

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 6,80** (alt: 6,80)

**Kurs** EUR 4,37  
**Bloomberg** DRI GR  
**Reuters** DRIG  
**Branche** Telekommunikationsdienstleistungen

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



Aktien Daten: 05.07.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 232 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 272 Mio.  
**Buchwert:** EUR 157 Mio.  
**Aktienanzahl:** 53,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 1,3 Mio.

**Aktionäre:**  
Freefloat 92,7 %  
M. Brucherseifer 7,4 %  
SP GmbH 3,6 %  
Nico Foster 3,3 %  
MV GmbH 3,4 %

**Termine:**  
Zahlen Q2 12.08.10  
Zahlen Q3 11.11.10

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	356	0	365	0	374	0
<b>EBIT</b>	41,1	0	42,1	0	43,5	0
<b>EPS</b>	0,53	0	0,53	0	0,55	0

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 06.07.2010  
Analyst: Jochen Reichert  
+49 (0)40-309537-130  
reichert@ses.de

## Klare Kaufgelegenheit

Diskussion mit dem Management von Drillisch über die neuen Mobilfunktarife von United Internet (UI):

- **Die Preise von UI sind zwar aggressiv aber nichts Besonderes:** O2 hat bereits im Januar den O2-On-Tarif eingeführt. Hierbei handelt es sich um einen Voice-Flat Tarif in alle deutschen Mobilfunk- und Festnetze für EUR 29,90 pro Monat. Der Tarif kann auch unabhängig von einer Kombination mit einem SMS- oder Datentarif abgeschlossen werden. Damit ist der Tarif sogar noch aggressiver als der Tarif von UI.
- Unseres Erachtens ist Drillisch in der Lage, auf den Schritt von UI mit konkurrenzfähigen **Preismodellen reagieren zu können.** Es gibt jedoch momentan keinen Bedarf zur Einführung eines neuen Voice-Flat Produktes, da Drillisch einen anderen Kundenfokus hat.
- **Drillisch-Fokus auf Discount-Kunden:** Die Mehrheit der Mobilfunkkunden von Drillisch hat einen ARPU zwischen EUR 5 und EUR 11 (sogenannte no-frills oder Discount-Kunden). Drillisch adressiert Kunden, die Flexibilität und eine monatliche minutenbasierte Abrechnung verlangen. UI hingegen wirbt um Kunden, die bereit sind EUR 40 oder mehr pro Monat zu zahlen. Daher sind die Auswirkungen des Schritts von UI auf Drillisch begrenzt.

**Erwartetes Wachstum im no-frills Bereich:** No-frills SIM-Karten haben momentan einen Marktanteil von ~14% im deutschen Mobilmarkt, welcher auf ~20% bis 25% ansteigen dürfte. Dies entspräche einem Wachstumspotenzial von 7,6 Mio. auf 13 Mio. SIM-Karten ohne Berücksichtigung eines zusätzlichen SIM-Kartenwachstums in Deutschland. Sollte Drillisch 10% des erwarteten Discountwachstums erreichen, würde dies zu einem möglichen Brutto-Kundenwachstum zwischen 760 k und 1,3 Mio. führen. Daher dürfte Drillisch in den Geschäftsjahren 2010 und 2011 ein Erlöswachstum verzeichnen.

**Attraktive Dividendenrendite:** Drillisch dürfte eine Dividende von EUR 0,36 für das Geschäftsjahr 2010 zahlen. Sollte Freenet eine Dividende von EUR 1 zahlen (dies wird erwartet), wird die Dividendenzahlung von Drillisch auf EUR 0,66 oder auf eine Dividendenrendite von 15,4% ansteigen.

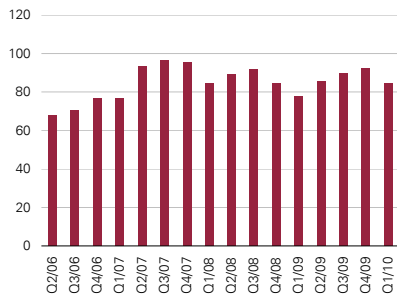
**Bewertung:** Das operative Geschäft von Drillisch wird momentan mit einem EV/EBITDA 2010e von 3 gehandelt. Das DCF-Modell führt zu einem Fair Value pro Aktie von EUR 7,90 (Berücksichtigung der Freenet-Aktien auf Basis des Kurses von EUR 9). Die folgenden Annahmen des SOTP-Ansatzes führen zu einem Fair Value von EUR 6,80: (1) Fair EV/EBITDA Multiplikator von 5 bezogen auf den erwarteten EBITDA in 2010e (2) Berücksichtigung von 15,5 Mio. Freenet-Aktien zu EUR 12 (SES Kursziel von EUR 14 abzüglich eines Abschlags von 15%, (3) Nettoverschuldung von EUR 50 Mio.

**Fazit:** Drillisch ist momentan aufgrund der starken Bilanz, der starken Cash-Flow-Generierung des Geschäftsmodells, dem Fokus auf Discount und der attraktiven Dividendenrendite eine klare Kaufgelegenheit.

Geschäftsjahresende:							
31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	282	362	350	345	356	365	374
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-12,7 %	28,1 %	-3,2 %	-1,6 %	3,2 %	2,7 %	2,5 %
<b>Rohhertrag</b>	59,1	77,5	75,3	82,9	87,5	90,2	92,8
<i>Rohhertragsmarge</i>	21,0 %	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,6 %	24,7 %	24,8 %
<b>EBITDA</b>	32,0	39,8	40,6	50,7	47,0	48,0	48,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,3 %	11,0 %	11,6 %	14,7 %	13,2 %	13,2 %	12,8 %
<b>EBIT</b>	28,8	34,0	33,9	44,4	41,1	42,1	43,5
<i>EBIT-Marge</i>	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,6 %	11,5 %	11,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	17,2	24,3	-184	106	28,0	28,2	29,5
<b>EPS</b>	0,54	0,66	-3,58	1,98	0,53	0,53	0,55
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,60	-0,21	0,75	0,94	0,58	0,67	0,58
<b>Dividende</b>	0,20	0,00	0,00	0,30	0,36	0,40	0,44
<i>Dividendenrendite</i>	4,6 %	n.a.	n.a.	6,9 %	8,2 %	9,2 %	10,1 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
<b>EV/EBITDA</b>	9,0	7,2	7,1	5,7	5,8	5,3	5,1
<b>EV/EBIT</b>	10,0	8,4	8,5	6,5	6,6	6,1	5,6
<b>KGV</b>	8,1	6,6	n.m.	2,2	8,2	8,2	7,9
<b>ROCE</b>	19,8 %	12,5 %	14,6 %	24,4 %	18,2 %	19,2 %	19,5 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	11,2 %	13,2 %	13,5 %	18,5 %	16,6 %	18,0 %	18,7 %

**Entwicklung Umsatz**

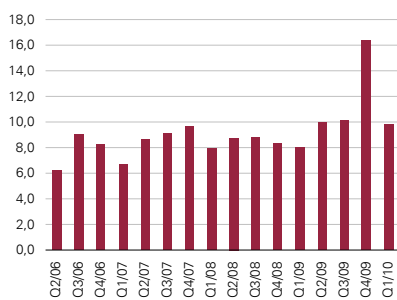
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung EBIT**

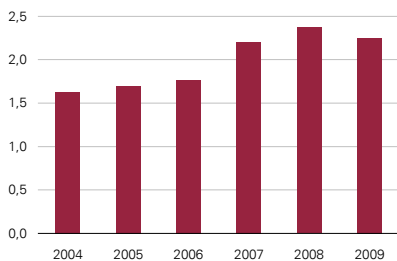
in EUR Mio.



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 konzentriert sich auf den sogenannten Discount- bzw. no-frills Bereich. Das sind Kunden, die ohne Vertragsbindung eine SIM-Karte kaufen. Im no-frills Bereich vermarktet Drillisch derzeit die Produkte über die Marken Simply (T-Mobile-Netz) und MCSIM (Vodafone-Netz) ausschließlich über das Internet. 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 sowie über das Internet vermarktet.

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 15,9 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.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>282</b>	<b>362</b>	<b>350</b>	<b>345</b>	<b>356</b>	<b>365</b>	<b>374</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,6	1,8	1,9	2,0	1,5	1,5	1,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>284</b>	<b>363</b>	<b>352</b>	<b>347</b>	<b>357</b>	<b>367</b>	<b>376</b>
Materialaufwand	225	286	277	264	270	276	283
<b>Rohertrag</b>	<b>59,1</b>	<b>77,5</b>	<b>75,3</b>	<b>82,9</b>	<b>87,5</b>	<b>90,2</b>	<b>92,8</b>
Personalaufwendungen	16,3	21,0	19,5	21,4	22,0	23,0	23,7
Sonstige betriebliche Erträge	6,1	16,4	3,0	10,2	4,6	4,4	4,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,9	33,1	18,2	21,0	23,1	23,6	25,9
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>32,0</b>	<b>39,8</b>	<b>40,6</b>	<b>50,7</b>	<b>47,0</b>	<b>48,0</b>	<b>48,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9
<b>EBITA</b>	<b>31,2</b>	<b>38,6</b>	<b>39,2</b>	<b>49,7</b>	<b>46,1</b>	<b>47,1</b>	<b>47,1</b>
Abschreibungen auf iAV	2,4	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	3,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>28,8</b>	<b>34,0</b>	<b>33,9</b>	<b>44,4</b>	<b>41,1</b>	<b>42,1</b>	<b>43,5</b>
Zinserträge	1,1	1,3	1,4	1,9	0,4	0,3	0,4
Zinsaufwendungen	1,8	7,6	5,2	4,5	1,5	1,5	1,2
Finanzergebnis	-0,7	-6,3	-20,6	66,5	-1,1	-1,2	-0,8
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>28,1</b>	<b>27,7</b>	<b>-17,2</b>	<b>111</b>	<b>40,0</b>	<b>40,9</b>	<b>42,7</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>28,1</b>	<b>27,7</b>	<b>-17,2</b>	<b>111</b>	<b>40,0</b>	<b>40,9</b>	<b>42,7</b>
Steuern gesamt	10,9	3,4	11,7	9,7	12,0	12,7	13,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>101</b>	<b>28,0</b>	<b>28,2</b>	<b>29,5</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>106</b>	<b>28,0</b>	<b>28,2</b>	<b>29,5</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>106</b>	<b>28,0</b>	<b>28,2</b>	<b>29,5</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<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	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,5 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,4 %</b>
Materialaufwand	79,6 %	79,0 %	79,1 %	76,5 %	75,8 %	75,7 %	75,6 %
<b>Rohertrag</b>	<b>21,0 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>24,6 %</b>	<b>24,7 %</b>	<b>24,8 %</b>
Personalaufwendungen	5,8 %	5,8 %	5,6 %	6,2 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,2 %	4,5 %	0,9 %	3,0 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,0 %	9,2 %	5,2 %	6,1 %	6,5 %	6,5 %	6,9 %
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>11,3 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>13,2 %</b>	<b>13,2 %</b>	<b>12,8 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
<b>EBITA</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,6 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,9 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>10,2 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>11,5 %</b>	<b>11,6 %</b>
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwendungen	0,7 %	2,1 %	1,5 %	1,3 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %
Finanzergebnis	-0,3 %	-1,8 %	-58,9 %	19,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,2 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>11,4 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>9,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>11,4 %</b>
Steuern gesamt	3,9 %	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>7,9 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>30,7 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>7,9 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>30,6 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>7,9 %</b>

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

<b>Bilanz Drillisch</b>							
in EUR Mio.							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,6	85,7	82,3	81,3	76,9	73,9	72,3
davon übrige imm. VG	4,1	19,3	15,9	13,5	10,5	7,5	5,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	34,6	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4
Sachanlagen	2,0	1,9	1,7	1,3	1,4	1,5	1,6
Finanzanlagen	169	152	52,2	146	146	146	146
<b>Anlagevermögen</b>	<b>210</b>	<b>240</b>	<b>136</b>	<b>229</b>	<b>224</b>	<b>221</b>	<b>220</b>
Vorräte	5,8	10,6	5,6	6,3	6,3	6,5	6,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,5	33,6	24,7	33,4	33,1	27,0	27,7
Sonstige Vermögensgegenstände	10,0	17,1	11,3	10,2	10,0	10,0	10,0
Liquide Mittel	9,0	84,7	4,3	26,9	21,9	28,4	37,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>41,4</b>	<b>146</b>	<b>45,9</b>	<b>76,8</b>	<b>71,3</b>	<b>71,9</b>	<b>82,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>251</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>296</b>	<b>293</b>	<b>302</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	34,5	58,5	54,7	58,5	58,5	58,5	58,5
Kapitalrücklage	23,3	128	120	127	127	127	127
Gewinnrücklagen	17,3	31,1	31,1	31,1	-56,1	-47,5	-40,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	37,2	15,7	-174	-68,0	28,0	28,2	29,5
Buchwert	112	234	31,7	148	157	166	174
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>112</b>	<b>234</b>	<b>31,7</b>	<b>148</b>	<b>157</b>	<b>166</b>	<b>174</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Rückstellungen gesamt	2,1	10,7	4,2	3,1	3,3	3,3	3,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	98,8	87,9	96,5	80,0	60,0	50,0	50,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,1	14,4	7,9	27,5	24,3	23,0	23,6
Sonstige Verbindlichkeiten	29,5	39,4	41,8	46,7	51,0	51,3	51,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>139</b>	<b>152</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>139</b>	<b>128</b>	<b>128</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>251</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>296</b>	<b>293</b>	<b>302</b>

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

<b>Bilanz Drillisch</b>							
in % der Bilanzsumme							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	15,4 %	22,2 %	45,2 %	26,6 %	26,0 %	25,2 %	23,9 %
davon übrige imm. VG	1,6 %	5,0 %	8,7 %	4,4 %	3,6 %	2,6 %	2,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	13,8 %	17,2 %	36,4 %	21,8 %	22,5 %	22,6 %	22,0 %
Sachanlagen	0,8 %	0,5 %	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Finanzanlagen	67,3 %	39,5 %	28,7 %	47,8 %	49,4 %	49,8 %	48,3 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>83,5 %</b>	<b>62,2 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>75,9 %</b>	<b>75,5 %</b>	<b>72,8 %</b>
Vorräte	2,3 %	2,7 %	3,1 %	2,1 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,6 %	8,7 %	13,6 %	11,0 %	11,2 %	9,2 %	9,2 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,0 %	4,4 %	6,2 %	3,3 %	3,4 %	3,4 %	3,3 %
Liquide Mittel	3,6 %	21,9 %	2,4 %	8,8 %	7,4 %	9,7 %	12,5 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>16,5 %</b>	<b>37,8 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>24,5 %</b>	<b>27,2 %</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	13,8 %	15,2 %	30,0 %	19,2 %	19,8 %	20,0 %	19,4 %
Kapitalrücklage	9,3 %	33,3 %	65,6 %	41,4 %	42,8 %	43,1 %	41,9 %
Gewinnrücklagen	6,9 %	8,1 %	17,1 %	10,2 %	-19,0 %	-16,2 %	-13,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,8 %	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	9,5 %	9,6 %	9,8 %
Buchwert	44,8 %	60,5 %	17,4 %	48,5 %	53,1 %	56,5 %	57,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>44,8 %</b>	<b>60,5 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>53,1 %</b>	<b>56,5 %</b>	<b>57,6 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,3 %	0,5 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Rückstellungen gesamt	0,8 %	2,8 %	2,3 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	39,4 %	22,8 %	53,0 %	26,2 %	20,3 %	17,0 %	16,5 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,2 %	3,7 %	4,3 %	9,0 %	8,2 %	7,8 %	7,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	11,8 %	10,2 %	22,9 %	15,3 %	17,3 %	17,5 %	17,0 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>55,2 %</b>	<b>39,5 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>51,5 %</b>	<b>46,9 %</b>	<b>43,5 %</b>	<b>42,5 %</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), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Drillisch**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	17,2	24,3	-184	106	28,0	28,2	29,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	1,1	1,4	1,0	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	2,4	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	3,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,4	-23,2	214	-78,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>21,9</b>	<b>6,9</b>	<b>36,4</b>	<b>33,1</b>	<b>34,0</b>	<b>34,1</b>	<b>34,0</b>
Veränderung Vorräte	3,3	-4,5	5,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	5,3	-2,2	8,9	-8,7	0,3	6,1	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-5,0	0,6	-7,7	30,1	-0,4	-1,3	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,6	-1,5	6,2	20,8	-0,1	4,6	-0,3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>23,4</b>	<b>5,4</b>	<b>42,6</b>	<b>53,9</b>	<b>33,9</b>	<b>38,7</b>	<b>33,7</b>
CAPEX	-4,2	-13,2	-3,9	-3,9	-3,0	-3,0	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-41,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-174	-43,9	-123	-21,4	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	40,9	52,4	14,3	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-138</b>	<b>-46,3</b>	<b>-113</b>	<b>-24,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	99,7	-11,7	7,6	-16,5	-20,0	-10,0	0,0
Dividende Vorjahr	-6,4	0,0	-5,2	0,0	-16,0	-19,1	-21,3
Erwerb eigener Aktien	-0,3	2,5	0,0	9,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	126	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>93,0</b>	<b>117</b>	<b>-10,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-36,0</b>	<b>-29,2</b>	<b>-21,3</b>
Veränderung liquide Mittel	-21,0	75,6	-80,3	22,6	-5,0	6,5	9,4
<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>9,0</b>	<b>84,7</b>	<b>4,3</b>	<b>26,9</b>	<b>21,9</b>	<b>28,4</b>	<b>37,8</b>

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

## Kennzahlen Drillisch

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,2 %	89,5 %	89,0 %	85,9 %	87,2 %	87,3 %	87,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	922.258	966.639	997.482	984.391	1.015.714	1.042.857	1.068.571
EBITDA je Mitarbeiter	104.513	106.393	115.670	144.857	134.286	137.143	137.143
EBIT-Marge	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,6 %	11,5 %	11,6 %
EBITDA / Operating Assets	787,7 %	267,7 %	480,4 %	-398,1 %	-375,2 %	-281,9 %	-288,7 %
ROA	8,2 %	10,1 %	-135,1 %	46,2 %	12,5 %	12,7 %	13,4 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	141	187	206	270	259	248	238
Operating Assets Turnover	69,5	24,3	41,4	-27,1	-28,4	-21,4	-22,5
Capital Employed Turnover	1,3	1,1	2,6	1,5	1,6	1,7	1,6
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	19,8 %	12,5 %	14,6 %	24,4 %	18,2 %	19,2 %	19,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	22,0 %	14,6 %	17,5 %	27,9 %	20,8 %	21,9 %	21,5 %
ROE	15,3 %	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	17,8 %	17,0 %	16,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	18,4 %	17,5 %	17,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	18,4 %	17,5 %	17,4 %
ROIC	8,0 %	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	12,5 %	12,7 %	12,8 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	89,8	3,2	92,2	53,1	38,1	21,5	12,2
Net Gearing	79,9 %	1,4 %	290,6 %	35,9 %	24,3 %	13,0 %	7,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	113,7 %	265,9 %	32,9 %	185,1 %	261,5 %	331,6 %	348,0 %
Current ratio	0,8	2,2	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1
Acid Test Ratio	0,7	1,7	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0
EBITDA / Zinsaufwand	17,4	5,2	7,9	11,4	31,3	32,0	40,0
Netto Zinsdeckung	40,6	5,4	8,9	17,3	37,4	35,1	54,4
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	19,2	-7,7	38,7	50,0	30,9	35,7	30,7
Free Cash Flow / Umsatz	6,8 %	-2,1 %	11,1 %	14,5 %	8,7 %	9,8 %	8,2 %
Adj. Free Cash Flow	32,0	37,8	38,6	53,1	45,0	46,0	46,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	7,0 %	7,1 %	6,6 %	10,0 %	8,9 %	8,7 %	8,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	111,9 %	-31,8 %	-21,0 %	47,4 %	110,5 %	126,6 %	104,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,8 %	2,9 %	3,1 %	12,1 %	1,6 %	1,2 %	1,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,9 %	8,2 %	5,6 %	5,0 %	2,1 %	2,7 %	2,4 %
Ausschüttungsquote	37,3 %	0,0 %	0,0 %	15,8 %	68,4 %	75,4 %	79,4 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	63,2 %	15,8 %	36,3 %	7,3 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	5545,0 %	990,5 %	1896,6 %	402,1 %	50,8 %	50,8 %	66,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,9 %	2,7 %	3,4 %	-1,1 %	-3,9 %	-4,4 %	-4,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	203,9 %	234,1 %	312,3 %	121,4 %	136,2 %	117,4 %	117,4 %
Inventory processing period (Tage)	7,5	10,7	5,8	6,6	6,5	6,5	6,5
Receivables collection period (Tage)	21,4	33,9	25,8	35,4	34,0	27,0	27,0
Payables payment period (Tage)	10,5	14,5	8,3	29,2	25,0	23,0	23,0
Cash conversion cycle (Tage)	2,7	13,1	7,0	-14,8	-14,3	-18,5	-17,8
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	4,6 %	n.a.	n.a.	6,9 %	8,2 %	9,2 %	10,1 %
P/B	2,1	1,0	7,3	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/sales	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	9,0	7,2	7,1	5,7	5,8	5,3	5,1
EV/EBIT	10,0	8,4	8,5	6,5	6,6	6,1	5,6
EV/FCF	14,9	n.m.	7,4	5,7	8,8	7,1	8,0
P/E	8,1	6,6	n.m.	2,2	8,2	8,2	7,9
P/CF	10,6	33,6	6,4	7,0	6,8	6,8	6,8
Adj. Free Cash Flow Yield	7,6 %	2,4 %	12,7 %	11,6 %	12,5 %	13,4 %	13,8 %

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

**Free Cash Flow Yield - Drillisch**

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	
Jahresüberschuss	17,2	24,3	-184,1	105,6	28,0	28,2	29,5	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	5,8	6,7	6,3	5,9	5,9	4,5	
- Zinsergebnis (netto)	-0,7	-6,3	-206,2	66,5	-1,1	-1,2	-0,8	
+ Steuern	10,9	3,4	11,7	9,7	12,0	12,7	13,2	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	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>32,0</b>	<b>37,8</b>	<b>38,6</b>	<b>53,1</b>	<b>45,0</b>	<b>46,0</b>	<b>46,0</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	11,2%	13,2%	13,5%	18,5%	16,6%	18,0%	18,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>286,4</b>	<b>286,4</b>	<b>286,4</b>	<b>286,4</b>	<b>271,6</b>	<b>255,0</b>	<b>245,6</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>319,8</b>	<b>377,9</b>	<b>386,0</b>	<b>530,6</b>	<b>450,0</b>	<b>460,0</b>	<b>460,0</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	53,1	53,1	53,1	53,1	38,1	21,5	12,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>265,8</b>	<b>323,9</b>	<b>332,0</b>	<b>476,6</b>	<b>410,8</b>	<b>437,4</b>	<b>446,8</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>5,00</b>	<b>6,09</b>	<b>6,24</b>	<b>8,96</b>	<b>7,72</b>	<b>8,22</b>	<b>8,40</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	14,4%	39,4%	42,9%	105,1%	76,8%	88,2%	92,2%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	3,61	4,45	4,57	6,66	5,77	6,23	6,40
	12,0%	3,99	4,90	5,03	7,30	6,31	6,78	6,96
Fairer	11,0%	4,45	5,44	5,58	8,05	6,95	7,44	7,61
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>5,00</b>	<b>6,09</b>	<b>6,24</b>	<b>8,96</b>	<b>7,72</b>	<b>8,22</b>	<b>8,40</b>
Yield	9,0%	5,66	6,88	7,05	10,07	8,66	9,18	9,36
	8,0%	6,50	7,87	8,06	11,45	9,84	10,38	10,56
	7,0%	7,57	9,13	9,35	13,24	11,35	11,93	12,11

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

## DCF Modell - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	355,5	365,0	374,0	383,4	391,0	398,8	406,8	410,9	415,0	419,1	423,3	427,6	431,8	436,2
Veränderung	3,2%	2,7%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	41,1	42,1	43,5	40,3	39,1	39,9	40,7	41,1	37,3	33,5	33,9	25,7	25,9	26,2
EBIT-Marge	11,6%	11,5%	11,6%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Steuerquote	30,0%	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	28,8	29,0	30,0	27,8	27,0	27,5	28,1	28,4	25,8	23,1	23,4	17,7	17,9	18,1
Abschreibungen	5,9	5,9	4,5	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4
in % vom Umsatz	1,7%	1,6%	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	-0,1	4,6	-0,3	-22,0	-2,0	-2,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-3,0	-3,0	-3,0	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4
Investitionsquote	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,1	0,0	0,0	-1,1	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)	31,7	36,5	31,2	4,6	24,9	25,4	27,9	28,3	25,7	23,1	23,3	17,6	17,8	18,0

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	37,00%	Beta	1,13
Fremdkapitalzins	4,0%	WACC	7,08%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	225,9		
Terminal Value	101,4		
Verbindlichkeiten	-50,0		
Liquide Mittel	139,5	Aktienzahl (Mio.)	53,19
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>416,8</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>7,84</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%
8,08%	7,08	7,12	7,16	7,20	7,25	7,30	7,35
7,58%	7,35	7,40	7,45	7,50	7,56	7,62	7,68
7,33%	7,50	7,55	7,60	7,66	7,73	7,79	7,87
<b>7,08%</b>	7,65	7,71	7,77	<b>7,84</b>	7,91	7,98	8,06
6,83%	7,82	7,88	7,95	8,02	8,10	8,18	8,27
6,58%	8,00	8,07	8,14	8,22	8,31	8,40	8,50
6,08%	8,39	8,47	8,57	8,67	8,77	8,89	9,02

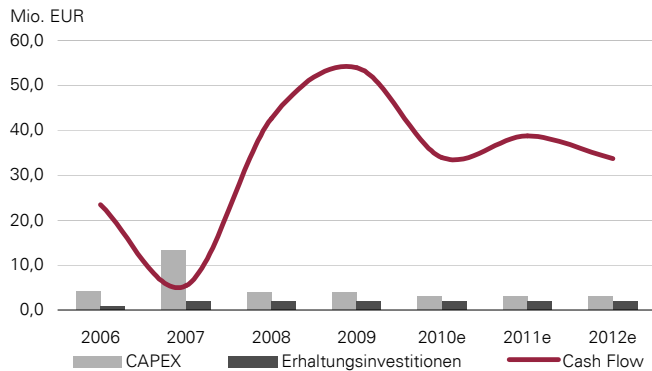
#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
8,08%	6,17	6,52	6,86	7,20	7,55	7,89	8,24
7,58%	6,40	6,77	7,13	7,50	7,87	8,23	8,60
7,33%	6,53	6,90	7,28	7,66	8,04	8,42	8,80
<b>7,08%</b>	6,66	7,05	7,44	<b>7,84</b>	8,23	8,62	9,01
6,83%	6,80	7,21	7,61	8,02	8,43	8,84	9,24
6,58%	6,95	7,38	7,80	8,22	8,64	9,07	9,49
6,08%	7,29	7,75	8,21	8,67	9,12	9,58	10,04

Quelle: SES Research



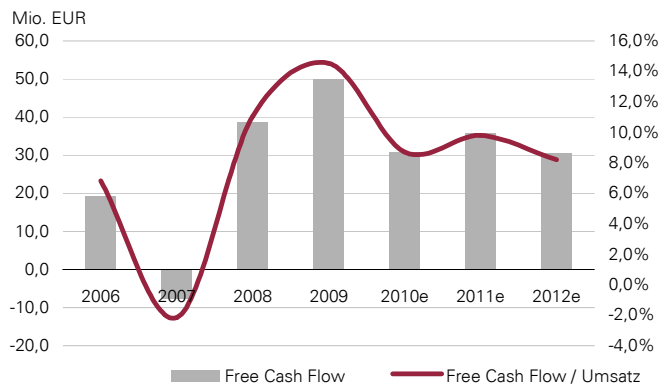
### Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

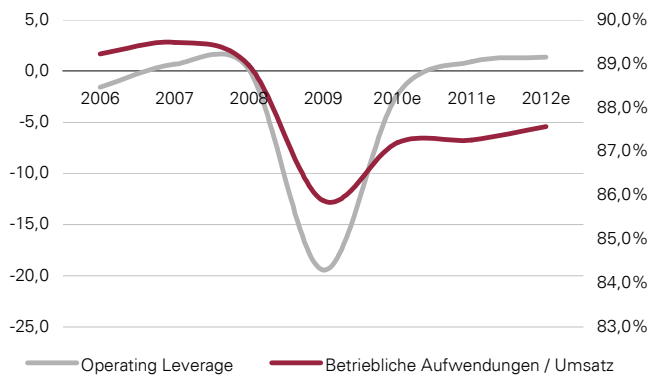
### Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

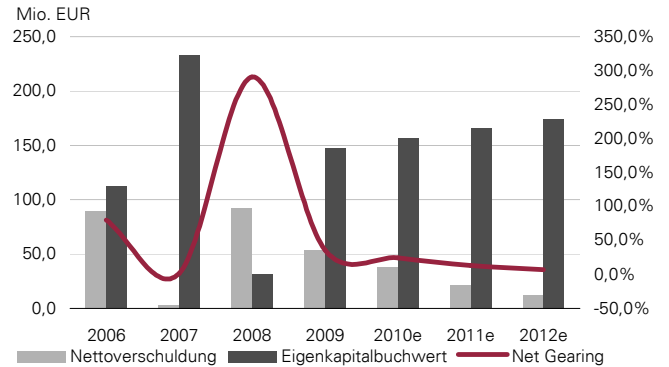
### Operating Leverage - Drillisch



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

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

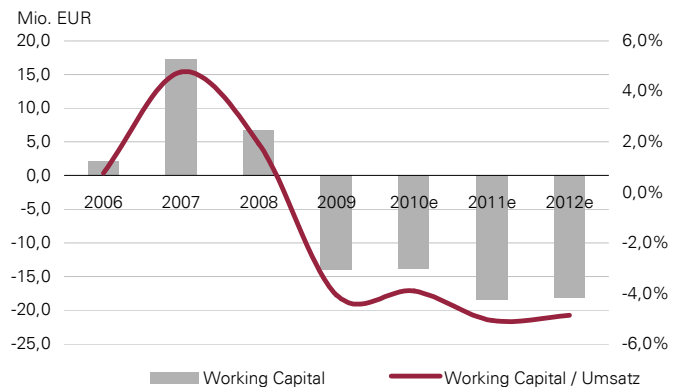
### Bilanzqualität - Drillisch



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

- Bilanzqualität hat sich durch Erwerb von Freenet-Aktien sowie Abschreibungen auf den Freenet-Anteil (EUR 202 Mio. in 2008) deutlich verschlechtert

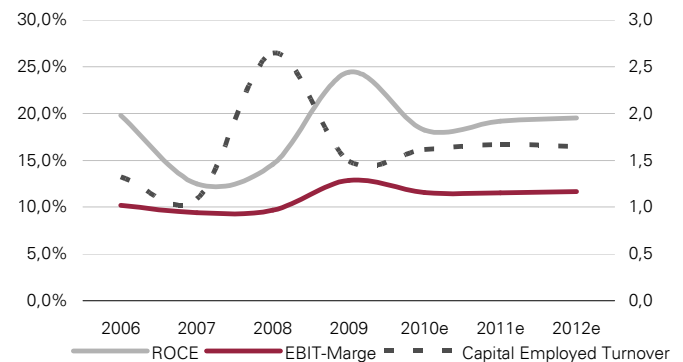
### Working Capital - Drillisch



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

- Erhöhung des Working Capital durch Akquisitionen sowie durch Änderung der Zahlungsmodalitäten bei Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen

### ROCE Entwicklung - Drillisch



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

- Stabile EBIT-Marge bis 2010e erwartet

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES 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 SES 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 SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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 SES 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 SES 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 SES 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 SES 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.

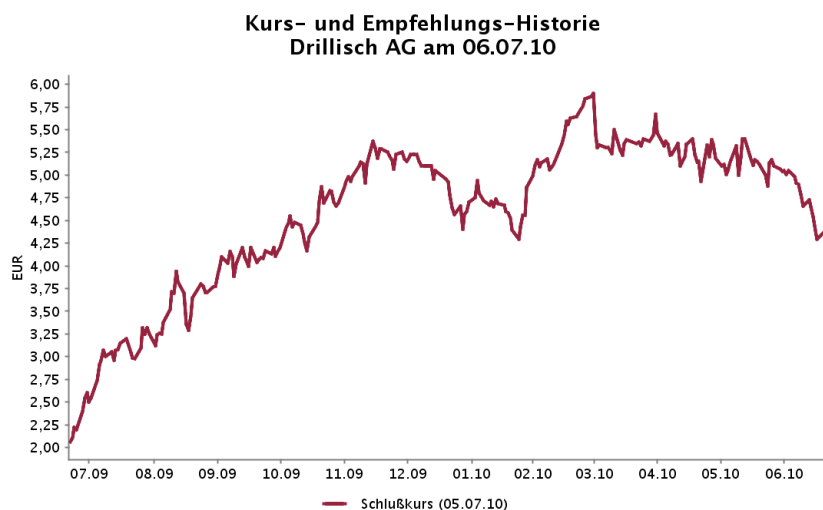
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass 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 SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	58%
Halten	57	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	18	9%
<b>Gesamt</b>	<b>196</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	85	63%
Halten	35	26%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	11	8%
<b>Gesamt</b>	<b>134</b>	



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

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Wibke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com