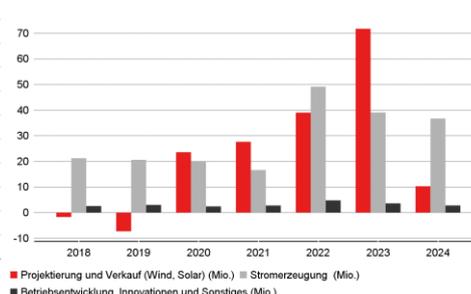
- Energiekontor profitiert von seinem einzigartigen Geschäftsmodell, welches das volatile Projektgeschäft und das stabile und transparente Stromerzeugungs- und Betriebsführungsgeschäft vereint.
- Die kontinuierlichen Erträge aus der Stromerzeugung wie dem Betriebsführungsgeschäft ermöglichen ein nachhaltiges Wachstum und bewahrendabei die finanzielle Stabilität.
- Durch enge Vernetzung mit Behörden und Anwohnern sowie lokale Präsenz sichert sich Energiekontor den Zugang zu attraktiven Projekten und expandiert auf neue Märkte.
- Als Pionier in der Wind- und Solarbranche profitiert Energiekontor von neu angestoßenen Entwicklungen wie Power Purchase Agreements (PPAs) auf dem deutschen und britischen Markt.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



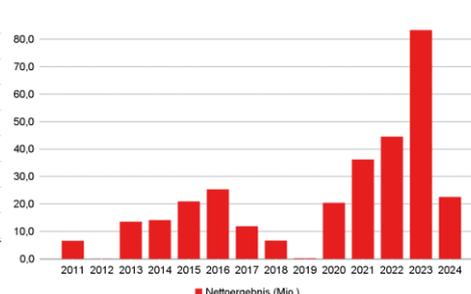
Quelle: Warburg Research

**EBIT nach Segmenten**  
in EUR m



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Sum of the parts					
Business segment	Fair value (mEUR)	WACC	No. of shares (m)	Fair value / share	% of total value
Project development	1.409,61	-	13,99	100,78	65,37%
Power generation	666,29	3,51%	13,99	47,64	30,90%
Service	80,30	8,69%	13,99	5,74	3,72%
<b>Total</b>	<b>2.156,20</b>			<b>154,16</b>	

- Wir bewerten Energiekontor mit einem DCF-basierten SotP-Ansatz.
- Jedes Segment wird in einem separaten DCF-Modell bewertet.
- Mit diesem Ansatz berücksichtigen wir die unterschiedlichen Geschäftsfelder und Risikoprofile der einzelnen Segmente.
- Für das Projektgeschäft nehmen wir einen WACC von 9,61%, für die Stromerzeugung 3,96% und für das O&M 7,44% an.

Wertermittlung	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
KBV	10,5 x	9,4 x	5,6 x	4,6 x	2,6 x	2,0 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,68	8,82	13,25	13,32	17,07	22,13	27,35
EV / Umsatz	7,4 x	7,6 x	5,2 x	9,4 x	4,5 x	2,3 x	2,1 x
EV / EBITDA	14,1 x	14,3 x	9,3 x	16,3 x	6,6 x	5,2 x	4,4 x
EV / EBIT	18,7 x	17,9 x	11,0 x	23,9 x	8,2 x	6,2 x	5,2 x
EV / EBIT adj.*	18,7 x	17,9 x	11,0 x	23,9 x	8,2 x	6,2 x	5,2 x
Kurs / FCF	33,8 x	12,8 x	10,0 x	n.a.	5,1 x	n.a.	4,8 x
KGV	23,8 x	26,0 x	12,4 x	38,1 x	10,5 x	7,1 x	6,7 x
KGV ber.*	23,8 x	26,0 x	12,4 x	38,1 x	10,5 x	7,1 x	6,7 x
Dividendenrendite	1,5 %	1,2 %	1,6 %	0,8 %	2,7 %	3,1 %	3,1 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,3 %	5,7 %	9,8 %	5,0 %	12,5 %	15,3 %	18,1 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>156,5</b>	<b>187,6</b>	<b>241,8</b>	<b>126,5</b>	<b>187,1</b>	<b>389,3</b>	<b>369,9</b>
Veränd. Umsatz yoy	6,8 %	19,8 %	28,9 %	-47,7 %	47,9 %	108,1 %	-5,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,1	33,6	69,4	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	109,7	68,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>266,3</b>	<b>255,7</b>	<b>275,4</b>	<b>195,9</b>	<b>187,1</b>	<b>389,3</b>	<b>369,9</b>
Materialaufwand	144,0	115,8	91,3	90,2	8,3	158,8	125,9
<b>Rohrertrag</b>	<b>122,2</b>	<b>139,9</b>	<b>184,1</b>	<b>105,7</b>	<b>178,8</b>	<b>230,5</b>	<b>244,0</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>78,1 %</i>	<i>74,6 %</i>	<i>76,1 %</i>	<i>83,6 %</i>	<i>95,6 %</i>	<i>59,2 %</i>	<i>66,0 %</i>
Personalaufwendungen	19,5	21,2	25,3	28,2	27,6	30,2	34,4
Sonstige betriebliche Erträge	2,2	2,6	4,8	20,9	1,9	2,3	2,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,2	21,6	28,0	25,5	24,8	32,0	34,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>81,7</b>	<b>99,8</b>	<b>135,6</b>	<b>72,9</b>	<b>128,3</b>	<b>170,5</b>	<b>177,1</b>
<i>Marge</i>	<i>52,2 %</i>	<i>53,2 %</i>	<i>56,1 %</i>	<i>57,6 %</i>	<i>68,6 %</i>	<i>43,8 %</i>	<i>47,9 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	20,0	19,8	21,1	23,1	25,5	27,6	27,3
<b>EBITA</b>	<b>61,7</b>	<b>80,0</b>	<b>114,4</b>	<b>49,8</b>	<b>102,7</b>	<b>142,9</b>	<b>149,8</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>61,7</b>	<b>80,0</b>	<b>114,4</b>	<b>49,8</b>	<b>102,7</b>	<b>142,9</b>	<b>149,8</b>
<i>Marge</i>	<i>39,4 %</i>	<i>42,6 %</i>	<i>47,3 %</i>	<i>39,4 %</i>	<i>54,9 %</i>	<i>36,7 %</i>	<i>40,5 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>61,7</b>	<b>80,0</b>	<b>114,4</b>	<b>49,8</b>	<b>102,7</b>	<b>142,9</b>	<b>149,8</b>
Zinserträge	0,1	0,0	1,0	5,5	1,7	1,7	1,5
Zinsaufwendungen	16,8	17,1	20,0	19,2	21,8	23,0	22,6
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>44,9</b>	<b>62,9</b>	<b>95,5</b>	<b>36,2</b>	<b>82,6</b>	<b>121,6</b>	<b>128,7</b>
<i>Marge</i>	<i>28,7 %</i>	<i>33,5 %</i>	<i>39,5 %</i>	<i>28,6 %</i>	<i>44,2 %</i>	<i>31,2 %</i>	<i>34,8 %</i>
Steuern gesamt	8,7	18,3	12,2	13,6	23,1	34,1	36,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>36,2</b>	<b>44,5</b>	<b>83,3</b>	<b>22,6</b>	<b>59,5</b>	<b>87,6</b>	<b>92,7</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>36,2</b>	<b>44,5</b>	<b>83,3</b>	<b>22,6</b>	<b>59,5</b>	<b>87,6</b>	<b>92,7</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>36,2</b>	<b>44,5</b>	<b>83,3</b>	<b>22,6</b>	<b>59,5</b>	<b>87,6</b>	<b>92,7</b>
<i>Marge</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>34,5 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>31,8 %</i>	<i>22,5 %</i>	<i>25,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	14,3	14,0	14,0	13,9	13,9	13,9	13,9
<b>EPS</b>	<b>2,54</b>	<b>3,18</b>	<b>5,97</b>	<b>1,62</b>	<b>4,27</b>	<b>6,28</b>	<b>6,65</b>
EPS adj.	2,54	3,18	5,97	1,62	4,27	6,28	6,65

\*Adjustiert um:

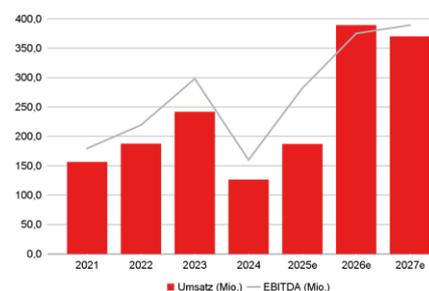
**Guidance: EBT von EUR 70-90m**

## Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	117,9 %	83,1 %	57,8 %	97,3 %	31,4 %	56,2 %	52,1 %
Operating Leverage	5,0 x	1,5 x	1,5 x	1,2 x	2,2 x	0,4 x	-1,0 x
EBITDA / Interest expenses	4,9 x	5,8 x	6,8 x	3,8 x	5,9 x	7,4 x	7,8 x
Steuerquote (EBT)	19,4 %	29,2 %	12,7 %	37,6 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	35,5 %	31,4 %	20,1 %	30,9 %	28,1 %	22,3 %	21,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

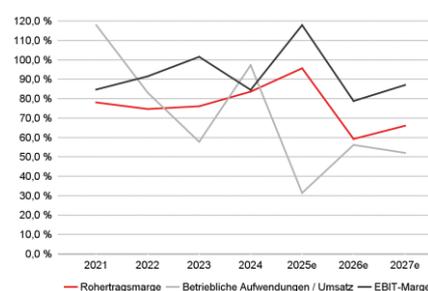
### Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

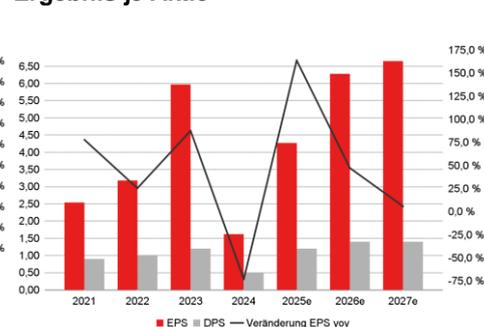


### Operative Performance

in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

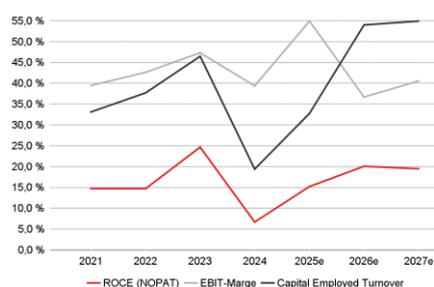
## Bilanz

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
davon übrige imm. VG	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	249,7	307,5	328,1	321,5	370,1	404,4	377,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,1	12,5	9,2	8,4	8,4	8,4	8,4
<b>Anlagevermögen</b>	<b>250,3</b>	<b>320,3</b>	<b>337,6</b>	<b>330,2</b>	<b>378,9</b>	<b>413,2</b>	<b>385,9</b>
Vorräte	160,9	130,2	143,3	215,6	110,1	176,9	168,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	35,9	43,3	37,1	44,4	33,7	66,2	62,9
Liquide Mittel	100,0	127,0	175,6	142,0	258,7	221,1	297,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	14,9	12,7	28,1	41,8	41,8	41,8	41,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>311,7</b>	<b>313,3</b>	<b>384,0</b>	<b>443,9</b>	<b>444,3</b>	<b>506,0</b>	<b>570,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>562,0</b>	<b>633,6</b>	<b>721,6</b>	<b>774,1</b>	<b>823,2</b>	<b>919,2</b>	<b>956,3</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	14,1	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Kapitalrücklage	41,9	42,1	42,1	44,3	44,3	44,3	44,3
Gewinnrücklagen	31,7	50,9	79,3	115,9	168,4	239,3	312,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-5,5	16,7	49,9	12,7	12,7	12,7	12,7
Buchwert	82,2	123,7	185,2	186,9	239,4	310,3	383,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>82,2</b>	<b>123,7</b>	<b>185,2</b>	<b>186,9</b>	<b>239,4</b>	<b>310,3</b>	<b>383,4</b>
Rückstellungen gesamt	54,3	68,7	81,6	59,4	59,4	59,4	59,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	394,0	398,9	403,8	473,3	473,1	484,4	449,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	70,0	43,2	45,0	88,0	88,0	88,0	88,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,7	9,6	17,5	16,0	12,8	26,7	25,3
Sonstige Verbindlichkeiten	24,8	32,8	33,5	38,4	38,4	38,4	38,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>479,8</b>	<b>509,9</b>	<b>536,4</b>	<b>587,2</b>	<b>583,7</b>	<b>608,9</b>	<b>572,9</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>562,0</b>	<b>633,6</b>	<b>721,6</b>	<b>774,1</b>	<b>823,2</b>	<b>919,2</b>	<b>956,3</b>

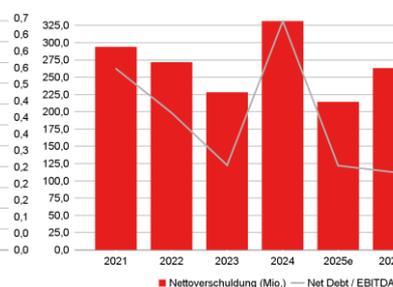
## Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	0,4 x	0,4 x	0,5 x	0,2 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x
Capital Employed Turnover	0,4 x	0,5 x	0,6 x	0,2 x	0,4 x	0,7 x	0,7 x
ROA	14,5 %	13,9 %	24,7 %	6,8 %	15,7 %	21,2 %	24,0 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	14,7 %	14,7 %	24,7 %	6,7 %	15,2 %	20,0 %	19,4 %
ROE	49,0 %	43,3 %	53,9 %	12,1 %	27,9 %	31,9 %	26,7 %
Adj. ROE	49,0 %	43,3 %	53,9 %	12,1 %	27,9 %	31,9 %	26,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	294,0	271,8	228,2	331,3	214,4	263,3	152,1
Nettofinanzverschuldung	294,0	271,8	228,2	331,3	214,4	263,3	152,1
Net Gearing	357,6 %	219,8 %	123,2 %	177,2 %	89,5 %	84,8 %	39,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	359,8 %	272,4 %	168,3 %	454,7 %	167,1 %	154,4 %	85,9 %
Buchwert je Aktie	5,7	8,8	13,3	13,3	17,1	22,1	27,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,7	8,8	13,3	13,3	17,1	22,1	27,3

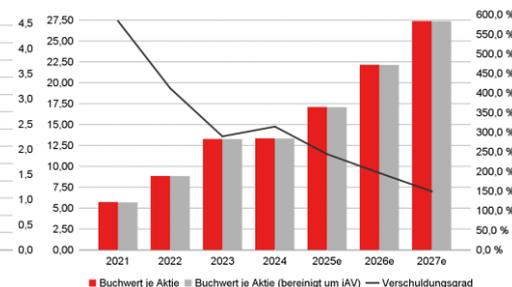
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

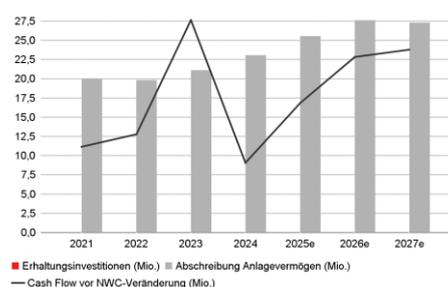
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	36,2	44,5	114,4	22,6	59,5	87,6	92,7
Abschreibung Anlagevermögen	20,0	19,8	21,1	23,1	25,5	27,6	27,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>56,2</b>	<b>64,4</b>	<b>139,3</b>	<b>45,6</b>	<b>85,0</b>	<b>115,2</b>	<b>120,0</b>
Veränderung Vorräte	-16,2	30,6	0,0	-72,4	105,5	-66,8	8,8
Veränderung Forderungen aus L+L	-15,8	-7,4	-14,8	-7,3	10,7	-32,5	3,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,3	2,9	9,8	-1,5	-3,2	13,9	-1,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	10,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-30,7	26,1	5,5	-81,2	113,0	-85,4	10,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>25,5</b>	<b>90,5</b>	<b>144,8</b>	<b>-35,5</b>	<b>198,1</b>	<b>29,8</b>	<b>130,7</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	-41,7	-22,1	-74,2	-61,9	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	-3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-45,5</b>	<b>-22,3</b>	<b>-74,2</b>	<b>-61,9</b>	<b>0,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	78,7	4,9	-18,2	69,6	-0,3	11,3	-34,6
Dividende Vorjahr	-11,4	-12,6	-14,0	-16,7	-7,0	-16,7	-19,5
Erwerb eigener Aktien	-4,1	0,0	-5,6	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	-12,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>63,2</b>	<b>-7,7</b>	<b>-49,8</b>	<b>52,8</b>	<b>-7,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>-54,1</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>88,7</b>	<b>82,8</b>	<b>49,5</b>	<b>-5,0</b>	<b>116,7</b>	<b>-37,6</b>	<b>76,5</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	168,1	182,7	175,6	127,3	208,8	171,2	247,8

## Kennzahlen

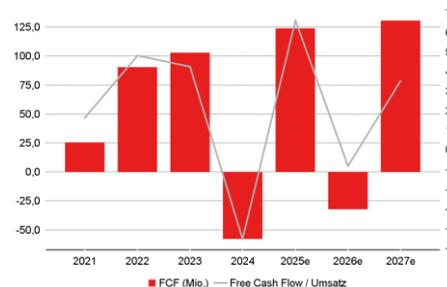
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	25,5	90,5	102,9	-57,8	123,9	-32,2	130,7
Free Cash Flow / Umsatz	16,3 %	48,2 %	42,6 %	-45,7 %	66,2 %	-8,3 %	35,3 %
Free Cash Flow Potential	73,0	81,5	123,4	59,3	105,2	136,5	141,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	70,5 %	203,2 %	123,5 %	-256,1 %	208,3 %	-36,7 %	141,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,0 %	0,7 %	3,5 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,7 %	4,3 %	5,0 %	4,4 %	4,6 %	4,8 %	4,8 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	17,3 %	17,6 %	39,6 %	15,9 %	0,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	198,1 %	96,6 %	290,3 %	224,3 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	111,6 %	94,4 %	67,6 %	160,9 %	100,2 %	44,6 %	57,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	539,1 %	452,5 %	211,5 %	277,1 %	263,1 %	247,8 %	248,5 %
Vorratumschlag	0,9 x	0,9 x	0,6 x	0,4 x	0,1 x	0,9 x	0,7 x
Receivables collection period (Tage)	84	84	56	128	66	62	62
Payables payment period (Tage)	17	30	70	65	563	61	73
Cash conversion cycle (Tage)	474	465	559	936	4.343	407	476

### Investitionen und Cash Flow

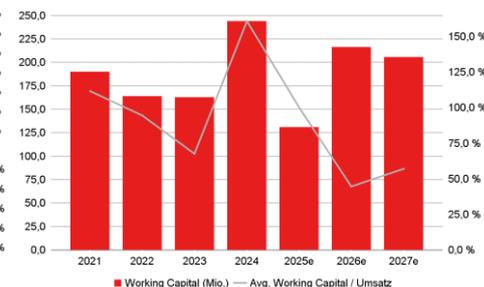
in Mio. EUR



### Free Cash Flow Generation



### Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („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 Anlageempfehlungen 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565**

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, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt 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 der Warburg Research GmbH 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 der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

**QUELLEN**

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

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M.Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

### Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research 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 Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Energiekontor	5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005313506.htm">https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005313506.htm</a>

## ANLAGEEMPFEHLUNG

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

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	141	71
Halten	47	24
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	5	3
<b>Gesamt</b>	<b>199</b>	<b>100</b>

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	36	72
Halten	10	20
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	3	6
<b>Gesamt</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ENERGIEKONTOR] AM [20.05.2025]



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**

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

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

**Stefan Augustin** +49 40 309537-168  
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

**Jan Bauer** +49 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

**Dr. Christian Ehmann** +49 40 309537-167  
BioTech, Life Science cehmann@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

**Marius Fuhrberg** +49 40 309537-185  
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

**Fabio Hölscher** +49 40 309537-240  
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

**Philipp Kaiser** +49 40 309537-260  
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com

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

**Hannes Müller** +49 40 309537-255  
Software, IT hmueller@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@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

**Simon Stippig** +49 40 309537-265  
Real Estate, Telco sstippig@warburg-research.com

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

**Robert-Jan van der Horst** +49 40 309537-290  
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Klaus Schilling** +49 69 5050-7400  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

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

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

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

**Rudolf Alexander Michaelis** +49 40 3282-2649  
Germany rmichaelis@mmwarburg.com

**Roman Alexander Niklas** +49 69 5050-7412  
Switzerland, Poland, Italy rniklas@mmwarburg.com

**Sascha Propp** +49 40 3282-2656  
France spropp@mmwarburg.com

**Leyan Ilkbahar** +49 40 3282-2695  
Roadshow/Marketing liikbahar@mmwarburg.com

**Antonia Möller** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing amoeller@mmwarburg.com

**Juliane Niemann** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

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

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

**Christian Salomon** +49 40 3282-2685  
Sales Trading csalomon@mmwarburg.com

**DESIGNATED SPONSORING**

**Sebastian Schulz** +49 40 3282-2631  
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Designated Sponsoring jtreptow@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@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](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

LSEG [www.lseg.com](http://www.lseg.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://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