

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 6,80 (alt: 6,10)

Kurs EUR 5,40
Bloomberg DRI GR
Reuters DRIG
Branche Telekommunikationsdienstleistungen

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



Aktien Daten: 13.04.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 287 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 326 Mio.
Buchwert: EUR 157 Mio.
Aktienanzahl: 53,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 2,3 Mio.

Aktionäre:
Freefloat 92,7 %
SP GmbH 3,6 %
MV GmbH 3,4 %
Nico Foster 3,3 %

Termine:
Zahlen Q1 12.05.10
HV 28.05.10
Zahlen Q2 12.08.10
Zahlen Q3 11.11.10

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	346	2,7	355	2,8	374	-
EBIT	39,1	5,1	39,1	7,7	43,5	-
EPS	0,46	15,2	0,47	12,8	0,55	-

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 14.04.2010
Analyst:
Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130
reichert@ses.de

Nischenplayer mit Wachstumspotenzial

Drillisch ist auf das Discount-Segment sowie auf den Bereich mobiles Internet fokussiert. Beide Teilmärkte sollten in den nächsten Jahren stark wachsen. Per Ende 2009 waren in Deutschland ca. 15 Mio. Discount-SIM-Karten aktiviert – das entspricht einem Anteil von rund 14% an allen aktivierten SIM-Karten in Deutschland (108 Mio.). Mittelfristig dürfte der Anteil des Discount-Segments auf 20% bis 25% steigen. Das würde einem Wachstumspotenzial von 7,6 Mio. bis 13 Mio. SIM-Karten entsprechen – ohne dass dabei ein weiteres SIM-Kartenwachstum in Deutschland berücksichtigt ist. Würde es Drillisch gelingen, 10% des erwarteten Discount-Wachstums zu gewinnen, würde das ein mögliches Bruttokundenwachstums zwischen 760 Tsd. und 1,3 Mio. bedeuten.

Positionierung als Nischenplayer erhöht Wettbewerbsqualität: Neben dem Wachstumspotenzial hat der Fokus auf das Discount-Segment weitere Vorteile. Die Produkte werden entweder über eigene Internetvertriebskanäle oder über White-Label Lösungen (z.B. Ja! mobil, Penny Mobil, Hit mobil) verkauft. Entsprechend fallen keine hohen Kundenakquisitionskosten an. Dies hat zusätzlich den Effekt, dass neu aktivierte SIM-Karten in der Regel bereits nach einem Monat Cash Flow positiv sind. Zudem ist Drillisch in der Lage, eine Mehrmarkenstrategie mit unterschiedlichen Tarifmodellen zu fahren. Das sichert hohe Preise im Alt-Kundenbestand. Eine aggressive Preispolitik kann mit neuen Marken etabliert werden, ohne dass Kunden der bereits bestehenden Marken unmittelbar in günstigere Tarife wechseln.

In 2009 hat das Discount-Geschäft bereits 49% (in 2008: 26%) zum EBITDA und das mobile Datengeschäft 17% (2008: 4,9%) zum Konzern-EBITDA beigetragen.

Prognoseanpassung: Auf Basis des erwarteten Wachstums im Segment Discount sowie mit mobilen Internet-Produkten wird die Umsatz-Prognose für 2010 um +2,7% auf EUR 356 Mio. und für 2011e um +2,8% auf EUR 374 Mio. erhöht. Die EBITDA-Prognosen werden für 2010e um +5,1% und für 2011e um +7,7% angepasst.

Bewertung: Auf Basis des DCF-Ansatzes ergibt sich ein Fair Value pro Aktie von EUR 7,90 (die Freenet-Anteile sind auf Basis eines Kurses von EUR 9 berücksichtigt). Gemäß den folgenden Annahmen des SOTP-Ansatzes ergibt sich ein Fair Value von EUR 6,80: (1) fairer EV/EBITDA-Multiplikator von 5 bezogen auf das erwartete EBITDA in 2010e, (2) Berücksichtigung der 15,5 Mio. Freenet-Aktien zu EUR 12 (SES-Kursziel von EUR 14 abzüglich eines Abschlags von 15%), (3) Nettoverschuldung von EUR 50 Mio.

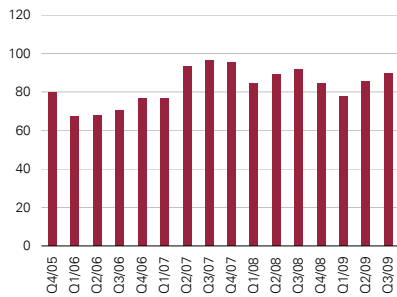
Attraktive Dividende: Für das Geschäftsjahr 2010e wird eine Dividendenzahlung von EUR 0,34 erwartet (Rendite: 6,3%). Ein zusätzliches Dividendenpotenzial resultiert aus dem Freenet-Anteil. **Zahlt Freenet wie angekündigt eine Dividende zwischen EUR 0,80 bis EUR 1, so ergibt sich ein zusätzliches Dividendenpotenzial zwischen EUR 0,30 bis EUR 0,40 für Drillisch-Aktionäre bzw. einer Dividendenrendite zwischen 11,9% und 13,9%.**

Das Kursziel wird auf Basis des SOTP-Ansatzes von EUR 6,10 auf EUR 6,80 erhöht. Die Aktie wird weiter zum Kauf empfohlen.

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	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 %
Rohertrag	59,1	77,5	75,3	82,9	87,5	90,2	92,8
<i>Rohertragsmarge</i>	21,0 %	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,6 %	24,7 %	24,8 %
EBITDA	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 %
EBIT	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 %
Jahresüberschuss	17,2	24,3	-184	106	28,0	28,2	29,5
EPS	0,54	0,66	-3,58	1,98	0,53	0,53	0,55
Free Cash Flow je Aktie	0,60	-0,21	0,75	0,94	0,58	0,67	0,58
Dividende	0,20	0,00	0,00	0,30	0,34	0,40	0,44
<i>Dividendenrendite</i>	3,7 %	n.a.	n.a.	5,6 %	6,3 %	7,4 %	8,1 %
EV/Umsatz	1,2	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	10,7	8,6	8,4	6,7	6,9	6,4	6,2
EV/EBIT	11,9	10,0	10,1	7,7	7,9	7,3	6,9
KGV	10,0	8,2	n.m.	2,7	10,2	10,2	9,8
ROCE	19,8 %	12,5 %	14,6 %	24,4 %	18,2 %	19,1 %	19,4 %
Adj. Free Cash Flow Yield	9,4 %	11,1 %	11,3 %	15,5 %	13,8 %	14,9 %	15,4 %

Entwicklung Umsatz

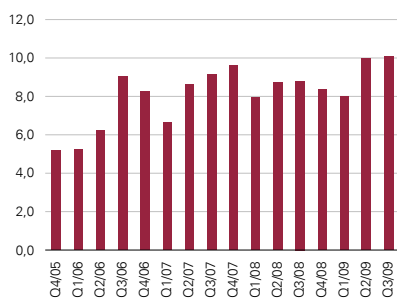
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Entwicklung EBIT

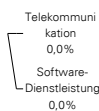
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Umsatz nach Geschäftsbereichen

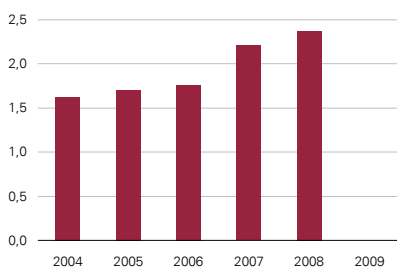
2009



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
Umsatz	282	362	350	345	356	365	374
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
Gesamtleistung	284	363	352	347	357	367	376
Materialaufwand	225	286	277	264	270	276	283
Rohertrag	59,1	77,5	75,3	82,9	87,5	90,2	92,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	32,0	39,8	40,6	50,7	47,0	48,0	48,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9
EBITA	31,2	38,6	39,2	49,7	46,1	47,1	47,1
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
EBIT	28,8	34,0	33,9	44,4	41,1	42,1	43,5
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
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	28,1	27,7	-17,2	111	40,0	40,9	42,7
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	28,1	27,7	-17,2	111	40,0	40,9	42,7
Steuern gesamt	10,9	3,4	11,7	9,7	12,0	12,7	13,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	17,2	24,3	-18,4	101	28,0	28,2	29,5
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	17,2	24,3	-18,4	106	28,0	28,2	29,5
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	17,2	24,3	-18,4	106	28,0	28,2	29,5

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

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
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	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Gesamtleistung	100,6 %	100,5 %	100,6 %	100,6 %	100,4 %	100,4 %	100,4 %
Materialaufwand	79,6 %	79,0 %	79,1 %	76,5 %	75,8 %	75,7 %	75,6 %
Rohertrag	21,0 %	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,6 %	24,7 %	24,8 %
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	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	11,3 %	11,0 %	11,6 %	14,7 %	13,2 %	13,2 %	12,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
EBITA	11,0 %	10,7 %	11,2 %	14,4 %	13,0 %	12,9 %	12,6 %
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 %
EBIT	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,6 %	11,5 %	11,6 %
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 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,9 %	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,3 %	11,2 %	11,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	9,9 %	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,3 %	11,2 %	11,4 %
Steuern gesamt	3,9 %	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1 %	6,7 %	-52,6 %	29,4 %	7,9 %	7,7 %	7,9 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1 %	6,7 %	-52,6 %	30,7 %	7,9 %	7,7 %	7,9 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	6,1 %	6,7 %	-52,6 %	30,6 %	7,9 %	7,7 %	7,9 %

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

Bilanz Drillisch

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
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
Anlagevermögen	210	240	136	229	224	221	220
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	29,5	38,9
Umlaufvermögen	41,4	146	45,9	76,8	71,3	73,0	83,3
Bilanzsumme (Aktiva)	251	386	182	305	296	294	303
Passiva							
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	-46,4	-39,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	37,2	15,7	-174	-68,0	28,0	28,2	29,5
Buchwert	112	234	31,7	148	157	167	175
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	112	234	31,7	148	157	167	175
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
Verbindlichkeiten	139	152	150	157	139	128	128
Bilanzsumme (Passiva)	251	386	182	305	296	294	303

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

Bilanz Drillisch

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	15,4 %	22,2 %	45,2 %	26,6 %	26,0 %	25,1 %	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 %	21,9 %
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 %	49,6 %	48,2 %
Anlagevermögen	83,5 %	62,2 %	74,8 %	74,8 %	75,9 %	75,2 %	72,5 %
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 %	9,1 %
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 %	10,0 %	12,8 %
Umlaufvermögen	16,5 %	37,8 %	25,2 %	25,2 %	24,1 %	24,8 %	27,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	13,8 %	15,2 %	30,0 %	19,2 %	19,8 %	19,9 %	19,3 %
Kapitalrücklage	9,3 %	33,3 %	65,6 %	41,4 %	42,8 %	43,0 %	41,7 %
Gewinnrücklagen	6,9 %	8,1 %	17,1 %	10,2 %	-19,0 %	-15,8 %	-13,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,8 %	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	9,5 %	9,6 %	9,7 %
Buchwert	44,8 %	60,5 %	17,4 %	48,5 %	53,1 %	56,7 %	57,7 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	44,8 %	60,5 %	17,4 %	48,5 %	53,1 %	56,7 %	57,7 %
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 %	17,4 %	17,0 %
Verbindlichkeiten	55,2 %	39,5 %	82,6 %	51,5 %	46,9 %	43,4 %	42,3 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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
Cash Flow	21,9	6,9	36,4	33,1	34,0	34,1	34,0
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
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	23,4	5,4	42,6	53,9	33,9	38,7	33,7
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-138	-46,3	-113	-24,5	-3,0	-3,0	-3,0
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	-18,1	-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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	93,0	117	-10,2	-6,8	-36,0	-28,1	-21,3
Veränderung liquide Mittel	-21,0	75,6	-80,3	22,6	-5,0	7,6	9,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	9,0	84,7	4,3	26,9	21,9	29,5	38,9

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

Kennzahlen Drillisch

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
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 %
Kapitaleffizienz							
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
Kapitalverzinsung							
ROCE	19,8 %	12,5 %	14,6 %	24,4 %	18,2 %	19,1 %	19,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	22,0 %	14,6 %	17,5 %	27,9 %	20,8 %	21,8 %	21,4 %
ROE	15,3 %	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	17,8 %	16,9 %	16,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	18,4 %	17,4 %	17,3 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	18,4 %	17,4 %	17,3 %
ROIC	8,0 %	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	12,5 %	12,6 %	12,7 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	89,8	3,2	92,2	53,1	38,1	20,5	11,1
Net Gearing	79,9 %	1,4 %	290,6 %	35,9 %	24,3 %	12,3 %	6,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	113,7 %	265,9 %	32,9 %	185,1 %	261,5 %	333,7 %	349,9 %
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	0,9	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
Kapitalfluss							
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 %	64,6 %	75,4 %	79,4 %
Mittelverwendung							
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
Bewertung							
Dividendenrendite	3,7 %	n.a.	n.a.	5,6 %	6,3 %	7,4 %	8,1 %
P/B	2,6	1,2	9,0	1,9	1,8	1,7	1,6
EV/sales	1,2	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	10,7	8,6	8,4	6,7	6,9	6,4	6,2
EV/EBIT	11,9	10,0	10,1	7,7	7,9	7,3	6,9
EV/FCF	17,7	n.m.	8,8	6,8	10,6	8,6	9,8
P/E	10,0	8,2	n.m.	2,7	10,2	10,2	9,8
P/CF	13,1	41,6	7,9	8,7	8,4	8,4	8,5
Adj. Free Cash Flow Yield	6,4 %	2,0 %	10,7 %	9,7 %	10,4 %	11,0 %	11,3 %

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
= Adjustierter Free Cash Flow	32,0	37,8	38,6	53,1	45,0	46,0	46,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	9,4%	11,1%	11,3%	15,5%	13,8%	14,9%	15,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	341,3	341,3	341,3	341,3	326,4	308,8	299,4
= Fairer Enterprise Value	319,8	377,9	386,0	530,6	450,0	460,0	460,0
- Nettoverschuldung (Cash)	53,1	53,1	53,1	53,1	38,1	20,5	11,1
- 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
= Faire Marktkapitalisierung	265,8	323,9	332,0	476,6	410,8	438,4	447,8
Aktienanzahl (Mio.)	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	5,00	6,09	6,24	8,96	7,72	8,24	8,42
Premium (-) / Discount (+) in %	-7,5%	12,8%	15,6%	65,9%	43,0%	52,6%	55,9%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	3,61	4,45	4,57	6,66	5,77	6,25	6,42
	12,0%	3,99	4,90	5,03	7,30	6,31	6,80	6,98
Fairer	11,0%	4,45	5,44	5,58	8,05	6,95	7,46	7,63
Free Cash Flow	10,0%	5,00	6,09	6,24	8,96	7,72	8,24	8,42
Yield	9,0%	5,66	6,88	7,05	10,07	8,66	9,20	9,38
	8,0%	6,50	7,87	8,06	11,45	9,84	10,40	10,58
	7,0%	7,57	9,13	9,35	13,24	11,35	11,95	12,13

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	30,00%	Beta	1,15
Fremdkapitalzins	4,0%	WACC	7,63%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	217,3		
Terminal Value	86,8		
Verbindlichkeiten	-50,0		
Liquide Mittel	139,5	Aktienzahl (Mio.)	53,19
Eigenkapitalwert	393,6	Wert je Aktie (EUR)	7,40

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

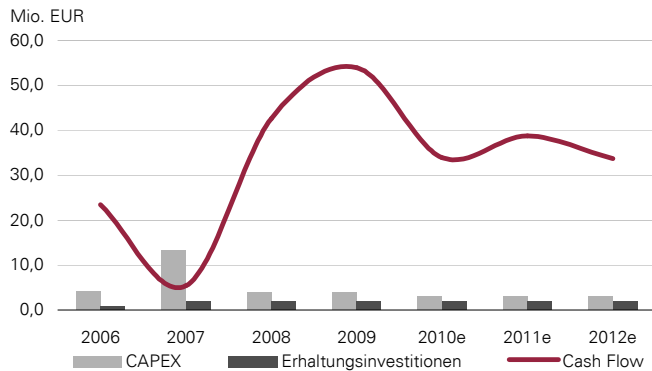
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
8,63%	6,74	6,78	6,81	6,85	6,88	6,92	6,97
8,13%	6,99	7,02	7,06	7,11	7,15	7,20	7,25
7,88%	7,12	7,16	7,20	7,25	7,30	7,35	7,41
7,63%	7,25	7,30	7,35	7,40	7,46	7,52	7,58
7,38%	7,40	7,45	7,50	7,56	7,62	7,69	7,76
7,13%	7,56	7,61	7,67	7,73	7,80	7,87	7,95
6,63%	7,90	7,96	8,04	8,11	8,20	8,29	8,39

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
8,63%	5,89	6,21	6,53	6,85	7,16	7,48	7,80
8,13%	6,09	6,43	6,77	7,11	7,44	7,78	8,12
7,88%	6,20	6,55	6,90	7,25	7,60	7,95	8,29
7,63%	6,32	6,68	7,04	7,40	7,76	8,12	8,48
7,38%	6,44	6,82	7,19	7,56	7,93	8,31	8,68
7,13%	6,58	6,96	7,35	7,73	8,12	8,50	8,89
6,63%	6,87	7,28	7,70	8,11	8,53	8,94	9,36

Quelle: SES Research

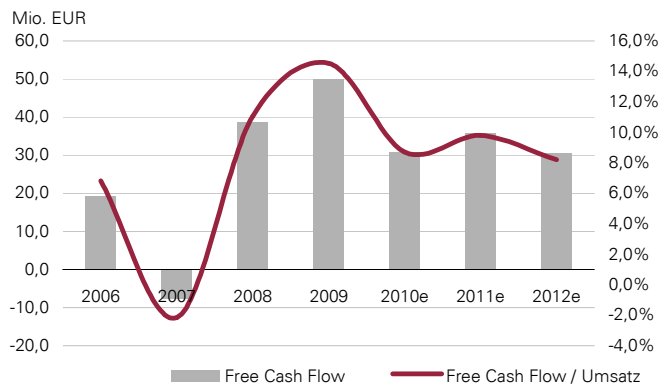
Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

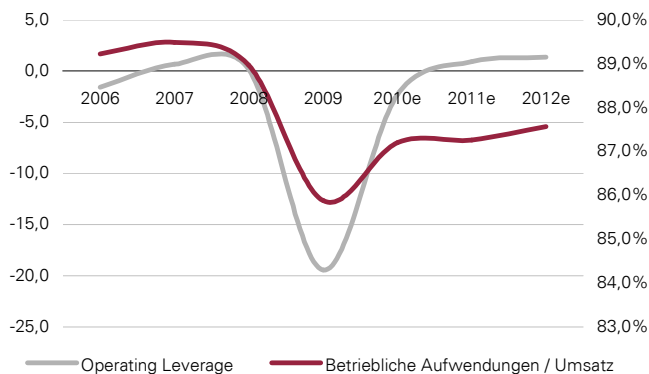
Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

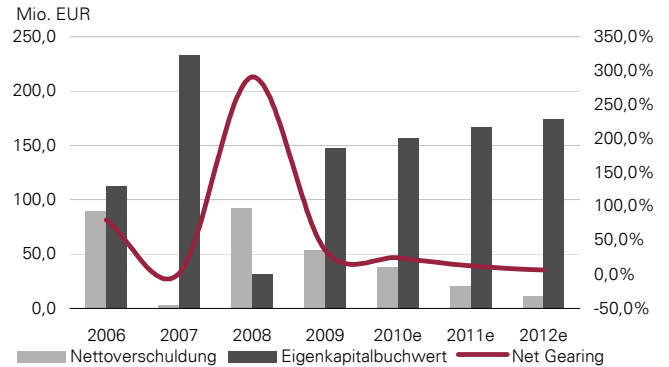
Operating Leverage - Drillisch



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

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

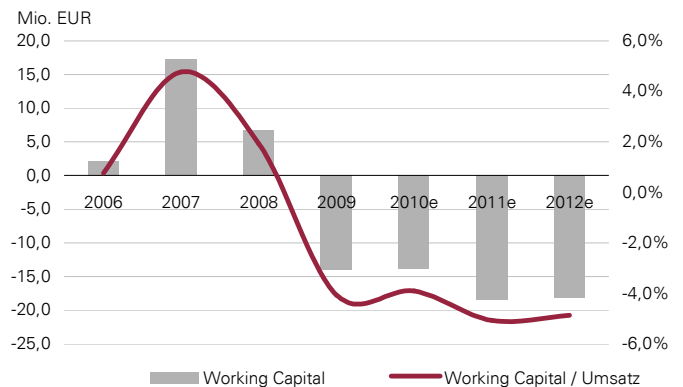
Bilanzqualität - Drillisch



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

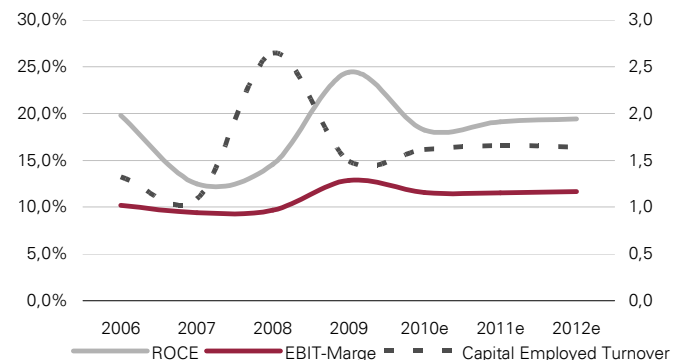
Working Capital - Drillisch



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.
- 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 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.

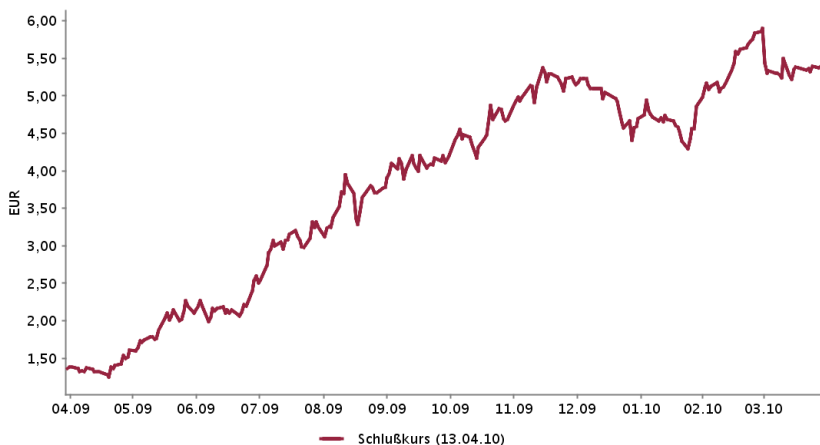
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	56%
Halten	54	27%
Verkaufen	11	6%
Empf. ausgesetzt	23	12%
Gesamt	200	

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	33	24%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	15	11%
Gesamt	135	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Drillisch AG am 14.04.10**



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

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

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	Fabrice Farigoule Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com