

**Kaufen** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 9,65** (alt: 8,40)

**Kurs** EUR 7,81  
**Bloomberg** DRI GR  
**Reuters** DRIG  
**Branche** Telecom/Internet

**Drillisch ist ein Mobilfunk Service Provider mit dem Schwerpunkt auf "unbundled data" und "unbundled voice" Tarifen. Der Vertrieb erfolgt hauptsächlich über das Internet.**



Aktien Daten: 04.08.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 415 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 506 Mio.  
**Buchwert:** EUR 145 Mio.  
**Aktienanzahl:** 53,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 2,6 Mio.

**Aktionäre:**  
 Freefloat 92,5 %  
 M. Brucherseifer 7,4 %  
 Fidelity (im Freefloat) 5,6 %  
 MV GmbH 3,5 %  
 SP GmbH 3,7 %

**Termine:**  
 Zahlen Q2 12.08.11  
 Zahlen Q3 11.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	374	-11,2	384	-11,7	396	-12,8
EBIT	47,6	0,0	51,6	0	54,1	0
EPS	0,60	0	0,64	0	0,67	0

**Neues Rating Kaufen, Kursziel auf EUR 9,60 erhöht (alt: EUR 8,40); Dividendenrendite > 9%**

**Vorläufige Zahlen:** Erneut starke operative Performance in Q2 2011: EBITDA wurde um +9% yoy auf EUR 13,2 Mio. erhöht (WRe: EUR 12,8 Mio.) **Die Aktie wird auf Kaufen mit einem Kursziel von EUR 9,60 heraufgestuft. Während der letzten Jahre hat das Drillisch Management das Unternehmen erfolgreich umgewandelt:** In der Vergangenheit war Drillisch ein Mobilfunkanbieter (MSP) alten Stils mit Fokus auf das sogenannte Prepaid Bundle-Geschäft. Heute ist das Unternehmen ein erfolgreicher Nischenanbieter, der unabhängig von den Preissystemen der Mobilfunknetzbetreiber (MNO) eigene mobile Voice- und Datentarife vertreibt. Folglich wuchs das EBITDA zwischen den Geschäftsjahre 2005 bis 2010e um ca. 11% p.a. (CAGR%).

**Seit einigen Monaten hat das Unternehmen nach eigenen Angaben die nächste Übergangsstufe betreten:** Drillisch hat zwei neue Verträge (O2, Vodafone) über den Kauf von Daten- und Voice-Verkehr ausgehandelt und konnte wesentlich besser Konditionen erzielen. Ein MSP generiert üblicherweise eine Bruttomarge von 30% auf die Serviceerlöse. Darüber hinaus zahlt ein MNO Provisionen für neue Kunden. Bei den neuen Verträgen sollte die Bruttomarge ca. 50% betragen und Provisionszahlungen fallen nicht an.

**Mit der neuen Strategie sieht das Management die Möglichkeit einer Erhöhung der EBITDA-Marge um bis zu 20%** (2005: 8,2%; 2010: 12,7%, 2011e: 15,4%) innerhalb der nächsten zwei Jahre. Das Werkzeug zum Erreichen dieser Zahl ist eine Umpositionierung des Gros der Postpaid-Kunden (1,2 Mio.). Diese sind derzeit hauptsächlich bei der Marke "Simply" zu finden (WRe: 900.000 Kunden; T-Mobile-Netz). Das Management will die Simply-/T-Mobile-Kunden auf Tarife verlagern, die auf den O2- oder Vodafone-Netzen basieren. Außerdem sollen Neukunden hauptsächlich zu den Marken gelenkt werden, die mit O2 oder Vodafone arbeiten. **Bisher wird die Ausweitung der EBITDA-Marge noch nicht in unserem DCF-Modell reflektiert: (1)** United Internet hat einen ähnlich attraktiven Vertrag mit Vodafone. Zurzeit konzentriert sich UI auf Kunden mit hohen ARPUs (> EUR 30) und Data Only-Kunden. Nach einer Phase mit anfänglich hohem Wachstum könnte UI den Bereich der niedrigen ARPUs betreten und mit Drillisch im Wettbewerb stehen. **(2)** Der Mobilfunkmarkt hat fast keine Eintrittsbarrieren, sodass ein starker Wettbewerb vorherrscht. **(3)** Media Markt und Saturn beginnt mit dem E-Commerce-Geschäft. Damit könnte Freenet die Möglichkeit erhalten, ihre Internetvertriebskanäle voranzutreiben. **(4)** Drillisch verkauft Datenpakete von 200 MB je Monat für ca. EUR 10. Kunden fragen im Durchschnitt allerdings nach einem monatlichen Volumen von nur 160 MB, sodass das Unternehmen einen zusätzlichen Gewinn mit den restlichen 40 MB macht. Diese Lücke könnte sich im Laufe der Zeit schließen.

Aufgrund der erfolgreichen ersten Umwandlung des Unternehmens zwischen 2004 und 2010 und durch den Wettbewerbsvorteil auf Basis seiner überlegenen MNO-Verträge, ändern wir unsere Einschätzung und gewähren dem Unternehmen Vertrauen. Im Gegensatz zu unserer alten Perspektive erwarten wir, dass die EBITDA-Marge in den kommenden Jahren steigt. Die Höchstmarge von 19% wird im Geschäftsjahr 2014e erreicht. Im Anschluss daran nimmt sie im Zeitablauf auf ein Steady-State-Margenniveau von 11% ab. Beim Umsatz erwarten wir eine CAGR-Wachstumsrate von 1% p.a. ab 2013e. **Der DCF-Ansatz** (inkl. Freenet-Anteil mit einem fairen Wert von EUR 10,70) **ergibt einen fairen Wert von EUR 11,60 je Aktie.**

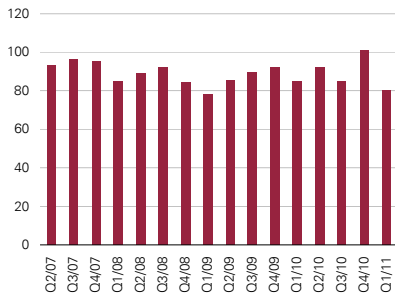
Im Gegensatz zum Kurspotenzial von 65% auf DCF-Ebene, liegt der EV/EBITDA 2011e (ohne Freenet-Anteil und ohne Schulden von EUR 70 Mio.) nach dem starken Rückgang der letzten Tage 4x, d.h. auf demselben Niveau wie Freenet und etablierte europäische Betreiber. Die **SOTP-Bandbreite** (operatives Geschäft: 5x - 6x EBITDA 2013e; freenet-Anteil: EUR 7,10 bis EUR 10,70 je Aktie) **liegt zwischen EUR 6,60 bis EUR 10,50.** Wir sind der Ansicht, dass das Management die EBITDA-Marge deutlich ausweiten kann und zwar auf Basis (1) seiner neuen MNO-Verträge und (2) des Wechsels von "Simply"-Kunden zu Drillisch-Marken die unter den neuen MNO-Verträgen laufen. Die Expansion wird wahrscheinlich etwas mehr Zeit in Anspruch nehmen, als die Mangement-Vorgabe (2013e). Das Kursziel wird jedoch auf EUR 9,60 erhöht (SotP, operatives Geschäft 6x EV/EBITDA, freenet-Anteil mit EUR 9,54). Das Rating wird von Halten auf Kaufen mit einem Kurspotenzial von 34% gestuft. Eine erwartete Dividendenrendite von > 9% sollte unsere Kaufempfehlung stützen.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	362	350	345	363	332	339	345
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	28,1 %	-3,2 %	-1,6 %	5,2 %	-8,4 %	2,1 %	1,8 %
<b>Rohrertrag</b>	77,5	75,3	82,9	90,4	91,6	96,4	98,6
<i>Rohrertragsmarge</i>	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,9 %	27,6 %	28,4 %	28,6 %
<b>EBITDA</b>	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 %	16,1 %	16,7 %	17,1 %
<b>EBIT</b>	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 %	14,3 %	15,2 %	15,7 %
<b>Jahresüberschuss</b>	24,3	-184	106	30,8	31,7	34,2	35,9
<b>EPS</b>	0,66	-3,58	1,98	0,58	0,60	0,64	0,67
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,21	0,75	0,94	0,69	0,69	0,65	0,68
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,30	0,50	0,65	0,75	0,75
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	3,8 %	6,4 %	8,3 %	9,6 %	9,6 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,2	1,3	1,3	1,2	1,5	1,4	1,4
<b>EV/EBITDA</b>	11,2	11,0	8,8	9,7	9,5	8,3	7,9
<b>EV/EBIT</b>	13,1	13,2	10,1	11,1	10,6	9,0	8,6
<b>KGV</b>	11,8	n.m.	3,9	13,5	13,0	12,2	11,7
<b>ROCE</b>	12,8 %	15,0 %	24,8 %	18,9 %	21,4 %	23,3 %	27,9 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	8,5 %	8,6 %	11,9 %	9,9 %	10,2 %	11,7 %	12,2 %

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 05.08.2011  
 Analyst: Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130  
 jreichert@warburg-research.com

**Entwicklung Umsatz**

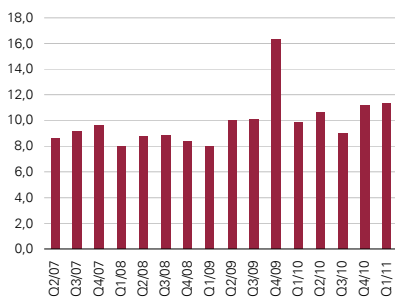
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung EBIT**

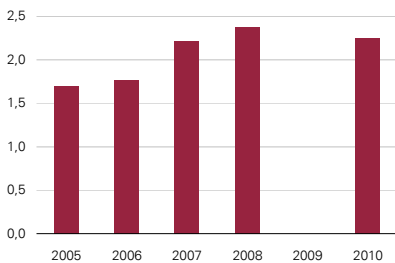
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung Mobilfunkkunden**

in Mio.



Quelle: Drillisch

**Unternehmenshintergrund**

Drillisch ist ein Mobilfunk Service Provider (MSP) mit 2,42 Mio. SIM-Karten im Bestand (Marktanteil ~2%).

Das Unternehmen ist auf Angebote in den Bereichen „unbundled voice“ und „unbundled mobile data“ konzentriert. Hierbei handelt es sich um Tarifangebote losgelöst von Netzbetreiber-Tarifen. Die Angebote werden auch als „Discount“- und „no-frills“-Tarife bezeichnet. Neben den Preisvorteilen sind die Tarife i.d.R. mit keinen oder nur sehr kurzen (4 Wochen) Vertragslaufzeiten verbunden. Das sind Tarife, die nicht zwingend an einen Netzbetreiber sowie an lange Vertragslaufzeiten mit Mindestgebühren gekoppelt sind.

Die Strategie und Wettbewerbsqualität von Drillisch beruht auf den folgenden Pfeilern:

- **Trennung von Netz und Tarif - Tarif im Vordergrund:** Bei Drillisch steht bei den wesentlichen Produkten der Tarif und die eigene Marke im Vordergrund. Je nach Einkaufskonditionen, Qualität des Netzes, verfügbares Datenvolumen wählt Drillisch das optimale Netz für einen bestimmten Tarif aus.
- **Mehrmarkenstrategie:** Drillisch hat ein breites Portfolio an Marken. Damit können zum einen Tarife spezifisch für bestimmte Kundengruppen maßgeschneidert werden. Zum anderen kann Drillisch auf Basis des Markenportfolios Preisdifferenzierung betreiben und so optimal Kundenwachstum und operative Entwicklung optimal aussteuern.
- **Fokus auf Internetvertriebskanäle:** Die Produkte der Kernmarken von Drillisch werden hauptsächlich über eigene Internetplattformen vertrieben. Damit muss kein teures Händlernetz unterhalten werden.
- **Plattformansatz:** Mittelpunkt der Wettbewerbsqualität stellt die zentrale Software-Plattform von Drillisch dar. Über diese lassen sich schnell neue Tarife und Produkte gestalten, die Qualität und Bonität der Kunden messen und das Billing durchführen.
- **Hervorragende Einkaufskonditionen:** Drillisch dürfte zumindest bei einem der vier Netzbetreiber deutlich bessere Einkaufskonditionen für mobile Data haben als vergleichbare Konkurrenten. Dies erlaubt, bessere Preise anzubieten und höhere Margen zu erzielen.

## SOTP Valuation Drillisch

	scenario 1	scenario 2	scenario 3
<b>Valuation operating business EBITDA 2013e: EUR 59m</b>			
fair EV/EBITDA multiple	5x	6x	7x
<b>fair value operating business</b>	<b>295,0</b>	<b>354,0</b>	<b>413,0</b>
<b>Valuation Freenet stake (22%)</b>	current market price	PT for freenet	PT for freenet
share price / fair value freenet in EUR	7,1	10,7	10,7
number of shares in m	28,2	28,2	28,2
<b>value freenet stake</b>	<b>199,9</b>	<b>301,3</b>	<b>301,3</b>
<b>Fair EV</b>	<b>494,9</b>	<b>655,3</b>	<b>714,3</b>
<b>Net Debt</b>	<b>135,0</b>	<b>135,0</b>	<b>136,0</b>
<b>Fair Market Cap</b>	<b>359,9</b>	<b>520,3</b>	<b>578,3</b>
number of outstanding Drillisch shares	53,9	53,9	53,9
<b>fair value per Drillisch share in EUR</b>	<b>6,68</b>	<b>9,65</b>	<b>10,73</b>

Sources: Drillisch (historical data), Warburg Research (estimates)

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>362</b>	<b>350</b>	<b>345</b>	<b>363</b>	<b>332</b>	<b>339</b>	<b>345</b>
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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>363</b>	<b>352</b>	<b>347</b>	<b>365</b>	<b>334</b>	<b>341</b>	<b>347</b>
Materialaufwand	286	277	264	274	242	244	248
<b>Rohertrag</b>	<b>77,5</b>	<b>75,3</b>	<b>82,9</b>	<b>90,4</b>	<b>91,6</b>	<b>96,4</b>	<b>98,6</b>
Personalaufwendungen	21,0	19,5	21,4	23,9	22,9	23,1	23,1
Sonstige betriebliche Erträge	16,4	3,0	10,2	2,6	2,3	2,4	2,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,1	18,2	21,0	23,0	17,6	19,2	18,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>39,8</b>	<b>40,6</b>	<b>50,7</b>	<b>46,1</b>	<b>53,5</b>	<b>56,5</b>	<b>59,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>EBITA</b>	<b>38,6</b>	<b>39,2</b>	<b>49,7</b>	<b>45,2</b>	<b>52,6</b>	<b>55,6</b>	<b>58,1</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>34,0</b>	<b>33,9</b>	<b>44,4</b>	<b>40,2</b>	<b>47,6</b>	<b>51,6</b>	<b>54,1</b>
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
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>27,7</b>	<b>-172</b>	<b>111</b>	<b>42,5</b>	<b>45,9</b>	<b>49,5</b>	<b>52,0</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>27,7</b>	<b>-172</b>	<b>111</b>	<b>42,5</b>	<b>45,9</b>	<b>49,5</b>	<b>52,0</b>
Steuern gesamt	3,4	11,7	9,7	11,6	14,2	15,3	16,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>24,3</b>	<b>-184</b>	<b>101</b>	<b>30,8</b>	<b>31,7</b>	<b>34,2</b>	<b>35,9</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>24,3</b>	<b>-184</b>	<b>106</b>	<b>30,8</b>	<b>31,7</b>	<b>34,2</b>	<b>35,9</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>24,3</b>	<b>-184</b>	<b>106</b>	<b>30,8</b>	<b>31,7</b>	<b>34,2</b>	<b>35,9</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
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 %	0,6 %	0,4 %	0,6 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,5 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,6 %</b>
Materialaufwand	79,0 %	79,1 %	76,5 %	75,6 %	73,0 %	72,0 %	72,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>21,5 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>24,9 %</b>	<b>27,6 %</b>	<b>28,4 %</b>	<b>28,6 %</b>
Personalaufwendungen	5,8 %	5,6 %	6,2 %	6,6 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %
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 %	5,3 %	5,7 %	5,5 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>16,1 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>17,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>EBITA</b>	<b>10,7 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>16,4 %</b>	<b>16,8 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,2 %	1,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>9,4 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>15,2 %</b>	<b>15,7 %</b>
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwendungen	2,1 %	1,5 %	1,3 %	0,6 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %
Finanzergebnis	-1,8 %	-58,9 %	19,3 %	0,6 %	-0,5 %	-0,6 %	-0,6 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>15,1 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>15,1 %</b>
Steuern gesamt	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,2 %	4,3 %	4,5 %	4,7 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>10,4 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>30,7 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>10,4 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>30,6 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>10,4 %</b>

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

**Bilanz Drillisch**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	85,7	82,3	81,3	78,5	76,0	75,0	74,0
davon übrige imm. VG	19,3	15,9	14,0	11,3	8,8	7,8	6,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	66,4	66,4	67,2	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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>240</b>	<b>136</b>	<b>229</b>	<b>203</b>	<b>251</b>	<b>250</b>	<b>250</b>
Vorräte	10,6	5,6	6,3	7,7	7,1	7,2	7,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	33,6	24,7	33,4	28,4	26,4	26,9	27,4
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	30,5	n.a.	n.a.
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>146</b>	<b>45,9</b>	<b>76,8</b>	<b>72,0</b>	<b>74,7</b>	<b>25,2</b>	<b>22,1</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>275</b>	<b>325</b>	<b>275</b>	<b>272</b>
<b>Passiva</b>							
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	-71,4	-74,3	-80,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	15,7	-174	-68,0	-75,9	31,7	34,2	35,9
Buchwert	234	31,7	148	140	145	145	141
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Eigenkapital</b>	<b>234</b>	<b>31,7</b>	<b>148</b>	<b>140</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	<b>141</b>
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	25,5	26,0	26,5
Sonstige Verbindlichkeiten	39,4	41,8	46,7	40,1	42,5	42,5	42,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>152</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>134</b>	<b>180</b>	<b>130</b>	<b>131</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>275</b>	<b>325</b>	<b>275</b>	<b>272</b>

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

**Bilanz Drillisch**

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22,2 %	45,2 %	26,6 %	28,6 %	23,4 %	27,2 %	27,2 %
davon übrige imm. VG	5,0 %	8,7 %	4,6 %	4,1 %	2,7 %	2,8 %	2,5 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,2 %	36,4 %	22,0 %	24,5 %	20,7 %	24,4 %	24,7 %
Sachanlagen	0,5 %	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,9 %	1,1 %
Finanzanlagen	39,5 %	28,7 %	47,8 %	44,7 %	53,1 %	62,7 %	63,5 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>62,2 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>73,8 %</b>	<b>77,0 %</b>	<b>90,9 %</b>	<b>91,9 %</b>
Vorräte	2,7 %	3,1 %	2,1 %	2,8 %	2,2 %	2,6 %	2,7 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,7 %	13,6 %	11,0 %	10,4 %	8,1 %	9,8 %	10,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,4 %	6,2 %	3,3 %	3,0 %	3,3 %	3,9 %	3,9 %
Liquide Mittel	21,9 %	2,4 %	8,8 %	10,1 %	9,4 %	n.a.	n.a.
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>37,8 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>23,0 %</b>	<b>9,1 %</b>	<b>8,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	15,2 %	30,0 %	19,2 %	21,3 %	18,0 %	21,2 %	21,5 %
Kapitalrücklage	33,3 %	65,6 %	41,4 %	46,1 %	38,9 %	45,9 %	46,5 %
Gewinnrücklagen	8,1 %	17,1 %	10,2 %	11,3 %	-22,0 %	-27,0 %	-29,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	-27,7 %	9,7 %	12,4 %	13,2 %
Buchwert	60,5 %	17,4 %	48,5 %	51,1 %	44,7 %	52,6 %	51,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>60,5 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>51,1 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>52,7 %</b>	<b>51,9 %</b>
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 %	3,5 %	4,1 %	4,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	22,8 %	53,0 %	26,2 %	21,2 %	30,9 %	18,4 %	18,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,7 %	4,3 %	9,0 %	9,0 %	7,8 %	9,4 %	9,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10,2 %	22,9 %	15,3 %	14,6 %	13,1 %	15,4 %	15,6 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,5 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>51,5 %</b>	<b>48,9 %</b>	<b>55,3 %</b>	<b>47,3 %</b>	<b>48,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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
<b>Cash Flow</b>	<b>6,9</b>	<b>36,4</b>	<b>33,1</b>	<b>41,4</b>	<b>37,6</b>	<b>39,1</b>	<b>40,8</b>
Veränderung Vorräte	-4,5	5,0	-0,7	-1,4	0,6	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,2	8,9	-8,7	5,0	2,0	-0,5	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,6	-7,7	30,1	-3,5	0,7	0,5	0,5
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	3,4	-0,1	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,4</b>	<b>42,6</b>	<b>53,9</b>	<b>40,8</b>	<b>40,9</b>	<b>39,0</b>	<b>40,7</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-46,3</b>	<b>-113</b>	<b>-24,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-54,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>
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	-26,6	-34,6	-39,9
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>117</b>	<b>-10,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-38,9</b>	<b>16,0</b>	<b>-84,6</b>	<b>-39,9</b>
Veränderung liquide Mittel	75,6	-80,3	22,6	0,8	2,9	-50,1	-3,7
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>84,7</b>	<b>4,3</b>	<b>26,9</b>	<b>27,7</b>	<b>30,5</b>	<b>-19,6</b>	<b>-23,3</b>

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

## Kennzahlen Drillisch

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,5 %	89,0 %	85,9 %	87,8 %	84,5 %	83,8 %	83,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	966.639	997.482	984.391	1.035.689	948.571	968.571	985.714
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 %	14,3 %	15,2 %	15,7 %
EBITDA / Operating Assets	267,7 %	480,4 %	-398,1 %	-358,8 %	-342,8 %	-379,0 %	-415,3 %
ROA	10,1 %	-135,1 %	46,2 %	15,3 %	12,6 %	13,7 %	14,4 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	187	206	270	285	177	137	112
Operating Assets Turnover	24,3	41,4	-27,1	-28,2	-21,3	-22,7	-24,3
Capital Employed Turnover	1,1	2,7	1,5	1,8	1,3	1,7	1,8
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	12,8 %	15,0 %	24,8 %	18,9 %	21,4 %	23,3 %	27,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	14,9 %	18,0 %	28,3 %	21,5 %	24,0 %	25,5 %	30,4 %
ROE	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	22,1 %	21,8 %	23,6 %	25,4 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	21,5 %	22,2 %	23,5 %	25,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	21,5 %	22,2 %	23,5 %	25,1 %
ROIC	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	14,7 %	12,2 %	16,3 %	17,4 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	3,2	92,2	53,1	30,5	70,1	70,3	74,0
Net Gearing	1,4 %	290,6 %	35,9 %	21,7 %	48,2 %	48,4 %	52,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	265,9 %	32,9 %	185,1 %	241,7 %	144,5 %	286,4 %	278,5 %
Current ratio	2,2	0,6	0,8	1,1	1,1	0,4	0,3
Acid Test Ratio	1,7	0,5	0,7	0,8	0,8	0,2	0,2
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
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-7,7	38,7	50,0	36,8	36,9	34,5	36,2
Free Cash Flow / Umsatz	-2,1 %	11,1 %	14,5 %	10,2 %	11,1 %	10,2 %	10,5 %
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 %	10,6 %	10,8 %	11,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-31,8 %	-21,0 %	47,4 %	118,9 %	116,6 %	100,9 %	100,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,9 %	3,1 %	12,1 %	2,9 %	1,0 %	7,4 %	-1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,2 %	5,6 %	5,0 %	2,9 %	2,5 %	3,3 %	4,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	15,8 %	85,9 %	109,2 %	116,8 %	111,2 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	15,8 %	36,3 %	7,3 %	1,2 %	16,3 %	1,3 %	1,3 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
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 %	-4,8 %	-5,1 %	-5,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	234,1 %	312,3 %	121,4 %	114,8 %	103,5 %	103,5 %	103,4 %
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	-19,2	-18,7	-18,2
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	3,8 %	6,4 %	8,3 %	9,6 %	9,6 %
P/B	1,8	13,1	2,8	3,0	2,9	2,9	2,9
EV/sales	1,2	1,3	1,3	1,2	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	11,2	11,0	8,8	9,7	9,5	8,3	7,9
EV/EBIT	13,1	13,2	10,1	11,1	10,6	9,0	8,6
EV/FCF	n.m.	11,5	8,9	12,1	13,7	13,5	12,9
P/E	11,8	n.m.	3,9	13,5	13,0	12,2	11,7
P/CF	60,1	11,4	12,5	10,0	11,1	10,6	10,2
Adj. Free Cash Flow Yield	1,5 %	8,2 %	7,4 %	9,3 %	7,4 %	8,4 %	8,7 %

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
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>37,8</b>	<b>38,6</b>	<b>53,1</b>	<b>44,1</b>	<b>51,5</b>	<b>54,5</b>	<b>57,0</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	8,5%	8,6%	11,9%	9,9%	10,2%	11,2%	11,6%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>446,4</b>	<b>446,4</b>	<b>446,4</b>	<b>446,4</b>	<b>506,0</b>	<b>486,2</b>	<b>489,9</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>377,9</b>	<b>386,0</b>	<b>530,6</b>	<b>441,0</b>	<b>515,0</b>	<b>545,0</b>	<b>570,0</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	30,5	30,5	30,5	30,5	70,1	70,3	74,0
- 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
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>346,7</b>	<b>354,8</b>	<b>499,5</b>	<b>409,8</b>	<b>424,2</b>	<b>474,0</b>	<b>495,3</b>
Aktienanzahl (Mio.)	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,52</b>	<b>6,67</b>	<b>9,39</b>	<b>7,70</b>	<b>7,97</b>	<b>8,91</b>	<b>9,31</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-16,5%	-14,5%	20,3%	-1,3%	2,2%	14,2%	19,3%

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	4,88	5,00	7,09	5,79	5,74	6,55	6,84
	12,0%	5,33	5,46	7,73	6,32	6,36	7,20	7,53
Fairer	11,0%	5,87	6,01	8,48	6,95	7,09	7,98	8,34
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>6,52</b>	<b>6,67</b>	<b>9,39</b>	<b>7,70</b>	<b>7,97</b>	<b>8,91</b>	<b>9,31</b>
Yield	9,0%	7,31	7,48	10,50	8,63	9,05	10,05	10,50
	8,0%	8,30	8,49	11,88	9,78	10,40	11,47	11,99
	7,0%	9,56	9,78	13,67	11,26	12,12	13,30	13,91

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	332,0	339,0	345,0	351,2	356,5	361,8	365,4	369,1	372,8	376,5	380,3	384,1	387,9	391,8
Veränderung	-8,4%	2,1%	1,8%	1,8%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	47,6	51,6	54,1	57,9	64,2	65,1	62,1	59,1	59,6	56,5	41,8	38,4	38,8	39,2
EBIT-Marge	14,3%	15,2%	15,7%	16,5%	18,0%	18,0%	17,0%	16,0%	16,0%	15,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
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	40,0	44,3	44,9	42,9	40,7	41,2	39,0	28,9	26,5	26,8	27,0
Abschreibungen	5,9	4,9	4,9	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9
in % vom Umsatz	1,8%	1,4%	1,4%	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	3,4	-0,1	-0,1	-17,3	-5,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-4,0	-4,5	-4,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9
Investitionsquote	1,2%	1,3%	1,3%	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	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	38,1	35,9	37,6	22,6	38,6	44,9	42,8	40,7	41,1	38,9	28,8	26,4	26,7	27,0

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	23,00%	Beta	1,13
Fremdkapitalzins	4,0%	WACC	8,04%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	311,3		
Terminal Value	120,4		
Verbindlichkeiten	-135,0		
Liquide Mittel	327,1	Aktienzahl (Mio.)	53,19
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>623,9</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>11,73</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

#### Ewiges Wachstum

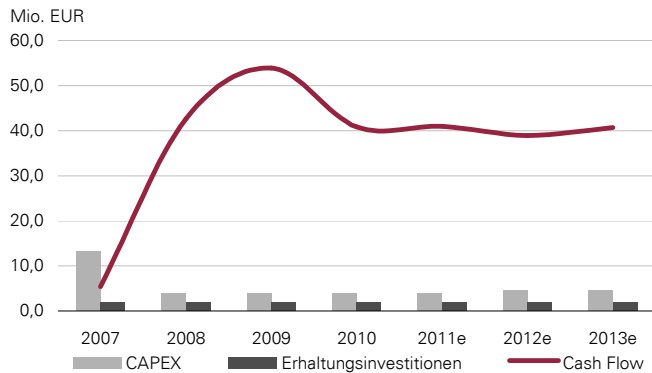
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	<b>0,00%</b>	0,25%	0,50%	0,75%
9,04%	10,83	10,88	10,92	10,97	11,02	11,08	11,13
8,54%	11,17	11,22	11,27	11,33	11,39	11,45	11,52
8,29%	11,35	11,40	11,46	11,52	11,59	11,66	11,74
<b>8,04%</b>	11,54	11,60	11,66	<b>11,73</b>	11,80	11,88	11,96
7,79%	11,74	11,80	11,87	11,95	12,03	12,11	12,20
7,54%	11,95	12,02	12,10	12,18	12,27	12,36	12,46
7,04%	12,41	12,50	12,59	12,69	12,80	12,91	13,04

#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,04%	10,12	10,41	10,69	10,97	11,25	11,54	11,82
8,54%	10,43	10,73	11,03	11,33	11,63	11,93	12,22
8,29%	10,60	10,91	11,22	11,52	11,83	12,14	12,45
<b>8,04%</b>	10,78	11,10	11,41	<b>11,73</b>	12,05	12,36	12,68
7,79%	10,97	11,29	11,62	11,95	12,27	12,60	12,93
7,54%	11,17	11,50	11,84	12,18	12,52	12,85	13,19
7,04%	11,61	11,97	12,33	12,69	13,05	13,41	13,77

Quelle: Warburg Research

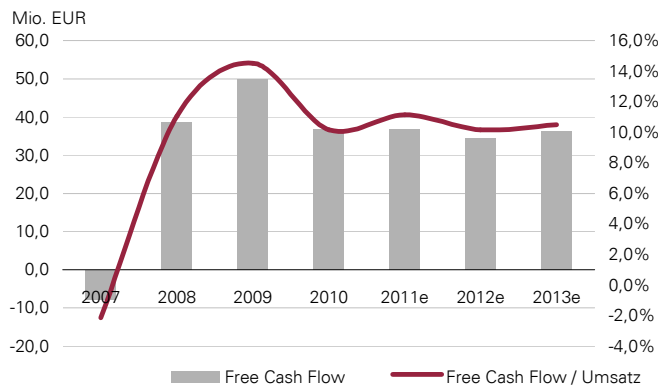
### Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

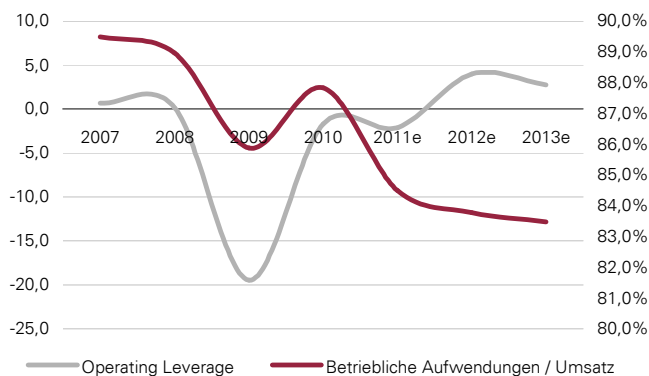
### Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

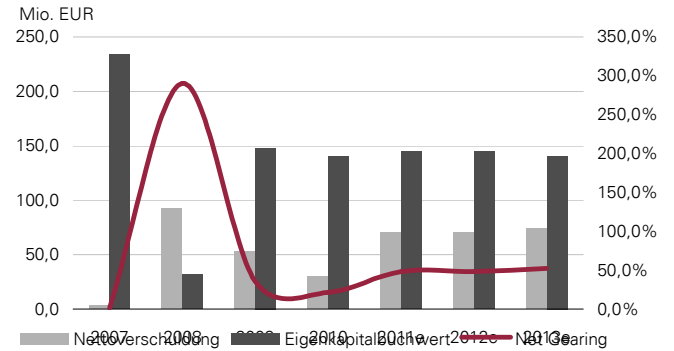
### Operating Leverage - Drillisch



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

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

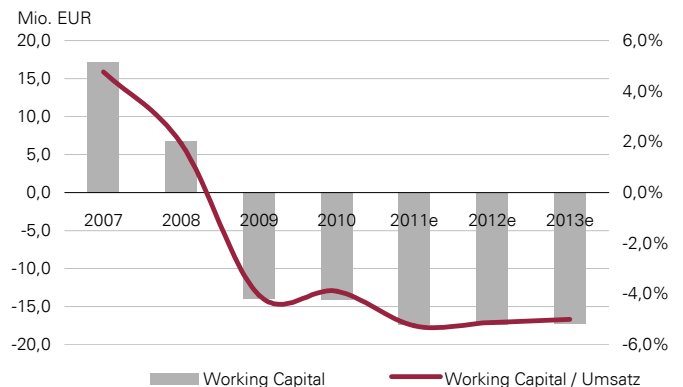
### Bilanzqualität - Drillisch



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

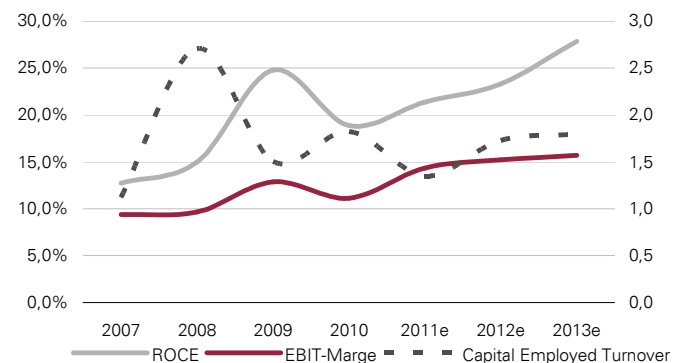
### Working Capital - Drillisch



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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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.

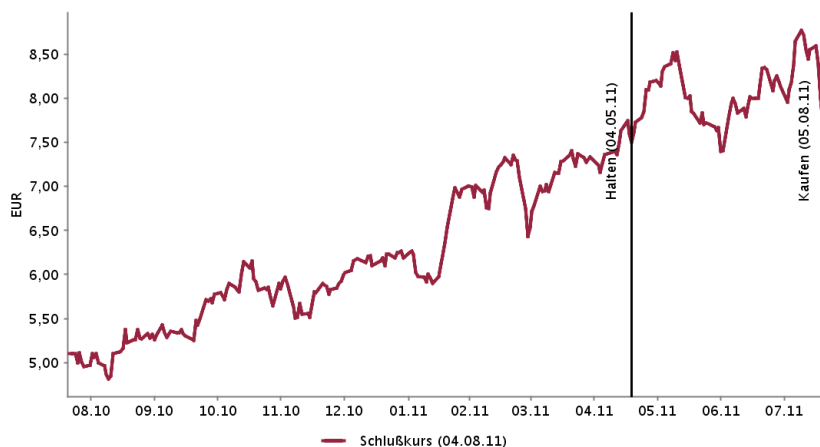
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	123	69%
Halten	49	28%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>178</b>	

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	105	70%
Halten	41	28%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>149</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Drillisch AG am 05.08.11**



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](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>

<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>
<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>
<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>
<b>Kerstin Teschner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:kteschner@mmwarburg.com">kteschner@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 <a href="mailto:mniemann@mmwarburg.com">mniemann@mmwarburg.com</a>
<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2663 <a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>