

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 9,65 (alt: 9,65)

Kurs EUR 5,60
Bloomberg DRI GR
Reuters DRIG
Branche Telecom/Internet

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



Aktien Daten: 08.11.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 298 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 226 Mio.
Buchwert: EUR 157 Mio.
Aktienanzahl: 53,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 4,1 Mio.

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

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	332	0	339	0	345	0
EBIT	47,6	0	51,6	0	54,1	0
EPS	0,50	0	0,84	0	1,18	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 09.11.2011
 Analyst: Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130
 jreichert@warburg-research.com

Gravierende Vorwürfe - Hintergründe nicht klar

Die Vorwürfe der Deutschen Telekom gegen Drillisch sind gravierend: „Betrug und die Aktivierung von Scheinkunden.“

Die Strategie von Drillisch: Drillisch verfolgt seit längerem die Strategie, die Rohwaren Minuten- und Datenvolumen von Netzbetreibern einzukaufen, mit eigenen Tarifen zu veredeln und unter eigener Marke sowie auf eigene Rechnung zu vermarkten. Im Gegenzug zu den guten Einkaufskonditionen wird auf Provisionsvereinbarungen verzichtet. Gemäß Aussagen von Drillisch bestehen sehr gute Einkaufskonditionen mit Vodafone und O2, jedoch nicht mit der Deutschen Telekom. Vielmehr würde mit der Deutschen Telekom noch auf Basis einer klassischen Netzbetreiber-Mobilfunk Service Provider Beziehung gearbeitet, bei der Provisionszahlungen eine wichtige Erlös-komponente darstellen.

Entsprechend wird ein Großteil des Neukundengeschäfts auf Basis des O2 oder Vodafone-Netzes betrieben. In Drillisch's SIM-Kartenbestand von ca. 2,5 Mio. Karten dürften sich rund 0,5 Mio. Karten befinden, die noch dem Telekom-Netz zuzuordnen sind. Drillisch dürfte bereits ca. > 200 Tsd. SIM-Karten aus dem Telekom-Netzwerk in das O2-Netzwerk transferiert haben. Entsprechend gingen der Telekom 200 Tsd. Teilnehmer verloren.

Somit gibt es aus WR-Sicht fünf theoretisch mögliche Hintergründe der Vorwürfe:

- Aggressives Verhalten der Telekom, weil ein langjähriger wichtiger Kooperationspartner kein Neugeschäft mehr macht und zusätzlich den Kundenbestand von T-Mobile attackiert
- Überreaktion, da die Deutsche Telekom wegen Compliance und Datenschutz selbst immer wieder in der Kritik steht
- Fehlverhalten eines einzigen Vertriebspartners von Drillisch
- Betrügerisches System innerhalb der Drillisch-Gruppe zur Optimierung des SIM-Kartenbestands und der Erlöse
- Unterschiedliche Auslegung der Verträge zwischen Drillisch und Deutsche Telekom

In den ersten drei Fällen wären die Auswirkungen auf Drillisch vernachlässigbar – im schlimmsten Fall wäre eine Strafzahlung in der Höhe des entstandenen Schadens zu entrichten. Die Verwicklung der kompletten Drillisch-Gruppe in ein Betrugssystem für Provisionen in Höhe von EUR 1,4 Mio. erscheint wenig rational – der Drillisch-Konzern erwirtschaftet ein EBITDA von > EUR 50 Mio. p.a. Daher wäre eine Verwicklung der gesamten Drillisch-Gruppe in systematischen Betrug nur dann logisch und wirtschaftlich erklärbar, wenn das betrügerische Verhalten eine deutlich höhere wirtschaftliche Auswirkung auf die Ergebnisse hätte. Zudem haben die Netzbetreiber O2 und Vodafone bekannt gegeben, dass in ihren Kundenbeständen im Zusammenhang mit Drillisch keine Ungereimtheiten festgestellt worden wären. Allerdings haben beide Unternehmen keine Geschäftsbeziehungen mit der Marke Simply, gegen die die Betrugsvorwürfe hauptsächlich ausgesprochen wurden.

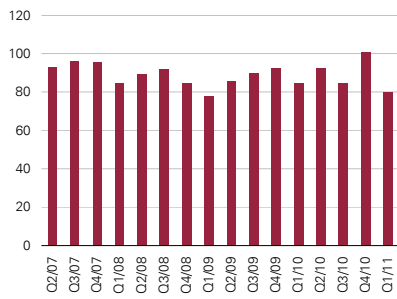
Vertrauen könnte insbesondere dann zurück gewonnen werden, wenn z.B. der Vorstand und Aufsichtsrat in Drillisch-Aktien investieren würde (derzeit Sperrfrist wegen Reporting-Zeit).

Die Aktie handelt derzeit mit einem EV/EBITDA 2012e von ~3, sowie einer Dividenden-Rendite von 13% - hinsichtlich der Wachstumserwartungen und der Stabilität des Geschäftsmodells eine attraktive Chance zum Einstieg. Jedoch dürfte das Sentiment für die Aktie aufgrund der Vorwürfe seitens der Deutschen Telekom zunächst weiter belastend wirken. Darüber hinaus ist nicht mit einer schnellen Klärung des Sachverhalts und der Vorwürfe zu rechnen.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	362	350	345	363	332	339	345
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	28,1 %	-3,2 %	-1,6 %	5,2 %	-8,4 %	2,1 %	1,8 %
Rohertrag	77,5	75,3	82,9	90,4	91,6	96,4	98,6
<i>Rohertragsmarge</i>	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,9 %	27,6 %	28,4 %	28,6 %
EBITDA	39,8	40,6	50,7	46,1	53,5	56,5	59,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,0 %	11,6 %	14,7 %	12,7 %	16,1 %	16,7 %	17,1 %
EBIT	34,0	33,9	44,4	40,2	47,6	51,6	54,1
<i>EBIT-Marge</i>	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	14,3 %	15,2 %	15,7 %
Jahresüberschuss	24,3	-184	106	30,8	26,8	44,6	62,5
EPS	0,66	-3,58	1,98	0,58	0,50	0,84	1,18
Free Cash Flow je Aktie	-0,21	0,75	0,94	0,69	0,39	0,84	1,18
Dividende	0,00	0,00	0,30	0,50	0,65	0,75	0,75
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	5,4 %	8,9 %	11,6 %	13,4 %	13,4 %
EV/Umsatz	0,9	0,9	1,0	0,9	0,7	0,4	0,4
EV/EBITDA	8,3	8,1	6,5	7,1	4,2	2,3	2,2
EV/EBIT	9,7	9,7	7,4	8,2	4,7	2,5	2,4
KGV	8,5	n.m.	2,8	9,7	11,2	6,7	4,7
ROCE	12,8 %	15,0 %	24,8 %	18,9 %	18,0 %	18,8 %	23,6 %
Adj. Free Cash Flow Yield	11,5 %	11,7 %	16,1 %	13,4 %	22,8 %	32,1 %	32,5 %

Entwicklung Umsatz

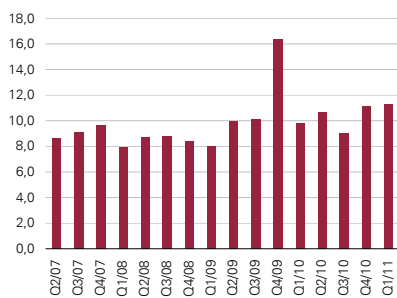
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Entwicklung EBIT

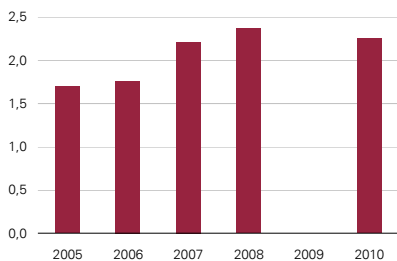
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Entwicklung Mobilfunkkunden

in Mio.



Quelle: Drillisch

Unternehmenshintergrund

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

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

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

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

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	362	350	345	363	332	339	345
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	1,5	2,0
Gesamtleistung	363	352	347	365	334	341	347
Materialaufwand	286	277	264	274	242	244	248
Rohertrag	77,5	75,3	82,9	90,4	91,6	96,4	98,6
Personalaufwendungen	21,0	19,5	21,4	23,9	22,9	23,1	23,1
Sonstige betriebliche Erträge	16,4	3,0	10,2	2,6	2,3	2,4	2,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,1	18,2	21,0	23,0	17,6	19,2	18,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	39,8	40,6	50,7	46,1	53,5	56,5	59,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
EBITA	38,6	39,2	49,7	45,2	52,6	55,6	58,1
Abschreibungen auf iAV	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	4,0	4,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	34,0	33,9	44,4	40,2	47,6	51,6	54,1
Zinserträge	1,3	1,4	1,9	0,8	0,2	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	7,6	5,2	4,5	2,0	3,8	4,0	4,0
Finanzergebnis	-6,3	-206	66,5	2,2	-8,7	13,1	36,5
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	27,7	-172	111	42,5	38,9	64,7	90,6
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	27,7	-172	111	42,5	38,9	64,7	90,6
Steuern gesamt	3,4	11,7	9,7	11,6	12,1	20,1	28,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	24,3	-184	101	30,8	26,8	44,6	62,5
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	24,3	-184	106	30,8	26,8	44,6	62,5
Minority interest	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	24,3	-184	106	30,8	26,8	44,6	62,5

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

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,6 %
Gesamtleistung	100,5 %	100,6 %	100,6 %	100,6 %	100,6 %	100,4 %	100,6 %
Materialaufwand	79,0 %	79,1 %	76,5 %	75,6 %	73,0 %	72,0 %	72,0 %
Rohertrag	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,9 %	27,6 %	28,4 %	28,6 %
Personalaufwendungen	5,8 %	5,6 %	6,2 %	6,6 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,5 %	0,9 %	3,0 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,2 %	5,2 %	6,1 %	6,4 %	5,3 %	5,7 %	5,5 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	11,0 %	11,6 %	14,7 %	12,7 %	16,1 %	16,7 %	17,1 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
EBITA	10,7 %	11,2 %	14,4 %	12,5 %	15,8 %	16,4 %	16,8 %
Abschreibungen auf iAV	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,2 %	1,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	14,3 %	15,2 %	15,7 %
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwendungen	2,1 %	1,5 %	1,3 %	0,6 %	1,1 %	1,2 %	1,2 %
Finanzergebnis	-1,8 %	-58,9 %	19,3 %	0,6 %	-2,6 %	3,9 %	10,6 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,7 %	11,7 %	19,1 %	26,3 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,7 %	11,7 %	19,1 %	26,3 %
Steuern gesamt	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,2 %	3,6 %	5,9 %	8,1 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,7 %	-52,6 %	29,4 %	8,5 %	8,1 %	13,2 %	18,1 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,7 %	-52,6 %	30,7 %	8,5 %	8,1 %	13,2 %	18,1 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	6,7 %	-52,6 %	30,6 %	8,5 %	8,1 %	13,2 %	18,1 %

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

Bilanz Drillisch

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	85,7	82,3	81,3	78,5	76,0	75,0	74,0
davon übrige imm. VG	19,3	15,9	14,0	11,3	8,8	7,8	6,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	66,4	66,4	67,2	67,2	67,2	67,2	67,2
Sachanlagen	1,9	1,7	1,3	1,3	1,9	2,5	3,1
Finanzanlagen	152	52,2	146	123	234	234	234
Anlagevermögen	240	136	229	203	312	311	311
Vorräte	10,6	5,6	6,3	7,7	7,1	7,2	7,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	33,6	24,7	33,4	28,4	26,4	26,9	27,4
Sonstige Vermögensgegenstände	17,1	11,3	10,2	8,3	26,7	26,7	26,7
Liquide Mittel	84,7	4,3	26,9	27,6	26,2	n.a.	n.a.
Umlaufvermögen	146	45,9	76,8	72,0	86,4	-25,6	-2,1
Bilanzsumme (Aktiva)	386	182	305	275	398	286	309
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	58,5	54,7	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5
Kapitalrücklage	128	120	127	127	127	127	127
Gewinnrücklagen	31,1	31,1	31,1	31,1	-55,3	-63,0	-58,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	15,7	-174	-68,0	-75,9	26,8	44,6	62,5
Buchwert	234	31,7	148	140	157	167	189
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Eigenkapital	234	31,7	148	140	157	167	189
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Rückstellungen gesamt	10,7	4,2	3,1	11,2	11,2	11,2	11,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	87,9	96,5	80,0	58,1	174	50,6	50,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	14,4	7,9	27,5	24,8	25,5	26,0	26,5
Sonstige Verbindlichkeiten	39,4	41,8	46,7	40,1	30,9	30,9	30,9
Verbindlichkeiten	152	150	157	134	241	119	119
Bilanzsumme (Passiva)	386	182	305	275	398	286	309

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

Bilanz Drillisch

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22,2 %	45,2 %	26,6 %	28,6 %	19,1 %	26,3 %	24,0 %
davon übrige imm. VG	5,0 %	8,7 %	4,6 %	4,1 %	2,2 %	2,7 %	2,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,2 %	36,4 %	22,0 %	24,5 %	16,9 %	23,5 %	21,8 %
Sachanlagen	0,5 %	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,9 %	1,0 %
Finanzanlagen	39,5 %	28,7 %	47,8 %	44,7 %	58,7 %	81,9 %	75,7 %
Anlagevermögen	62,2 %	74,8 %	74,8 %	73,8 %	78,3 %	109,0 %	100,7 %
Vorräte	2,7 %	3,1 %	2,1 %	2,8 %	1,8 %	2,5 %	2,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,7 %	13,6 %	11,0 %	10,4 %	6,6 %	9,4 %	8,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,4 %	6,2 %	3,3 %	3,0 %	6,7 %	9,4 %	8,7 %
Liquide Mittel	21,9 %	2,4 %	8,8 %	10,1 %	6,6 %	n.a.	n.a.
Umlaufvermögen	37,8 %	25,2 %	25,2 %	26,2 %	21,7 %	-9,0 %	-0,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	15,2 %	30,0 %	19,2 %	21,3 %	14,7 %	20,5 %	19,0 %
Kapitalrücklage	33,3 %	65,6 %	41,4 %	46,1 %	31,8 %	44,3 %	41,0 %
Gewinnrücklagen	8,1 %	17,1 %	10,2 %	11,3 %	-13,9 %	-22,1 %	-18,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	-27,7 %	6,7 %	15,6 %	20,3 %
Buchwert	60,5 %	17,4 %	48,5 %	51,1 %	39,3 %	58,3 %	61,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Eigenkapital	60,5 %	17,4 %	48,5 %	51,1 %	39,4 %	58,4 %	61,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3 %	0,5 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	2,8 %	2,3 %	1,0 %	4,1 %	2,8 %	3,9 %	3,6 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	22,8 %	53,0 %	26,2 %	21,2 %	43,6 %	17,7 %	16,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,7 %	4,3 %	9,0 %	9,0 %	6,4 %	9,1 %	8,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10,2 %	22,9 %	15,3 %	14,6 %	7,8 %	10,8 %	10,0 %
Verbindlichkeiten	39,5 %	82,6 %	51,5 %	48,9 %	60,6 %	41,6 %	38,7 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung Drillisch

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	24,3	-184	106	31,0	26,8	44,6	62,5
Abschreibung Anlagevermögen	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	4,0	4,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-23,2	214	-78,8	5,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	6,9	36,4	33,1	41,4	32,7	49,5	67,4
Veränderung Vorräte	-4,5	5,0	-0,7	-1,4	0,6	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,2	8,9	-8,7	5,0	2,0	-0,5	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,6	-7,7	30,1	-3,5	-10,7	0,5	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	4,6	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	6,2	20,8	-0,6	-8,1	-0,1	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,4	42,6	53,9	40,8	24,6	49,4	67,3
CAPEX	-13,2	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0	-4,5	-4,5
Zugänge aus Akquisitionen	-41,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-43,9	-123	-21,4	-0,3	-111	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	52,4	14,3	0,8	3,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-46,3	-113	-24,5	-1,2	-115	-4,5	-4,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-11,7	7,6	-16,5	-22,9	116	-123	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-5,2	0,0	-16,0	-26,6	-34,6	-39,9
Erwerb eigener Aktien	2,5	0,0	9,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	126	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	117	-10,2	-6,8	-38,9	89,0	-158	-39,9
Veränderung liquide Mittel	75,6	-80,3	22,6	0,8	-1,4	-113	22,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	84,7	4,3	26,9	27,7	26,2	-86,4	-63,5

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

Kennzahlen Drillisch

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,5 %	89,0 %	85,9 %	87,8 %	84,5 %	83,8 %	83,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	966.639	997.482	984.391	1.035.689	948.571	968.571	985.714
EBITDA je Mitarbeiter	106.393	115.670	144.857	131.714	152.857	161.429	168.571
EBIT-Marge	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,1 %	14,3 %	15,2 %	15,7 %
EBITDA / Operating Assets	267,7 %	480,4 %	-398,1 %	-358,8 %	-1296,7 %	-1649,2 %	-2164,3 %
ROA	10,1 %	-135,1 %	46,2 %	15,3 %	8,6 %	14,3 %	20,1 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	187	206	270	285	177	137	112
Operating Assets Turnover	24,3	41,4	-27,1	-28,2	-80,5	-98,9	-127
Capital Employed Turnover	1,1	2,7	1,5	1,8	1,0	1,6	1,4
Kapitalverzinsung							
ROCE	12,8 %	15,0 %	24,8 %	18,9 %	18,0 %	18,8 %	23,6 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	14,9 %	18,0 %	28,3 %	21,5 %	20,2 %	20,6 %	25,7 %
ROE	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	22,1 %	17,1 %	26,8 %	33,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	21,5 %	18,1 %	27,6 %	35,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	21,5 %	18,1 %	27,6 %	35,1 %
ROIC	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	14,7 %	7,8 %	19,3 %	24,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	3,2	92,2	53,1	30,5	147	137	114
Net Gearing	1,4 %	290,6 %	35,9 %	21,7 %	94,1 %	82,2 %	60,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	265,9 %	32,9 %	185,1 %	241,7 %	90,2 %	329,4 %	374,0 %
Current ratio	2,2	0,6	0,8	1,1	1,5	-0,4	0,0
Acid Test Ratio	1,7	0,5	0,7	0,8	1,2	-0,5	-0,1
EBITDA / Zinsaufwand	5,2	7,9	11,4	23,2	14,1	14,1	14,8
Netto Zinsdeckung	5,4	8,9	17,3	33,5	13,2	14,3	15,0
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-7,7	38,7	50,0	36,8	20,6	44,9	62,8
Free Cash Flow / Umsatz	-2,1 %	11,1 %	14,5 %	10,2 %	6,2 %	13,3 %	18,2 %
Adj. Free Cash Flow	37,8	38,6	53,1	44,1	51,5	41,5	42,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	6,6 %	10,0 %	8,4 %	10,7 %	9,0 %	7,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-31,8 %	-21,0 %	47,4 %	118,9 %	76,8 %	100,7 %	100,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,9 %	3,1 %	12,1 %	2,9 %	0,7 %	-1,3 %	-0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,2 %	5,6 %	5,0 %	2,9 %	3,3 %	3,6 %	7,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	15,8 %	85,9 %	128,8 %	89,4 %	63,8 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	15,8 %	36,3 %	7,3 %	1,2 %	34,6 %	1,3 %	1,3 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	990,5 %	1896,6 %	402,1 %	72,3 %	1949,2 %	91,8 %	91,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	2,7 %	3,4 %	-1,1 %	-3,9 %	-3,0 %	-1,8 %	-1,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	234,1 %	312,3 %	121,4 %	114,8 %	103,5 %	103,5 %	103,4 %
Inventory processing period (Tage)	10,7	5,8	6,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Receivables collection period (Tage)	33,9	25,8	35,4	28,6	29,0	29,0	29,0
Payables payment period (Tage)	14,5	8,3	29,2	28,0	28,0	28,0	28,0
Cash conversion cycle (Tage)	13,1	7,0	-14,8	-17,3	-6,6	-6,3	-6,0
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	5,4 %	8,9 %	11,6 %	13,4 %	13,4 %
P/B	1,3	9,4	2,0	2,1	1,9	1,8	1,6
EV/sales	0,9	0,9	1,0	0,9	0,7	0,4	0,4
EV/EBITDA	8,3	8,1	6,5	7,1	4,2	2,3	2,2
EV/EBIT	9,7	9,7	7,4	8,2	4,7	2,5	2,4
EV/FCF	n.m.	8,5	6,6	8,9	11,0	2,9	2,1
P/E	8,5	n.m.	2,8	9,7	11,2	6,7	4,7
P/CF	43,1	8,2	9,0	7,2	9,1	6,0	4,4
Adj. Free Cash Flow Yield	11,5 %	11,7 %	16,1 %	13,4 %	22,8 %	32,1 %	32,5 %

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

Free Cash Flow Yield - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	24,3	-184,1	105,6	31,0	26,8	44,6	62,5	
+ Abschreibung + Amortisation	5,8	6,7	6,3	5,7	5,9	4,9	4,9	
- Zinsergebnis (netto)	-6,3	-206,2	66,5	2,2	-8,7	13,1	36,5	
+ Steuern	3,4	11,7	9,7	11,6	12,1	20,1	28,1	
- Erhaltungsinvestitionen	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-13,0	-15,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	37,8	38,6	53,1	44,1	51,5	41,5	42,0	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	11,5%	11,7%	16,1%	13,4%	22,8%	19,2%	21,8%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	329,1	329,1	329,1	329,1	226,1	215,7	192,8	
= Fairer Enterprise Value	377,9	386,0	530,6	441,0	515,0	415,0	420,0	
- Nettoverschuldung (Cash)	30,5	30,5	30,5	30,5	147,5	137,1	114,2	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Sonstige	0,2	0,2	0,2	0,2	-219,8	-219,8	-219,8	
= Faire Marktkapitalisierung	346,7	354,8	499,5	409,8	586,8	497,2	525,1	
Aktienanzahl (Mio.)	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	6,52	6,67	9,39	7,70	11,03	9,35	9,87	
Premium (-) / Discount (+) in %	16,4%	19,1%	67,7%	37,6%	97,0%	66,9%	76,3%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	4,88	5,00	7,09	5,79	8,80	7,55	8,05
	12,0%	5,33	5,46	7,73	6,32	9,42	8,05	8,56
Fairer	11,0%	5,87	6,01	8,48	6,95	10,15	8,64	9,16
Free Cash Flow	10,0%	6,52	6,67	9,39	7,70	11,03	9,35	9,87
Yield	9,0%	7,31	7,48	10,50	8,63	12,11	10,22	10,75
	8,0%	8,30	8,49	11,88	9,78	13,45	11,30	11,85
	7,0%	9,56	9,78	13,67	11,26	15,18	12,69	13,26

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

DCF Modell - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	332,0	339,0	345,0	351,2	356,5	361,8	365,4	369,1	372,8	376,5	380,3	384,1	387,9	391,8
Veränderung	-8,4%	2,1%	1,8%	1,8%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	47,6	51,6	54,1	57,9	64,2	65,1	62,1	59,1	59,6	56,5	41,8	38,4	38,8	39,2
EBIT-Marge	14,3%	15,2%	15,7%	16,5%	18,0%	18,0%	17,0%	16,0%	16,0%	15,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Steuerquote	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
NOPAT	32,8	35,6	37,3	40,0	44,3	44,9	42,9	40,7	41,2	39,0	28,9	26,5	26,8	27,0
Abschreibungen	5,9	4,9	4,9	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9
in % vom Umsatz	1,8%	1,4%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-8,1	-0,1	-0,1	-5,8	-5,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-4,0	-4,5	-4,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9
Investitionsquote	1,2%	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	26,6	35,9	37,6	34,0	38,6	44,9	42,8	40,7	41,1	38,9	28,8	26,4	26,7	27,0

Modellparameter

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

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	309,0		
Terminal Value	120,4		
Verbindlichkeiten	-135,0		
Liquide Mittel	327,1	Aktienzahl (Mio.)	53,19
Eigenkapitalwert	621,5	Wert je Aktie (EUR)	11,69

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

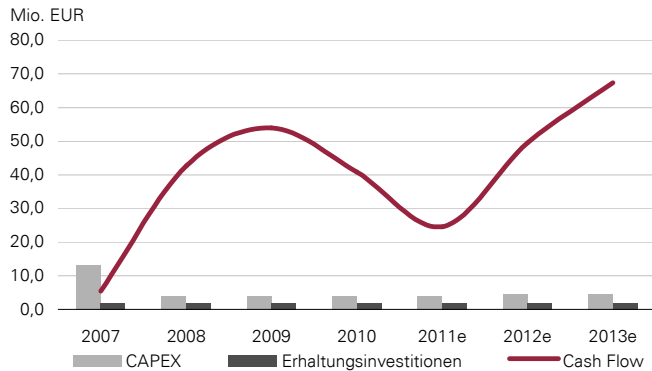
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
9,04%	10,79	10,83	10,87	10,92	10,97	11,03	11,08
8,54%	11,12	11,17	11,23	11,28	11,34	11,41	11,48
8,29%	11,30	11,36	11,42	11,48	11,54	11,62	11,69
8,04%	11,49	11,55	11,62	11,69	11,76	11,84	11,92
7,79%	11,69	11,76	11,83	11,90	11,98	12,07	12,16
7,54%	11,91	11,98	12,06	12,14	12,23	12,32	12,42
7,04%	12,37	12,46	12,55	12,65	12,76	12,87	13,00

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,04%	10,08	10,36	10,64	10,92	11,20	11,49	11,77
8,54%	10,39	10,69	10,98	11,28	11,58	11,88	12,18
8,29%	10,56	10,86	11,17	11,48	11,79	12,09	12,40
8,04%	10,73	11,05	11,37	11,69	12,00	12,32	12,64
7,79%	10,92	11,25	11,58	11,90	12,23	12,56	12,89
7,54%	11,13	11,46	11,80	12,14	12,48	12,81	13,15
7,04%	11,57	11,93	12,29	12,65	13,01	13,37	13,73

Quelle: Warburg Research

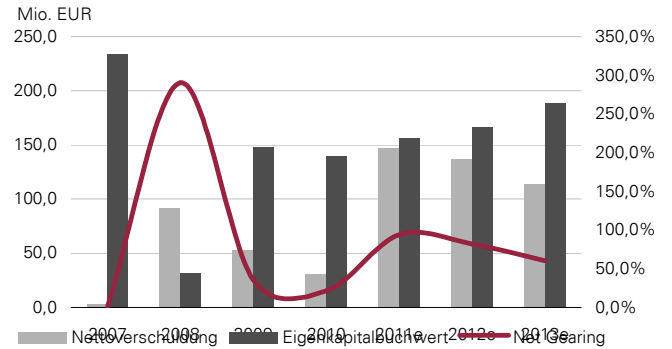
Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

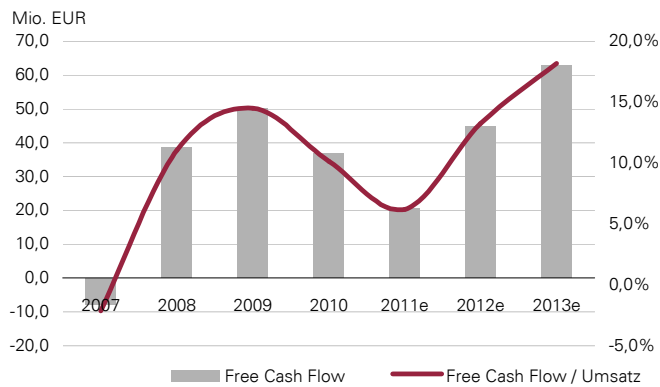
Bilanzqualität - Drillisch



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

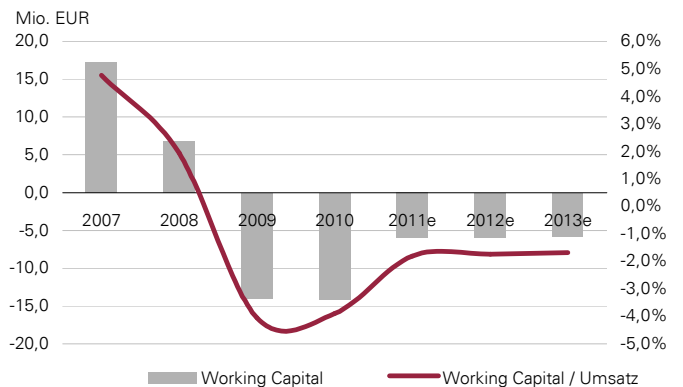
Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

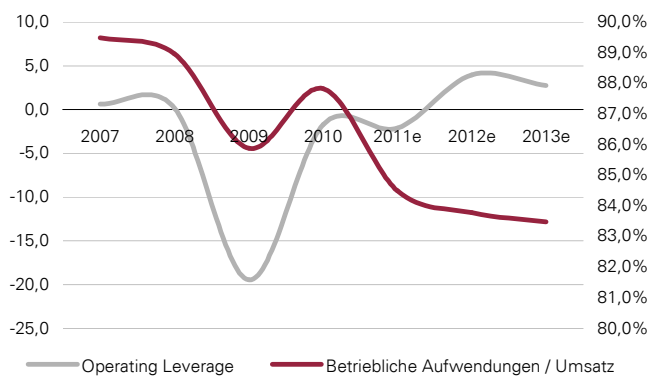
Working Capital - Drillisch



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

- Kundenvorauszahlungen führen zu neg. Working Capital

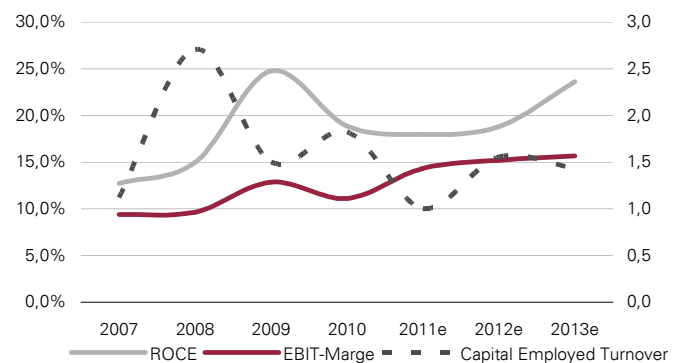
Operating Leverage - Drillisch



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.

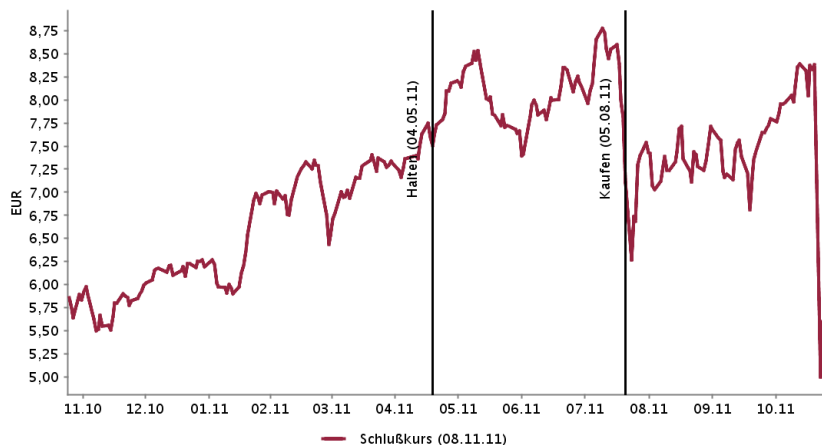
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	178	

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	107	77%
Halten	30	22%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	139	

Kurs- und Empfehlungs-Historie Drillisch AG am 09.11.11



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

Warburg Research GmbH

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

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



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

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