

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 8,80 (alt: 8,80)

Kurs EUR 8,52
Bloomberg DRI GR
Reuters DRIG
Branche Telekommunikationsdienstleistungen

Drillisch ist ein Mobilfunk Service Provider mit Fokus auf No-Frills-Kunden.



Aktien Daten: 24.05.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 453 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 538 Mio.
Buchwert: EUR 153 Mio.
Aktienanzahl: 53,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 3,0 Mio.

Aktionäre:
 Freefloat 92,5 %
 M. Brucherseifer 7,4 %
 Fidelity (im Freefloat) 5,6 %
 SP GmbH 3,7 %
 MV GmbH 3,4 %
Termine:
 HV 27.05.11
 Zahlen Q2 12.08.11
 Zahlen Q3 11.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	374	0	384	0	396	0
EBIT	47,6	0	51,6	0	54,1	0
EPS	0,60	0	0,64	0	0,67	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 25.05.2011
 Analyst: Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130
 jreichert@warburg-research.com

Freenet-Aktienpaket - ein Dilemma für Drillisch?

Nach der Anteilsaufstockung an Freenet auf knapp über 20% sowie der Ankündigung, dass zwei Aufsichtsräte bei Freenet ihr Mandat niederlegen werden, stellt sich die Frage: Wie geht es jetzt weiter?

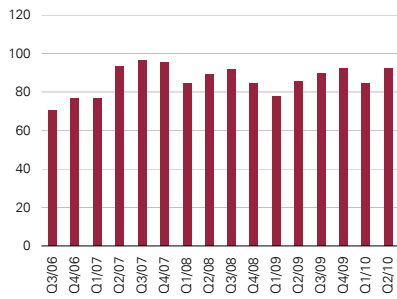
- **Freenet ist kein Finanzinvestment:** Drillisch könnte über die Hauptversammlung darauf hinwirken, dass Freenet mehr als die avisierten EUR 0,80 Dividende ausschüttet. Entsprechend würde sich die Dividendenrendite von derzeit ~10% erhöhen. Der Anteil des Freenet-Pakets am aktuellen EV (EUR 520 Mio.) von ~52% ist für eine reine Finanzbeteiligung zu groß. Grundsätzlich ist es für einen Investor lukrativer, die Freenet-Aktie direkt zu erwerben, da die Freenet-Dividendenzahlung steuerfrei ist.
- **Mitsprache bei strategischen Entscheidungen über den Aufsichtsrat (AR):** Selbst wenn es gelingt, die zwei neu zu vergebenden Aufsichtsratsmandate im Sinne von Drillisch zu besetzen, dürfte es insgesamt schwer werden, über die Aufsichtsräte Einfluss auf die Strategie von Freenet zu gewinnen. Drillisch ist zudem einer der wesentlichen Konkurrenten von Freenet. Der Betriebsrat bei Freenet hat erheblichen Einfluss und dürfte aufgrund der bewegten Vergangenheit zwischen Drillisch und Freenet wenig dazu geneigt sein, Vorstellungen von Drillisch (z.B. gemeinsamer Einkauf, Optimierung der Verkaufskanäle, etc.) umzusetzen. Freenet hat bereits bekannt gegeben, dass der Aufsichtsratsvorsitzende von Freenet Thorsten Kraemer und das Aufsichtsratsmitglied Prof. Dr. Thoma ihre Mandate zur Freenet-Hauptversammlung niederlegen werden. Zudem hat der Freenet-AR vorgeschlagen, Herrn Dr. Hartmund Schenk (derzeit amtierender AR-Vorsitzender von Drillisch) und Herrn Niclas Rauscher (Vorstandsmitglied bei BDO) als Nachfolger vorzuschlagen.
- **Das große Ziel: Zusammenführung von Freenet und Drillisch zu einem gemeinsamen Unternehmen:** Die aus WR-Sicht ökonomisch einzig sinnvolle Begründung für die Aufstockung der Anteile kann nur sein, langfristig auf ein Zusammengehen zwischen Drillisch und Freenet hinzuwirken. Dies wäre strategisch zu begrüßen, da Drillisch sich auf Internetvertriebskanäle konzentriert und Freenet auf stationäre Vertriebskanäle (insbesondere Saturn/Media Markt) fokussiert ist. Darüber hinaus sollten sich erhebliche Kostensynergien ergeben (Einkauf bei Netzbetreibern und Endgeräteherstellern, Personal, IT, Kundenbetreuung). Schließlich könnte auf den Drillisch-Gewinn sowie auf den durch Synergien zusätzlich entstehenden Gewinn eine niedrige Steuerquote von ca. 12% angesetzt werden. Jedoch kommt eine Übernahme von Freenet (durch Drillisch) nicht in Frage, da mit hoher Wahrscheinlichkeit die Verlustvorträge von Freenet verloren gehen würden. Daher bleibt als Durchführungsweg eine Gründung eines neuen Unternehmens auf das die Vermögenswerte von Drillisch und Freenet übertragen werden. Als zweite Möglichkeit könnte Freenet als Übernehmender auftreten und ein Gebot für Drillisch abgeben. Für beide Durchführungswege muss das Freenet-Management bzw. der Freenet Aufsichtsrat gewonnen werden. Dies erscheint zumindest kurzfristig noch nicht realistisch.

Damit befindet sich Drillisch (zumindest temporär) in einem Dilemma. Die Dividendenzahlung von Freenet ist zwar attraktiv, als reine Finanzbeteiligung ist das Freenet-Aktienpaket jedoch zu groß. Die ökonomisch beste Lösung – beide Gesellschaften zusammenzuführen – ist nur möglich, wenn bei Freenet Vorstand und Aufsichtsrat überzeugt werden können. Kurzfristig wird dies als unwahrscheinlich erachtet. Es wird jedoch als extrem unwahrscheinlich erachtet, dass das Management von Drillisch das Ziel einer gemeinsamen Lösung ad acta legt. Lediglich ein deutlich höheres Kursniveau der Freenetaktie könnte die Beteiligung zu einem Finanzinvestment machen, da sich Drillisch dann für einen Verkauf entscheiden könnte. Das SotP-basierte Kursziel lautet weiter EUR 8,80, das Rating Halten bleibt unverändert.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	362	350	345	363	374	384	396
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	28,1 %	-3,2 %	-1,6 %	5,2 %	3,2 %	2,7 %	3,0 %
Rohertrag	77,5	75,3	82,9	90,4	94,0	95,6	98,9
<i>Rohertragsmarge</i>	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,9 %	25,1 %	24,9 %	25,0 %
EBITDA	39,8	40,6	50,7	46,1	53,5	56,5	59,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,0 %	11,6 %	14,7 %	12,7 %	14,3 %	14,7 %	14,9 %
EBIT	34,0	33,9	44,4	40,2	47,6	51,6	54,1
<i>EBIT-Marge</i>	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	12,7 %	13,4 %	13,7 %
Jahresüberschuss	24,3	-184	106	30,8	31,7	34,2	35,9
EPS	0,66	-3,58	1,98	0,58	0,60	0,64	0,67
Free Cash Flow je Aktie	-0,21	0,75	0,94	0,69	0,68	0,65	0,68
Dividende	0,00	0,00	0,30	0,36	0,45	0,51	0,54
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	3,5 %	4,2 %	5,3 %	6,0 %	6,3 %
EV/Umsatz	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	12,2	11,9	9,6	10,5	10,0	8,9	8,4
EV/EBIT	14,2	14,3	10,9	12,0	11,3	9,8	9,2
KGV	12,9	n.m.	4,3	14,7	14,2	13,3	12,7
ROCE	12,8 %	15,0 %	24,8 %	18,9 %	21,0 %	22,0 %	24,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	7,8 %	8,0 %	11,0 %	9,1 %	9,6 %	10,8 %	11,4 %

Entwicklung Umsatz

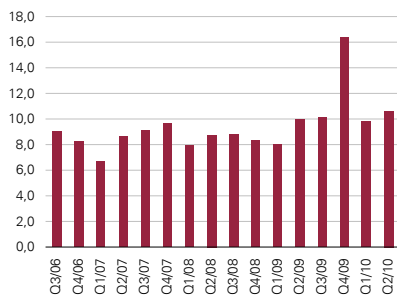
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Entwicklung EBIT

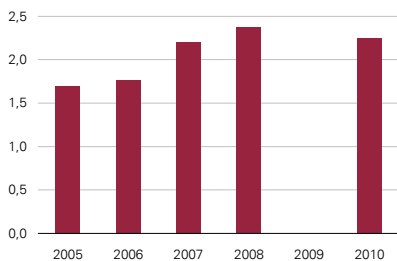
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Entwicklung Mobilfunkkunden

in Mio.



Quelle: Drillisch

Unternehmenshintergrund

Drillisch ist mit 2,2 Mio. SIM-Karten im Bestand (Marktanteil ~2%) ein Nischenplayer auf dem deutschen Mobilfunkmarkt. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Bereiche no-frills und mobiles Datengeschäft. No-frills Kunden sind Kunden, die ohne Vertragsbindung eine SIM-Karte kaufen. Die Produkte werden im Wesentlichen über Internetvertriebskanäle sowie über eine Mehrmarkenstrategie vermarktet. Im stationären Vertrieb kooperiert Drillisch mit der Rewe-Gruppe, die unter den marken ja!mobil und Penny mobil no-frills Angebote vertreibt.

Im klassischen Prepaid- und Vertragskundengeschäft ist Drillisch mit den Tochtergesellschaften Alphatel, Victorvox und Telco vertreten. Im klassischen Mobilfunkgeschäft unterhält Drillisch kein eigenes Filialnetz. Die Produkte werden im Wesentlichen über ca. 400 Vertriebspartner verkauft.

Drillisch ist als Mobilfunk Service Provider (MSP) positioniert. MSP verkaufen sowohl Mobilfunkverträge und Tarife der vier Netzbetreiber als auch eigene Produkte und Tarife über eigene Vertriebskanäle. Die MSP-Provider haben einen Marktanteil von ca. 18% bzw. ca. 19 Mio. SIM-Karten. Da MSP über kein eigenes Netz verfügen, haben sie Verträge mit den vier Netzbetreibern und kaufen dort Minuten ein.

Das MSP-Geschäftsmodell hat folgende Vorteile:

- Das MSP-Geschäftsmodell ist regulatorisch geschützt. Preisdiskriminierung seitens der Netzbetreiber ist faktisch nicht möglich.
- Auf Grund der netzunabhängigen Strategie keine Erhaltungsinvestitionen in Infrastruktur.
- Mobilfunkminuten müssen nicht auf eigenes Risiko gekauft werden.

Neben dem operativen Geschäft hält Drillisch derzeit 15,5 Mio. Freenet-Aktien, die eine wesentliche Wertkomponente darstellen.

Wettbewerbsqualität

- Mobilfunk Service Provider Geschäftsmodelle sind regulatorisch geschützt. Preisdiskriminierung seitens der Netzbetreiber ist nicht möglich.
- Auf Basis einer selbstentwickelten Software-Plattform kann Drillisch schnell auf Marktveränderungen reagieren und neue Mobilfunkmarken und Tarife einführen.
- Die Kundenakquisitionskosten für no-frills-Kunden sind gering. Daher wird mit no-frills-Kunden bereits ab dem ersten Monat ein ROI erzielt.
- Drillisch hat kein Filialnetz. Der Vertrieb läuft über Vertriebspartner sowie über das Internet. Dadurch sind effiziente Kostenstrukturen möglich.

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	362	350	345	363	374	384	396
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	1,5	2,0
Gesamtleistung	363	352	347	365	376	386	398
Materialaufwand	286	277	264	274	282	290	299
Rohertrag	77,5	75,3	82,9	90,4	94,0	95,6	98,9
Personalaufwendungen	21,0	19,5	21,4	23,9	21,7	22,3	22,9
Sonstige betriebliche Erträge	16,4	3,0	10,2	2,6	2,6	2,7	2,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,1	18,2	21,0	23,0	21,4	19,5	19,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	39,8	40,6	50,7	46,1	53,5	56,5	59,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
EBITA	38,6	39,2	49,7	45,2	52,6	55,6	58,1
Abschreibungen auf iAV	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	4,0	4,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	34,0	33,9	44,4	40,2	47,6	51,6	54,1
Zinserträge	1,3	1,4	1,9	0,8	0,3	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	7,6	5,2	4,5	2,0	2,0	2,5	2,5
Finanzergebnis	-6,3	-206	66,5	2,2	-1,7	-2,1	-2,1
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	27,7	-172	111	42,5	45,9	49,5	52,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	27,7	-172	111	42,5	45,9	49,5	52,0
Steuern gesamt	3,4	11,7	9,7	11,6	14,2	15,3	16,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	24,3	-184	101	30,8	31,7	34,2	35,9
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	24,3	-184	106	30,8	31,7	34,2	35,9
Minority interest	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	24,3	-184	106	30,8	31,7	34,2	35,9

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %
Gesamtleistung	100,5 %	100,6 %	100,6 %	100,6 %	100,5 %	100,4 %	100,5 %
Materialaufwand	79,0 %	79,1 %	76,5 %	75,6 %	75,4 %	75,5 %	75,5 %
Rohertrag	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,9 %	25,1 %	24,9 %	25,0 %
Personalaufwendungen	5,8 %	5,6 %	6,2 %	6,6 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,5 %	0,9 %	3,0 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,2 %	5,2 %	6,1 %	6,4 %	5,7 %	5,1 %	5,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	11,0 %	11,6 %	14,7 %	12,7 %	14,3 %	14,7 %	14,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
EBITA	10,7 %	11,2 %	14,4 %	12,5 %	14,1 %	14,5 %	14,7 %
Abschreibungen auf iAV	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,0 %	1,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	12,7 %	13,4 %	13,7 %
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwendungen	2,1 %	1,5 %	1,3 %	0,6 %	0,5 %	0,7 %	0,6 %
Finanzergebnis	-1,8 %	-58,9 %	19,3 %	0,6 %	-0,5 %	-0,6 %	-0,5 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,7 %	12,3 %	12,9 %	13,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,7 %	12,3 %	12,9 %	13,2 %
Steuern gesamt	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,2 %	3,8 %	4,0 %	4,1 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,7 %	-52,6 %	29,4 %	8,5 %	8,5 %	8,9 %	9,1 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,7 %	-52,6 %	30,7 %	8,5 %	8,5 %	8,9 %	9,1 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	6,7 %	-52,6 %	30,6 %	8,5 %	8,5 %	8,9 %	9,1 %

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Drillisch

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	85,7	82,3	81,3	78,5	76,0	75,0	74,0
davon übrige imm. VG	19,3	15,9	13,5	11,3	8,8	7,8	6,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	66,4	66,4	66,4	67,2	67,2	67,2	67,2
Sachanlagen	1,9	1,7	1,3	1,3	1,9	2,5	3,1
Finanzanlagen	152	52,2	146	123	173	173	173
Anlagevermögen	240	136	229	203	251	250	250
Vorräte	10,6	5,6	6,3	7,7	8,0	8,2	8,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	33,6	24,7	33,4	28,4	29,7	30,5	31,4
Sonstige Vermögensgegenstände	17,1	11,3	10,2	8,3	10,7	10,7	10,7
Liquide Mittel	84,7	4,3	26,9	27,6	36,9	n.a.	6,2
Umlaufvermögen	146	45,9	76,8	72,0	85,3	46,8	56,7
Bilanzsumme (Aktiva)	386	182	305	275	336	297	307
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	58,5	54,7	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5
Kapitalrücklage	128	120	127	127	127	127	127
Gewinnrücklagen	31,1	31,1	31,1	31,1	-64,0	-56,2	-49,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	15,7	-174	-68,0	-75,9	31,7	34,2	35,9
Buchwert	234	31,7	148	140	153	163	172
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Eigenkapital	234	31,7	148	140	153	163	172
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Rückstellungen gesamt	10,7	4,2	3,1	11,2	11,2	11,2	11,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	87,9	96,5	80,0	58,1	101	50,6	50,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	14,4	7,9	27,5	24,8	28,7	29,5	30,3
Sonstige Verbindlichkeiten	39,4	41,8	46,7	40,1	42,5	42,5	42,5
Verbindlichkeiten	152	150	157	134	183	134	135
Bilanzsumme (Passiva)	386	182	305	275	336	297	307

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Drillisch

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22,2 %	45,2 %	26,6 %	28,6 %	22,6 %	25,2 %	24,1 %
davon übrige imm. VG	5,0 %	8,7 %	4,4 %	4,1 %	2,6 %	2,6 %	2,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,2 %	36,4 %	21,8 %	24,5 %	20,0 %	22,6 %	21,9 %
Sachanlagen	0,5 %	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,8 %	1,0 %
Finanzanlagen	39,5 %	28,7 %	47,8 %	44,7 %	51,4 %	58,2 %	56,4 %
Anlagevermögen	62,2 %	74,8 %	74,8 %	73,8 %	74,6 %	84,3 %	81,5 %
Vorräte	2,7 %	3,1 %	2,1 %	2,8 %	2,4 %	2,8 %	2,7 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,7 %	13,6 %	11,0 %	10,4 %	8,8 %	10,3 %	10,2 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,4 %	6,2 %	3,3 %	3,0 %	3,2 %	3,6 %	3,5 %
Liquide Mittel	21,9 %	2,4 %	8,8 %	10,1 %	11,0 %	n.a.	2,0 %
Umlaufvermögen	37,8 %	25,2 %	25,2 %	26,2 %	25,4 %	15,8 %	18,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	15,2 %	30,0 %	19,2 %	21,3 %	17,4 %	19,7 %	19,1 %
Kapitalrücklage	33,3 %	65,6 %	41,4 %	46,1 %	37,6 %	42,6 %	41,3 %
Gewinnrücklagen	8,1 %	17,1 %	10,2 %	11,3 %	-19,0 %	-18,9 %	-16,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	-27,7 %	9,4 %	11,5 %	11,7 %
Buchwert	60,5 %	17,4 %	48,5 %	51,1 %	45,4 %	54,9 %	56,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Eigenkapital	60,5 %	17,4 %	48,5 %	51,1 %	45,5 %	54,9 %	56,1 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3 %	0,5 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	2,8 %	2,3 %	1,0 %	4,1 %	3,4 %	3,8 %	3,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	22,8 %	53,0 %	26,2 %	21,2 %	30,0 %	17,1 %	16,5 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,7 %	4,3 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	9,9 %	9,9 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10,2 %	22,9 %	15,3 %	14,6 %	12,6 %	14,3 %	13,9 %
Verbindlichkeiten	39,5 %	82,6 %	51,5 %	48,9 %	54,5 %	45,1 %	43,9 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Drillisch

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	24,3	-184	106	31,0	31,7	34,2	35,9
Abschreibung Anlagevermögen	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	4,0	4,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-23,2	214	-78,8	5,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	6,9	36,4	33,1	41,4	37,6	39,1	40,8
Veränderung Vorräte	-4,5	5,0	-0,7	-1,4	-0,3	-0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,2	8,9	-8,7	5,0	-1,3	-0,8	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,6	-7,7	30,1	-3,5	3,9	0,8	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	4,6	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	6,2	20,8	-0,6	2,4	-0,2	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,4	42,6	53,9	40,8	39,9	38,9	40,5
CAPEX	-13,2	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0	-4,5	-4,5
Zugänge aus Akquisitionen	-41,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-43,9	-123	-21,4	-0,3	-50,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	52,4	14,3	0,8	3,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-46,3	-113	-24,5	-1,2	-54,0	-4,5	-4,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-11,7	7,6	-16,5	-22,9	42,6	-50,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-5,2	0,0	-16,0	-19,1	-23,9	-27,1
Erwerb eigener Aktien	2,5	0,0	9,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	126	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	117	-10,2	-6,8	-38,9	23,4	-73,9	-27,1
Veränderung liquide Mittel	75,6	-80,3	22,6	0,8	9,4	-39,6	8,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	84,7	4,3	26,9	27,7	36,9	-2,6	6,2

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Drillisch

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,5 %	89,0 %	85,9 %	87,8 %	86,2 %	85,7 %	85,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	966.639	997.482	984.391	1.035.689	1.068.571	1.097.143	1.130.057
EBITDA je Mitarbeiter	106.393	115.670	144.857	131.714	152.857	161.429	168.571
EBIT-Marge	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	12,7 %	13,4 %	13,7 %
EBITDA / Operating Assets	267,7 %	480,4 %	-398,1 %	-358,8 %	-366,2 %	-409,2 %	-457,1 %
ROA	10,1 %	-135,1 %	46,2 %	15,3 %	12,6 %	13,7 %	14,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	187	206	270	285	200	155	129
Operating Assets Turnover	24,3	41,4	-27,1	-28,2	-25,6	-27,8	-30,6
Capital Employed Turnover	1,1	2,7	1,5	1,8	1,5	1,8	1,8
Kapitalverzinsung							
ROCE	12,8 %	15,0 %	24,8 %	18,9 %	21,0 %	22,0 %	24,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	14,9 %	18,0 %	28,3 %	21,5 %	23,6 %	24,1 %	27,0 %
ROE	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	22,1 %	20,7 %	20,9 %	20,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	21,5 %	21,6 %	21,6 %	21,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	21,5 %	21,6 %	21,6 %	21,4 %
ROIC	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	14,7 %	11,8 %	15,0 %	15,2 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	3,2	92,2	53,1	30,5	63,7	53,3	44,4
Net Gearing	1,4 %	290,6 %	35,9 %	21,7 %	41,7 %	32,7 %	25,8 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	265,9 %	32,9 %	185,1 %	241,7 %	151,9 %	322,1 %	339,4 %
Current ratio	2,2	0,6	0,8	1,1	1,2	0,6	0,8
Acid Test Ratio	1,7	0,5	0,7	0,8	0,9	0,5	0,6
EBITDA / Zinsaufwand	5,2	7,9	11,4	23,2	26,8	22,6	23,6
Netto Zinsdeckung	5,4	8,9	17,3	33,5	28,0	24,6	25,8
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-7,7	38,7	50,0	36,8	35,9	34,4	36,0
Free Cash Flow / Umsatz	-2,1 %	11,1 %	14,5 %	10,2 %	9,6 %	8,9 %	9,1 %
Adj. Free Cash Flow	37,8	38,6	53,1	44,1	51,5	54,5	57,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	6,6 %	10,0 %	8,4 %	9,4 %	9,5 %	9,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-31,8 %	-21,0 %	47,4 %	118,9 %	113,5 %	100,6 %	100,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,9 %	3,1 %	12,1 %	2,9 %	0,9 %	2,3 %	22,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,2 %	5,6 %	5,0 %	2,9 %	2,5 %	3,3 %	4,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	15,8 %	61,8 %	75,6 %	79,4 %	80,1 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	15,8 %	36,3 %	7,3 %	1,2 %	14,4 %	1,2 %	1,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	990,5 %	1896,6 %	402,1 %	72,3 %	915,3 %	91,8 %	91,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	2,7 %	3,4 %	-1,1 %	-3,9 %	-4,1 %	-4,3 %	-4,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	234,1 %	312,3 %	121,4 %	114,8 %	103,5 %	103,4 %	103,6 %
Inventory processing period (Tage)	10,7	5,8	6,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Receivables collection period (Tage)	33,9	25,8	35,4	28,6	29,0	29,0	29,0
Payables payment period (Tage)	14,5	8,3	29,2	28,0	28,0	28,0	28,0
Cash conversion cycle (Tage)	13,1	7,0	-14,8	-17,3	-16,1	-15,5	-14,7
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	3,5 %	4,2 %	5,3 %	6,0 %	6,3 %
P/B	1,9	14,3	3,1	3,2	3,0	2,8	2,6
EV/sales	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	12,2	11,9	9,6	10,5	10,0	8,9	8,4
EV/EBIT	14,2	14,3	10,9	12,0	11,3	9,8	9,2
EV/FCF	n.m.	12,5	9,7	13,2	15,0	14,7	13,9
P/E	12,9	n.m.	4,3	14,7	14,2	13,3	12,7
P/CF	65,6	12,4	13,7	10,9	12,1	11,6	11,1
Adj. Free Cash Flow Yield	1,4 %	7,5 %	6,8 %	8,5 %	7,0 %	7,7 %	8,2 %

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	24,3	-184,1	105,6	31,0	31,7	34,2	35,9
+ Abschreibung + Amortisation	5,8	6,7	6,3	5,7	5,9	4,9	4,9
- Zinsergebnis (netto)	-6,3	-206,2	66,5	2,2	-1,7	-2,1	-2,1
+ Steuern	3,4	11,7	9,7	11,6	14,2	15,3	16,1
- Erhaltungsinvestitionen	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	37,8	38,6	53,1	44,1	51,5	54,5	57,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	7,8%	8,0%	11,0%	9,1%	9,6%	10,7%	11,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	484,5	484,5	484,5	484,5	537,7	507,2	498,4
= Fairer Enterprise Value	377,9	386,0	530,6	441,0	515,0	545,0	570,0
- Nettoverschuldung (Cash)	30,5	30,5	30,5	30,5	63,7	53,3	44,4
- Pensionsverbindlichkeiten	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
- Sonstige	0,2	0,2	0,2	0,2	20,2	0,2	0,2
= Faire Marktkapitalisierung	346,7	354,8	499,5	409,8	430,6	491,0	524,9
Aktienanzahl (Mio.)	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	6,52	6,67	9,39	7,70	8,10	9,23	9,87
Premium (-) / Discount (+) in %	-23,5%	-21,7%	10,2%	-9,6%	-5,0%	8,3%	15,8%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	4,88	5,00	7,09	5,79	5,86	6,87	7,40
	12,0%	5,33	5,46	7,73	6,32	6,48	7,52	8,08
Fairer	11,0%	5,87	6,01	8,48	6,95	7,22	8,30	8,89
Free Cash Flow	10,0%	6,52	6,67	9,39	7,70	8,10	9,23	9,87
Yield	9,0%	7,31	7,48	10,50	8,63	9,17	10,37	11,06
	8,0%	8,30	8,49	11,88	9,78	10,52	11,79	12,55
	7,0%	9,56	9,78	13,67	11,26	12,25	13,62	14,46

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	374,0	384,0	395,5	405,4	413,5	421,8	430,2	434,5	438,9	443,3	447,7	452,2	456,7	461,3
Veränderung	3,2%	2,7%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	47,6	51,6	54,1	42,6	41,4	42,2	43,0	43,5	39,5	35,5	35,8	27,1	27,4	27,7
EBIT-Marge	12,7%	13,4%	13,7%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Steuerquote	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
NOPAT	32,8	35,6	37,3	29,4	28,5	29,1	29,7	30,0	27,3	24,5	24,7	18,7	18,9	19,1
Abschreibungen	5,9	4,9	4,9	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6
in % vom Umsatz	1,6%	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2,4	-0,2	-0,3	-20,0	-2,1	-2,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-4,0	-4,5	-4,5	-4,1	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6
Investitionsquote	1,1%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,5	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)	37,1	35,8	37,4	8,8	26,4	26,9	29,5	29,9	27,2	24,4	24,6	18,6	18,8	19,0

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,13
Fremdkapitalzins	4,0%	WACC	8,93%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	239,5		
Terminal Value	71,5		
Verbindlichkeiten	-29,0		
Liquide Mittel	150,0	Aktienzahl (Mio.)	53,19
Eigenkapitalwert	432,0	Wert je Aktie (EUR)	8,12

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

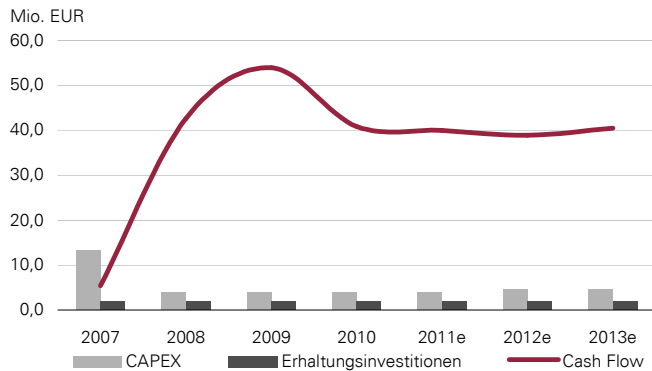
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
9,93%	7,61	7,63	7,66	7,68	7,71	7,74	7,77
9,43%	7,80	7,83	7,86	7,89	7,92	7,96	8,00
9,18%	7,91	7,94	7,97	8,00	8,04	8,08	8,12
8,93%	8,02	8,05	8,08	8,12	8,16	8,20	8,24
8,68%	8,13	8,17	8,21	8,25	8,29	8,33	8,38
8,43%	8,25	8,29	8,33	8,38	8,42	8,47	8,52
7,93%	8,52	8,56	8,61	8,66	8,72	8,78	8,84

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,93%	6,74	7,05	7,37	7,68	8,00	8,31	8,63
9,43%	6,90	7,23	7,56	7,89	8,22	8,55	8,88
9,18%	6,99	7,33	7,66	8,00	8,34	8,68	9,02
8,93%	7,08	7,43	7,77	8,12	8,47	8,82	9,16
8,68%	7,17	7,53	7,89	8,25	8,60	8,96	9,32
8,43%	7,28	7,64	8,01	8,38	8,74	9,11	9,48
7,93%	7,50	7,88	8,27	8,66	9,05	9,44	9,83

Quelle: Warburg Research

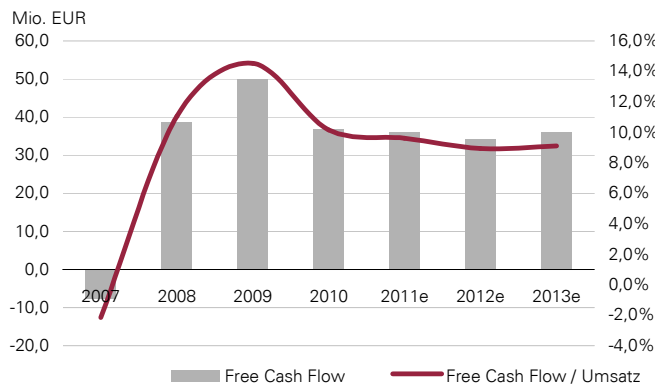
Investitionen und Cash Flow - Drillisch



Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

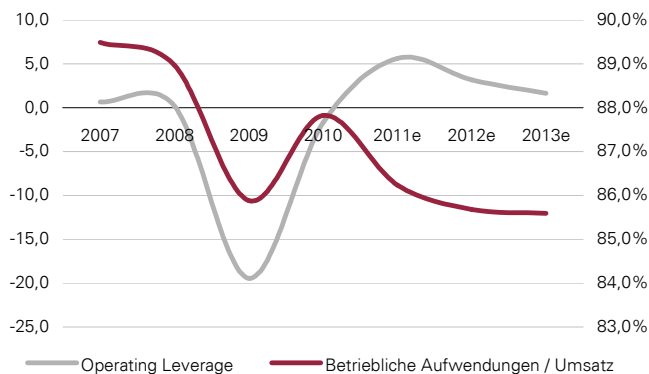
Free Cash Flow Generation - Drillisch



Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

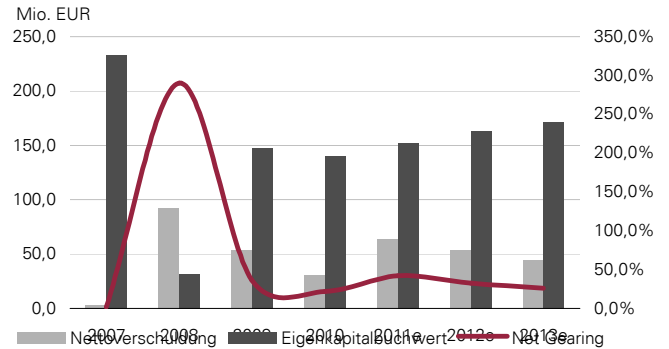
Operating Leverage - Drillisch



Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

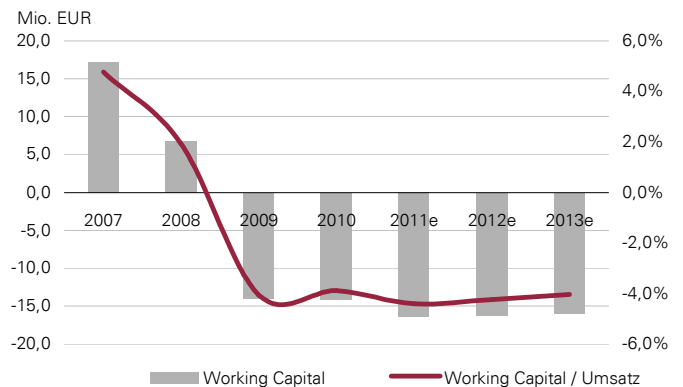
Bilanzqualität - Drillisch



Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Nach Verwerfungen auf Grund des Freenet-Aktienpakets hat sich die Bilanzqualität deutlich verbessert: hohe Ertragskraft im Kerngeschäft; Stabilisierung von Freenet

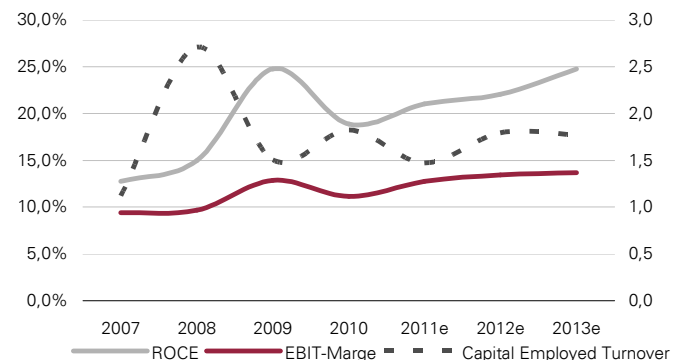
Working Capital - Drillisch



Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Kundenvorauszahlungen führen zu neg. Working Capital

ROCE Entwicklung - Drillisch



Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- ROCE von >15%

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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

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

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

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

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

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

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

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

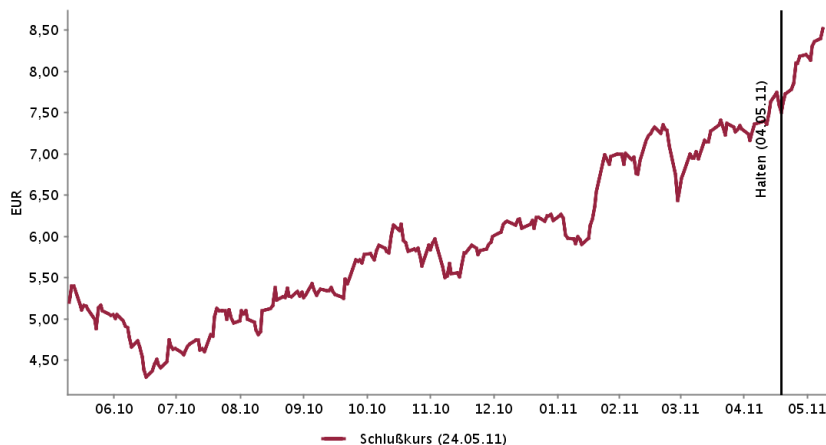
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	66%
Halten	53	30%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	174	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	102	69%
Halten	41	28%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	148	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Drillisch AG am 25.05.11**



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
		Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
		Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com