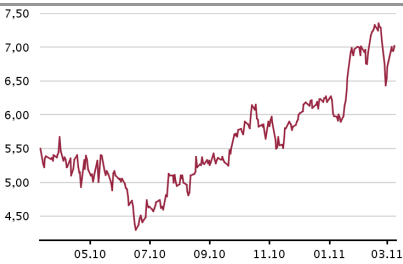


**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 7,80** (alt: 7,80)

**Kurs** EUR 7,02  
**Bloomberg** DRI GR  
**Reuters** DRIG  
**Branche** Telekommunikationsdienstleistungen

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



Aktien Daten: 24.03.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 374 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 396 Mio.  
**Buchwert:** EUR 160 Mio.  
**Aktienanzahl:** 53,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 2,4 Mio.

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

**Termine:**  
 Zahlen Q1 12.05.11  
 HV 27.05.11  
 Zahlen Q2 12.08.11  
 Zahlen Q3 11.11.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	363	0	374	0	384	0
<b>EBIT</b>	40,2	0	47,6	0	50,1	0
<b>EPS</b>	0,51	0	0,60	0	0,64	0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 25.03.2011  
 Analyst: Jochen Reichert  
 +49 (0)40-309537-130  
 jreichert@warburg-research.com

**Veröffentlichung der Geschäftszahlen 2010 - attraktive und nachhaltige Dividendenrendite**

Drillisch hat Zahlen für das Geschäftsjahr 2010 berichtet. Die vorläufigen Zahlen wurden bereits veröffentlicht. Es gibt keine Abweichungen zwischen den berichteten und den vorläufigen Zahlen.

Im Vergleich zu Freenet (Umsatzrückgang in 2010) erzielte Drillisch im Geschäftsjahr 2010 ein Umsatzwachstum von 5% (EUR 362 Mio.). Dies ist auf eine starke Dynamik bei der Nachfrage nach mobilen Daten und dem Trend zu flexiblen Tarifmodellen zurückzuführen.

Das bereinigte EBITDA erhöhte sich um 13% auf EUR 49 Mio. (Marge: 13,6%), was die Kostenvorteile von Drillisch aufgrund der attraktiven Einkaufskonditionen für Minuten/Datenvolumen und der überlegenen Absatzkanäle untermauert.

Die Dividendenpolitik ist attraktiv. Für das Geschäftsjahr 2010 wird Drillisch eine Dividende von EUR 0,50 (Rendite 7%) vorschlagen. Für das Geschäftsjahr 2011 erwartet das Management, eine Dividende vorzuschlagen, die mindestens auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2010 liegt. Darüber hinaus werden jegliche Dividenden von Freenet weiter an die Aktionäre ausgeschüttet. Damit sind zusätzliche Dividendenzahlungen von EUR 0,20 bis EUR 0,40 möglich (Rendite: 10% bis 13%).

Drillisch hat seine finanzielle Flexibilität verbessert. Die Nettoverschuldung wurde auf EUR 29 Mio. oder ein Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA von 0,6 reduziert.

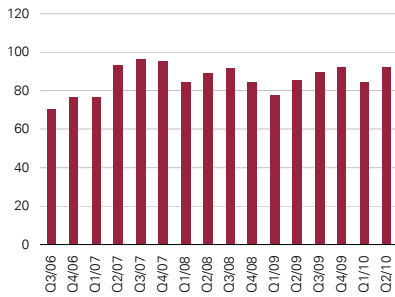
Ausblick für das Geschäftsjahr 2011: Das EBITDA sollte auf EUR 52 Mio. ansteigen. Die Anzahl der Postpaid-Kunden (2010: 1.192, +21%) dürfte sich weiter erhöhen.

Bewertung: Die Aktie wird mit einer Dividendenrendite von 10%-13% gehandelt. Das Kursziel von EUR 7,80 auf der Basis von DCF- und SotP-Bewertungsmodellen bleibt unverändert (fairer Wert FCFY: EUR 9). Die Kaufempfehlung wird bestätigt.

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	282	362	350	345	363	374	384
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-12,7 %	28,1 %	-3,2 %	-1,6 %	5,2 %	3,2 %	2,7 %
<b>Rohertag</b>	59,1	77,5	75,3	82,9	88,5	92,0	94,8
<i>Rohertagsmarge</i>	21,0 %	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,4 %	24,6 %	24,7 %
<b>EBITDA</b>	32,0	39,8	40,6	50,7	46,1	53,5	55,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,3 %	11,0 %	11,6 %	14,7 %	12,7 %	14,3 %	14,3 %
<b>EBIT</b>	28,8	34,0	33,9	44,4	40,2	47,6	50,1
<i>EBIT-Marge</i>	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	12,7 %	13,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	17,2	24,3	-184	106	27,2	32,0	34,0
<b>EPS</b>	0,54	0,66	-3,58	1,98	0,51	0,60	0,64
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,60	-0,21	0,75	0,94	0,69	0,57	0,64
<b>Dividende</b>	0,20	0,00	0,00	0,30	0,36	0,45	0,51
<i>Dividendenrendite</i>	2,8 %	n.a.	n.a.	4,3 %	5,1 %	6,4 %	7,3 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
<b>EV/EBITDA</b>	13,4	10,7	10,5	8,4	8,8	7,4	7,0
<b>EV/EBIT</b>	14,9	12,6	12,6	9,6	10,1	8,3	7,7
<b>KGV</b>	13,0	10,6	n.m.	3,5	13,8	11,7	11,0
<b>ROCE</b>	20,4 %	12,8 %	15,0 %	24,8 %	17,8 %	21,3 %	21,8 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	7,5 %	8,8 %	9,0 %	12,4 %	10,8 %	13,0 %	13,7 %

**Entwicklung Umsatz**

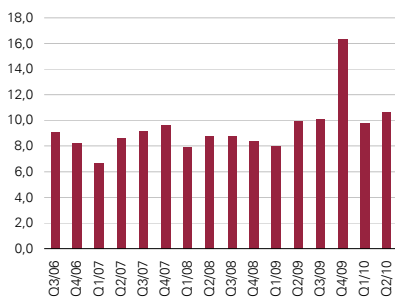
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung EBIT**

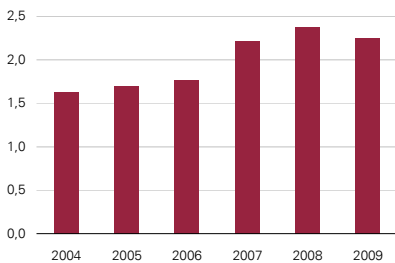
in EUR Mio.



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 fokussiert sich auf die Bereiche no-frills und mobiles Datengeschäft. No-frills Kunden sind Kunden, die ohne Vertragsbindung eine SIM-Karte kaufen. Die Produkte werden im Wesentlichen über Internetvertriebskanäle sowie über eine Mehrmarkenstrategie vermarktet. Im stationären Vertrieb kooperiert Drillisch mit der Rewe-Gruppe, die unter den marken ja!mobil und Penny mobil no-frills Angebote vertreibt.

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

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

Das MSP-Geschäftsmodell hat folgende Vorteile:

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

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

**Wettbewerbsqualität**

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>282</b>	<b>362</b>	<b>350</b>	<b>345</b>	<b>363</b>	<b>374</b>	<b>384</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>364</b>	<b>376</b>	<b>386</b>
Materialaufwand	225	286	277	264	276	284	291
<b>Rohertrag</b>	<b>59,1</b>	<b>77,5</b>	<b>75,3</b>	<b>82,9</b>	<b>88,5</b>	<b>92,0</b>	<b>94,8</b>
Personalaufwendungen	16,3	21,0	19,5	21,4	22,5	23,2	22,3
Sonstige betriebliche Erträge	6,1	16,4	3,0	10,2	4,7	4,1	3,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,9	33,1	18,2	21,0	24,6	19,4	21,4
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>46,1</b>	<b>53,5</b>	<b>55,0</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>45,2</b>	<b>52,6</b>	<b>54,1</b>
Abschreibungen auf iAV	2,4	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	4,0
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>40,2</b>	<b>47,6</b>	<b>50,1</b>
Zinserträge	1,1	1,3	1,4	1,9	0,2	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	-1,3	-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>38,9</b>	<b>46,4</b>	<b>49,3</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>38,9</b>	<b>46,4</b>	<b>49,3</b>
Steuern gesamt	10,9	3,4	11,7	9,7	11,7	14,4	15,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>101</b>	<b>27,2</b>	<b>32,0</b>	<b>34,0</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>27,2</b>	<b>32,0</b>	<b>34,0</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>27,2</b>	<b>32,0</b>	<b>34,0</b>

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg 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 %	76,0 %	75,8 %	75,7 %
<b>Rohertrag</b>	<b>21,0 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>24,4 %</b>	<b>24,6 %</b>	<b>24,7 %</b>
Personalaufwendungen	5,8 %	5,8 %	5,6 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	5,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,2 %	4,5 %	0,9 %	3,0 %	1,3 %	1,1 %	1,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,0 %	9,2 %	5,2 %	6,1 %	6,8 %	5,2 %	5,6 %
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>12,7 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>14,3 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
<b>EBITA</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>14,1 %</b>	<b>14,1 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,9 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	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>11,1 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>13,1 %</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 %	-0,4 %	-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>10,7 %</b>	<b>12,4 %</b>	<b>12,8 %</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>10,7 %</b>	<b>12,4 %</b>	<b>12,8 %</b>
Steuern gesamt	3,9 %	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,2 %	3,9 %	4,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>8,9 %</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>7,5 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>8,9 %</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>7,5 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>8,9 %</b>

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg 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	77,9	75,4	74,4
davon übrige imm. VG	4,1	19,3	15,9	13,5	11,5	9,0	8,0
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	2,4	3,0	3,6
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>226</b>	<b>224</b>	<b>224</b>
Vorräte	5,8	10,6	5,6	6,3	6,5	6,7	6,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,5	33,6	24,7	33,4	33,8	37,9	38,9
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	28,2	29,1	39,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>41,4</b>	<b>146</b>	<b>45,9</b>	<b>76,8</b>	<b>78,5</b>	<b>83,7</b>	<b>94,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>251</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>305</b>	<b>308</b>	<b>319</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	-52,1	-43,3	-35,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	37,2	15,7	-174	-68,0	27,2	32,0	34,0
Buchwert	112	234	31,7	148	160	174	184
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>160</b>	<b>174</b>	<b>184</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	60,5	50,0	50,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,1	14,4	7,9	27,5	27,8	28,7	29,5
Sonstige Verbindlichkeiten	29,5	39,4	41,8	46,7	53,0	52,3	52,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>139</b>	<b>152</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>145</b>	<b>134</b>	<b>135</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>251</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>305</b>	<b>308</b>	<b>319</b>

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg 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 %	25,6 %	24,5 %	23,3 %
davon übrige imm. VG	1,6 %	5,0 %	8,7 %	4,4 %	3,8 %	2,9 %	2,5 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	13,8 %	17,2 %	36,4 %	21,8 %	21,8 %	21,6 %	20,8 %
Sachanlagen	0,8 %	0,5 %	0,9 %	0,4 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %
Finanzanlagen	67,3 %	39,5 %	28,7 %	47,8 %	47,9 %	47,4 %	45,8 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>83,5 %</b>	<b>62,2 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,3 %</b>	<b>72,8 %</b>	<b>70,2 %</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 %	11,1 %	12,3 %	12,2 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,0 %	4,4 %	6,2 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,1 %
Liquide Mittel	3,6 %	21,9 %	2,4 %	8,8 %	9,3 %	9,4 %	12,3 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>16,5 %</b>	<b>37,8 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,8 %</b>	<b>27,2 %</b>	<b>29,8 %</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 %	19,2 %	19,0 %	18,4 %
Kapitalrücklage	9,3 %	33,3 %	65,6 %	41,4 %	41,5 %	41,1 %	39,7 %
Gewinnrücklagen	6,9 %	8,1 %	17,1 %	10,2 %	-17,1 %	-14,1 %	-11,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,8 %	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	8,9 %	10,4 %	10,7 %
Buchwert	44,8 %	60,5 %	17,4 %	48,5 %	52,6 %	56,4 %	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>52,6 %</b>	<b>56,4 %</b>	<b>57,6 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,3 %	0,5 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %
Rückstellungen gesamt	0,8 %	2,8 %	2,3 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	39,4 %	22,8 %	53,0 %	26,2 %	19,8 %	16,2 %	15,7 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,2 %	3,7 %	4,3 %	9,0 %	9,1 %	9,3 %	9,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	11,8 %	10,2 %	22,9 %	15,3 %	17,4 %	17,0 %	16,4 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>55,2 %</b>	<b>39,5 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>51,5 %</b>	<b>47,5 %</b>	<b>43,6 %</b>	<b>42,4 %</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.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	17,2	24,3	-184	106	27,2	32,0	34,0
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	4,0
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	5,0	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>38,3</b>	<b>37,9</b>	<b>38,9</b>
Veränderung Vorräte	3,3	-4,5	5,0	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	5,3	-2,2	8,9	-8,7	-0,4	-4,1	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-5,0	0,6	-7,7	30,1	4,1	0,9	0,8
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	3,5	-3,4	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>23,4</b>	<b>5,4</b>	<b>42,6</b>	<b>53,9</b>	<b>41,8</b>	<b>34,5</b>	<b>38,5</b>
CAPEX	-4,2	-13,2	-3,9	-3,9	-5,0	-4,0	-4,5
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>-5,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	99,7	-11,7	7,6	-16,5	-19,5	-10,5	0,0
Dividende Vorjahr	-6,4	0,0	-5,2	0,0	-16,0	-19,1	-23,9
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>-35,5</b>	<b>-29,6</b>	<b>-23,9</b>
Veränderung liquide Mittel	-21,0	75,6	-80,3	22,6	1,3	0,9	10,1
<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>28,2</b>	<b>29,1</b>	<b>39,1</b>

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg 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 %	87,7 %	86,1 %	86,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	922.258	966.639	997.482	984.391	1.035.714	1.068.571	1.097.143
EBITDA je Mitarbeiter	104.513	106.393	115.670	144.857	131.714	152.857	157.143
EBIT-Marge	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	12,7 %	13,0 %
EBITDA / Operating Assets	787,7 %	267,7 %	480,4 %	-398,1 %	-304,8 %	-480,9 %	-543,2 %
ROA	8,2 %	10,1 %	-135,1 %	46,2 %	12,0 %	14,3 %	15,2 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	141	187	206	270	153	126	107
Operating Assets Turnover	69,5	24,3	41,4	-27,1	-24,0	-33,6	-37,9
Capital Employed Turnover	1,3	1,1	2,7	1,5	1,6	1,7	1,6
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	20,4 %	12,8 %	15,0 %	24,8 %	17,8 %	21,3 %	21,8 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	22,7 %	14,9 %	18,0 %	28,3 %	20,5 %	24,0 %	23,9 %
ROE	15,3 %	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	17,0 %	18,4 %	18,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	17,7 %	19,2 %	19,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	17,7 %	19,2 %	19,0 %
ROIC	8,0 %	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	11,9 %	13,9 %	14,1 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	89,8	3,2	92,2	53,1	32,3	20,9	10,8
Net Gearing	79,9 %	1,4 %	290,6 %	35,9 %	20,2 %	12,0 %	5,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	113,7 %	265,9 %	32,9 %	185,1 %	264,8 %	347,7 %	367,6 %
Current ratio	0,8	2,2	0,6	0,8	1,0	1,0	1,2
Acid Test Ratio	0,7	1,7	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0
EBITDA / Zinsaufwand	17,4	5,2	7,9	11,4	30,7	35,7	45,8
Netto Zinsdeckung	40,6	5,4	8,9	17,3	30,9	39,7	62,6
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	19,2	-7,7	38,7	50,0	36,8	30,5	34,0
Free Cash Flow / Umsatz	6,8 %	-2,1 %	11,1 %	14,5 %	10,1 %	8,2 %	8,9 %
Adj. Free Cash Flow	32,0	37,8	38,6	53,1	44,1	51,5	53,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	7,0 %	7,1 %	6,6 %	10,0 %	8,5 %	9,5 %	9,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	111,9 %	-31,8 %	-21,0 %	47,4 %	135,0 %	95,3 %	100,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,8 %	2,9 %	3,1 %	12,1 %	0,7 %	1,0 %	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 %	70,3 %	74,8 %	79,7 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	63,2 %	15,8 %	36,3 %	7,3 %	1,4 %	1,1 %	1,2 %
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 %	84,7 %	67,8 %	91,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,9 %	2,7 %	3,4 %	-1,1 %	-4,3 %	-4,2 %	-3,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	203,9 %	234,1 %	312,3 %	121,4 %	121,6 %	132,1 %	131,9 %
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	37,0	37,0
Payables payment period (Tage)	10,5	14,5	8,3	29,2	28,0	28,0	28,0
Cash conversion cycle (Tage)	2,7	13,1	7,0	-14,8	-17,7	-13,8	-13,0
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	2,8 %	n.a.	n.a.	4,3 %	5,1 %	6,4 %	7,3 %
P/B	3,3	1,6	11,8	2,5	2,3	2,2	2,0
EV/sales	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	13,4	10,7	10,5	8,4	8,8	7,4	7,0
EV/EBIT	14,9	12,6	12,6	9,6	10,1	8,3	7,7
EV/FCF	22,2	n.m.	11,0	8,5	11,1	13,0	11,3
P/E	13,0	10,6	n.m.	3,5	13,8	11,7	11,0
P/CF	17,1	54,0	10,3	11,3	9,8	9,9	9,6
Adj. Free Cash Flow Yield	5,1 %	1,6 %	8,5 %	7,8 %	9,4 %	9,6 %	10,1 %

Quellen: Drillisch (berichtete Daten), Warburg 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	27,2	32,0	34,0
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	5,8	6,7	6,3	5,9	5,9	4,9
- Zinsergebnis (netto)	-0,7	-6,3	-206,2	66,5	-1,3	-1,2	-0,8
+ Steuern	10,9	3,4	11,7	9,7	11,7	14,4	15,3
- 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>44,1</b>	<b>51,5</b>	<b>53,0</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	7,5%	8,8%	9,0%	12,4%	10,8%	13,0%	13,7%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>427,6</b>	<b>427,6</b>	<b>427,6</b>	<b>427,6</b>	<b>406,9</b>	<b>395,6</b>	<b>385,5</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>319,8</b>	<b>377,9</b>	<b>386,0</b>	<b>530,6</b>	<b>441,0</b>	<b>515,0</b>	<b>530,0</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	53,1	53,1	53,1	53,1	32,3	20,9	10,8
- 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>407,6</b>	<b>493,0</b>	<b>518,1</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>7,66</b>	<b>9,27</b>	<b>9,74</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-28,9%	-13,3%	-11,1%	27,6%	9,1%	32,0%	38,7%

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

	13,0%	3,61	4,45	4,57	6,66	5,75	7,03	7,44
	12,0%	3,99	4,90	5,03	7,30	6,28	7,65	8,08
Fairer	11,0%	4,45	5,44	5,58	8,05	6,91	8,39	8,83
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>5,00</b>	<b>6,09</b>	<b>6,24</b>	<b>8,96</b>	<b>7,66</b>	<b>9,27</b>	<b>9,74</b>
Yield	9,0%	5,66	6,88	7,05	10,07	8,58	10,34	10,85
	8,0%	6,50	7,87	8,06	11,45	9,74	11,69	12,23
	7,0%	7,57	9,13	9,35	13,24	11,22	13,42	14,01

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

## DCF Modell - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	362,5	374,0	384,0	393,6	401,5	409,5	417,7	421,9	426,1	430,3	434,7	439,0	443,4	447,8
Veränderung	5,2%	3,2%	2,7%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	40,2	47,6	50,1	41,3	40,1	41,0	41,8	42,2	38,3	34,4	34,8	26,3	26,6	26,9
EBIT-Marge	11,1%	12,7%	13,0%	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	28,1	32,8	34,6	28,5	27,7	28,3	28,8	29,1	26,5	23,8	24,0	18,2	18,4	18,5
Abschreibungen	5,9	5,9	4,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
in % vom Umsatz	1,6%	1,6%	1,3%	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	3,5	-3,4	-0,4	-17,6	-2,1	-2,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-5,0	-4,0	-4,5	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5
Investitionsquote	1,4%	1,1%	1,2%	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)	32,7	31,3	34,6	9,8	25,6	26,1	28,7	29,0	26,4	23,7	23,9	18,1	18,3	18,5

### Modellparameter

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

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	225,3		
Terminal Value	69,4		
Verbindlichkeiten	-29,0		
Liquide Mittel	150,0	Aktienzahl (Mio.)	53,19
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>415,7</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>7,82</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%
9,93%	7,32	7,34	7,37	7,39	7,42	7,45	7,48
9,43%	7,51	7,53	7,56	7,59	7,62	7,66	7,69
9,18%	7,61	7,64	7,67	7,70	7,74	7,77	7,81
<b>8,93%</b>	7,71	7,75	7,78	<b>7,82</b>	7,85	7,89	7,94
8,68%	7,83	7,86	7,90	7,94	7,98	8,02	8,07
8,43%	7,94	7,98	8,02	8,06	8,11	8,16	8,21
7,93%	8,20	8,24	8,29	8,34	8,40	8,45	8,51

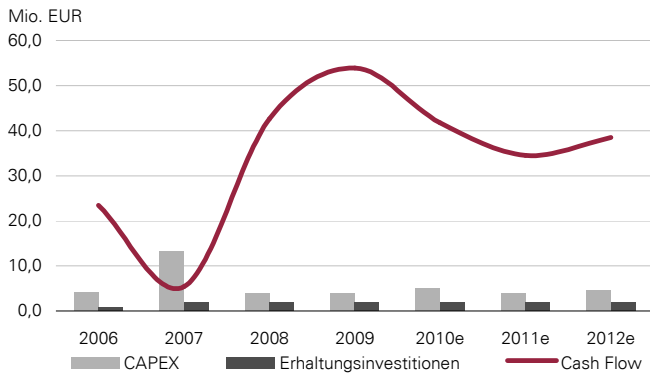
#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,93%	6,47	6,78	7,09	7,39	7,70	8,00	8,31
9,43%	6,63	6,95	7,27	7,59	7,91	8,23	8,56
9,18%	6,71	7,04	7,37	7,70	8,03	8,36	8,69
<b>8,93%</b>	6,80	7,14	7,48	<b>7,82</b>	8,15	8,49	8,83
8,68%	6,90	7,24	7,59	7,94	8,28	8,63	8,98
8,43%	6,99	7,35	7,71	8,06	8,42	8,78	9,13
7,93%	7,21	7,59	7,96	8,34	8,72	9,10	9,48

Quelle: Warburg Research



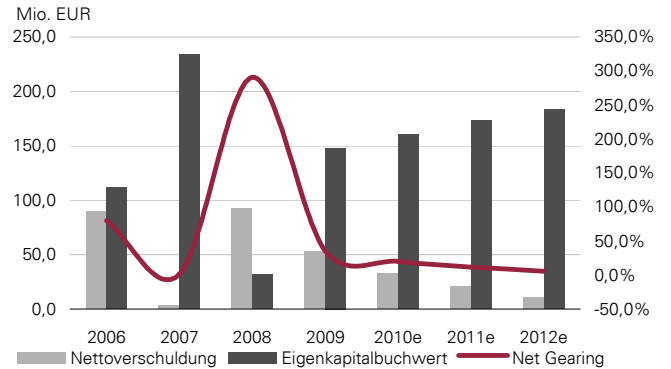
### Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

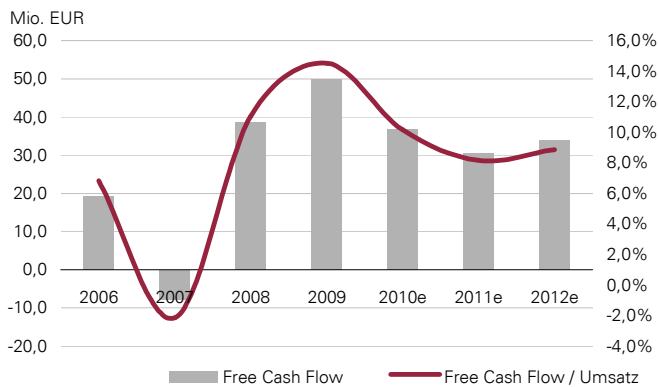
### Bilanzqualität - Drillisch



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

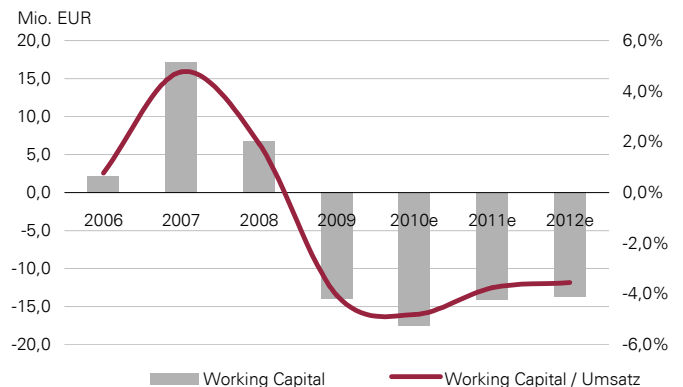
### Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

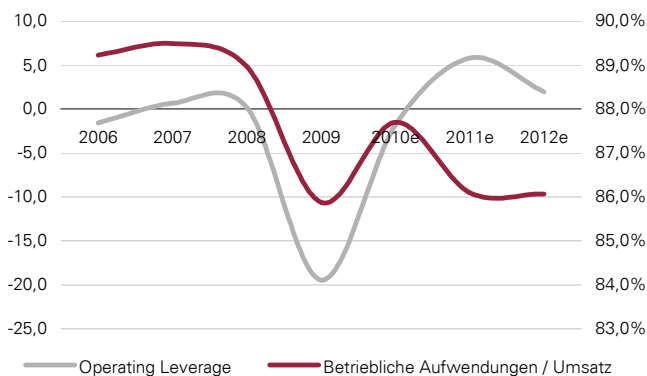
### Working Capital - Drillisch



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

- Kundenvorauszahlungen führen zu neg. Working Capital

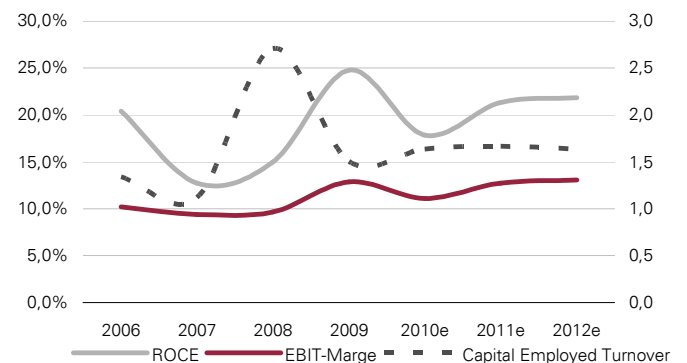
### Operating Leverage - Drillisch



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

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

### 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.

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.

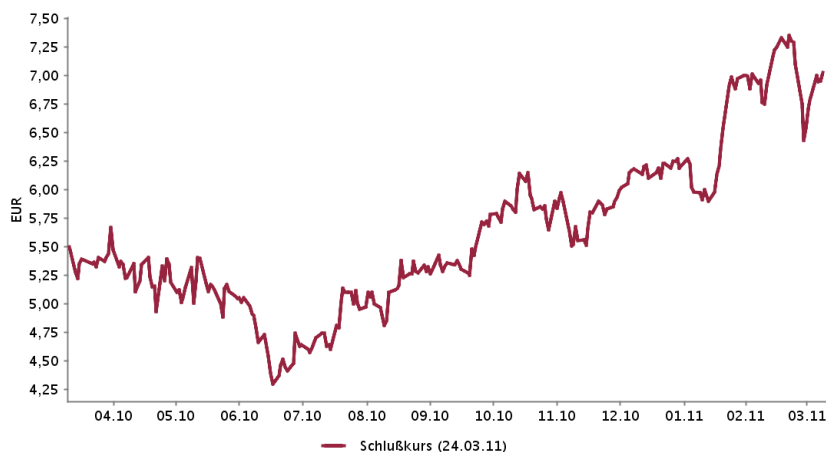
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	67%
Halten	48	30%
Verkaufen	6	4%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>162</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	70	71%
Halten	27	27%
Verkaufen	2	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>99</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Drillisch AG am 25.03.11**



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>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 40 309537-230 <a href="mailto:fbreiter@warburg-research.com">fbreiter@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>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@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>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@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>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@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>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@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>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@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>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@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>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@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>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@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>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@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>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b> Business Support	+49 40 309537-100 <a href="mailto:fschmidt-petersen@warburg-research.com">fschmidt-petersen@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>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@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>		

## 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>Barbara C. Launer-Effler</b> Head of Equities	+49 40 3282-2636 <a href="mailto:blauner-effler@mmwarburg.com">blauner-effler@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>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bölsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2663 <a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>