

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 10,50** (alt: 9,65)

**Kurs** EUR 9,12  
**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: 03.04.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 485 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 350 Mio.  
**Buchwert:** EUR 185 Mio.  
**Aktienanzahl:** 53,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 3,6 Mio.

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

**Termine:**  
 Zahlen Q1 11.05.12  
 HV 25.05.12  
 Zahlen Q2 10.08.12  
 Zahlen Q3 09.11.12

Änderung	2012e		2013e		2014e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	339	1,1	345	2,1	361	-
<b>EBIT</b>	51,6	6,2	54,1	5,9	59,8	-
<b>EPS</b>	0,84	0	1,18	7,6	1,31	-

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 04.04.2012  
 Analyst: Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130  
 jreichert@warburg-research.com

## Auswirkungen des Financial Engineering auf die G+V, Erhöhung von Kursziel+Prognosen

**Die Beteiligung an Freenet:** Der Drillisch-Konzern hatte per Ende 2011 26 Mio. Freenet-Aktien im Bestand (20,3% der ausstehenden Freenet-Aktien). Davon waren der Drillisch AG direkt 11,5 Mio. zuordenbar, 14,5 Mio. Aktien werden von der Tochtergesellschaft MSP Holding GmbH gehalten. Das Financial Engineering im Zusammenhang mit den vom Konzern gehaltenen Freenet-Aktien hat erhebliche Auswirkungen auf das Vorsteuerergebnis und damit auf das nach IFRS ausgewiesene EPS. Die in der MSP Holding gehaltenen Freenet Aktien werden über die Bank of America finanziert und die direkt gehaltenen Aktien nun über eine Wandelanleihe.

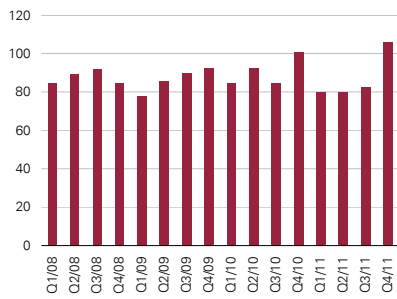
**Bank of America:** Im Mai 2011 gab Drillisch bekannt, über die Tochtergesellschaft MSP Holding 6,44 Mio. Aktien zum Kaufpreis von EUR 55,38 Mio. (pro Aktie: EUR 8,60) erworben zu haben. Der Paketkauf wurde mit einem Darlehen in der gleichen Höhe finanziert. Bereits im Februar 2011 wurden in einer kreditfinanzierten Tranche Freenet-Aktien für ca. EUR 31 Mio. erworben. **Insgesamt beläuft sich damit das Kreditpaket mit der Bank of America auf ca. EUR 89,7 Mio. Zur Absicherung des Darlehens wurden 13,3 Mio. Freenet-Aktien** an die Bank of America verpfändet. Die erste Tranche des Kredits ist 2015 zurückzuzahlen. Gleichzeitig wurde mit der Bank of America ein Kurssicherungsgeschäft abgeschlossen. Das Kurssicherungsgeschäft soll Wertschwankungen der Freenet-Aktie auffangen. Das Derivat verursacht direkte Kosten pro Jahr (WRe: EUR 4 Mio.), die unter anderem von der Freenet-Dividendenzahlung abhängen. Zudem muss der Wert des Kurssicherungsgeschäfts im Finanzergebnis ausgewiesen werden. Der Wert wird zu jedem Stichtag neu ermittelt und hängt im Wesentlichen vom Freenet-Kurs sowie von der Restlaufzeit ab. Tendenziell ist der Wert des Derivats umso geringer, je höher der Freenet-Kurs ist.

**Wandelanleihe:** Die Wandelanleihe auf Freenet-Aktien hat ein Volumen von ca. EUR 125 Mio. und eine Laufzeit von 5 Jahren. Ab einem Kurs der Freenet-Aktie von EUR 14,77 kann Drillisch die Anleihe in Freenet-Aktien zurückzahlen. Hierfür werden 8,5 Mio. Freenet-Aktien verpfändet. Gleichzeitig steht der Drillisch AG nur eine Dividendenrendite der verpfändeten Aktien von 5% zu. Ein darüber hinaus gehende Dividendenrendite steht den Gläubigern zu und wird zur Anpassung des Wandlungspreises genutzt.

**Prognosen+Bewertung:** Gegenüber 2011 wird ein Umsatzrückgang von 1,6% auf EUR 342 Mio. (alt EUR 339 Mio.) erwartet. In der Umsatzprognose ist der Verkauf von 450 Tsd. Prepaid-Kunden (WRe ARPU: EUR 3) sowie ein Umsatzanstieg im Kerngeschäft um 3% berücksichtigt. Die EBITDA-Prognose wird von EUR 56,5 Mio. auf EUR 58 Mio. (Marge: 16,9%) erhöht. Gründe hierfür sind die höhere erwartete Umsatzbasis im Kerngeschäft sowie bessere Einkaufskonditionen als bisher berücksichtigt. Unterhalb des EBIT gestalten sich die Prognosen aus den oben aufgeführten Sachverhalten schwierig, da erstens die Bedingungen des Derivats nicht bekannt sind und zweitens der Freenet-Kursverlauf jeweils zu einem bestimmten Stichtag geschätzt werden müsste. In 2012e wird von einem Finanzergebnis von EUR 11,1 Mio. ausgegangen. Dabei berücksichtigt sind Zinsaufwendungen von EUR 8,3 Mio., Wert des Derivats von EUR - 20 Mio., sowie anteiliges Freenet-Nettoergebnis von EUR 28 Mio. Zu berücksichtigen ist ein optisch hohes EPS-Wachstum von 51%. Das hohe Ergebniswachstum ist auf das at-equity Ergebnis der Freenet-Beteiligung zurückzuführen. Bei Freenet fallen in 2013e die PPA-Abschreibungen weg infolge dessen Freenet ein hohes Ergebniswachstum zu verzeichnen hat. Der FCF pro Aktie wird lediglich mit einem Wachstum von +7% auf EUR 0,98 erwartet. Auf Basis der Anhebung der Prognosen wird das Kursziel von EUR 9,65 auf EUR 10,50 angehoben. Im DCF wird 2015e-2025e ein Umsatzwachstum von 1,1% p.a. sowie ein rückläufiger FCF von -4,8% p.a. unterstellt. Das Rating lautet weiter Kaufen.

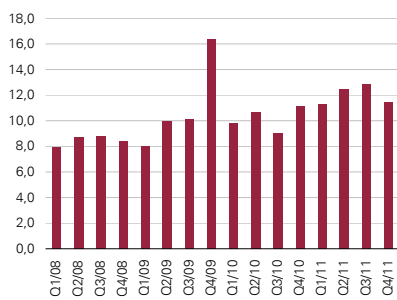
Geschäftsjahresende:	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	350	345	363	349	343	352	361
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-3,2 %	-1,6 %	5,2 %	-3,7 %	-1,8 %	2,7 %	2,5 %
<b>Rohertrag</b>	75,3	82,9	90,4	105	110	112	118
<i>Rohertragsmarge</i>	21,5 %	24,1 %	24,9 %	30,1 %	31,9 %	31,9 %	32,6 %
<b>EBITDA</b>	40,6	50,7	46,1	51,4	58,0	60,5	63,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,6 %	14,7 %	12,7 %	14,7 %	16,9 %	17,2 %	17,5 %
<b>EBIT</b>	33,9	44,4	40,2	48,1	54,8	57,3	59,8
<i>EBIT-Marge</i>	9,7 %	12,9 %	11,1 %	13,8 %	16,0 %	16,3 %	16,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	-184	106	30,8	41,0	44,7	67,5	69,7
<b>EPS</b>	-3,58	1,98	0,58	0,77	0,84	1,27	1,31
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,75	0,94	0,69	0,32	0,95	0,92	0,98
<b>Dividende</b>	0,00	0,30	0,50	0,70	0,75	0,80	0,85
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	3,3 %	5,5 %	7,7 %	8,2 %	8,8 %	9,3 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,8	1,8	1,7	1,8	1,0	1,0	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	15,4	12,3	13,5	12,1	6,0	5,6	5,3
<b>EV/EBIT</b>	18,4	14,0	15,5	13,0	6,4	5,9	5,5
<b>KGV</b>	n.m.	4,6	15,7	11,8	10,9	7,2	7,0
<b>ROCE</b>	15,0 %	24,8 %	18,9 %	18,4 %	13,9 %	12,2 %	13,1 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	6,2 %	8,5 %	7,1 %	7,9 %	16,0 %	12,9 %	14,0 %

**Entwicklung Umsatz**  
in EUR Mio.



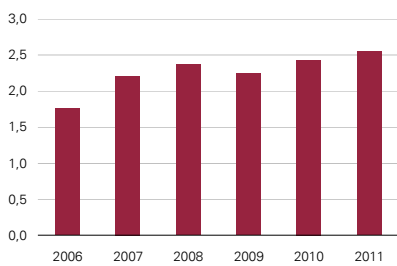
Quelle: Drillisch

**Entwicklung EBIT**  
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung Mobilfunkkunden**  
in Mio.



Quelle: Drillisch

**Unternehmenshintergrund**

Drillisch ist ein Mobilfunk Service Provider (MSP) mit > 2,5 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. Minuten- und Datenvolumina werden bei Netzbetreibern eingekauft und mit eigenen Services und Tarifen veredelt.

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.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>350</b>	<b>345</b>	<b>363</b>	<b>349</b>	<b>343</b>	<b>352</b>	<b>361</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,9	2,0	2,0	2,2	1,5	1,5	2,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>352</b>	<b>347</b>	<b>365</b>	<b>351</b>	<b>344</b>	<b>354</b>	<b>363</b>
Materialaufwand	277	264	274	246	235	241	245
<b>Rohertrag</b>	<b>75,3</b>	<b>82,9</b>	<b>90,4</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>118</b>
Personalaufwendungen	19,5	21,4	23,9	20,8	20,6	21,1	21,7
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	10,2	2,6	1,5	1,4	1,4	1,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,2	21,0	23,0	34,3	32,3	32,2	34,6
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>40,6</b>	<b>50,7</b>	<b>46,1</b>	<b>51,4</b>	<b>58,0</b>	<b>60,5</b>	<b>63,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,4	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>EBITA</b>	<b>39,2</b>	<b>49,7</b>	<b>45,2</b>	<b>50,8</b>	<b>57,3</b>	<b>59,8</b>	<b>62,3</b>
Abschreibungen auf iAV	5,3	5,3	5,0	2,7	2,5	2,5	2,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>33,9</b>	<b>44,4</b>	<b>40,2</b>	<b>48,1</b>	<b>54,8</b>	<b>57,3</b>	<b>59,8</b>
Zinserträge	1,4	1,9	0,8	0,5	1,4	1,6	1,8
Zinsaufwendungen	5,2	4,5	2,0	4,7	8,3	8,5	8,5
Finanzergebnis	-206	66,5	2,2	4,2	1,1	27,1	27,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-172</b>	<b>111</b>	<b>42,5</b>	<b>52,3</b>	<b>55,9</b>	<b>84,4</b>	<b>87,1</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-172</b>	<b>111</b>	<b>42,5</b>	<b>52,3</b>	<b>55,9</b>	<b>84,4</b>	<b>87,1</b>
Steuern gesamt	11,7	9,7	11,6	11,3	11,2	16,9	17,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-184</b>	<b>101</b>	<b>30,8</b>	<b>41,0</b>	<b>44,7</b>	<b>67,5</b>	<b>69,7</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-184</b>	<b>106</b>	<b>30,8</b>	<b>41,0</b>	<b>44,7</b>	<b>67,5</b>	<b>69,7</b>
Minority interest	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-184</b>	<b>106</b>	<b>30,8</b>	<b>41,0</b>	<b>44,7</b>	<b>67,5</b>	<b>69,7</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in % vom Umsatz

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<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 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,6 %</b>
Materialaufwand	79,1 %	76,5 %	75,6 %	70,6 %	68,5 %	68,5 %	68,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>21,5 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>24,9 %</b>	<b>30,1 %</b>	<b>31,9 %</b>	<b>31,9 %</b>	<b>32,6 %</b>
Personalaufwendungen	5,6 %	6,2 %	6,6 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,9 %	3,0 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,2 %	6,1 %	6,4 %	9,8 %	9,4 %	9,1 %	9,6 %
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>11,6 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>16,9 %</b>	<b>17,2 %</b>	<b>17,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
<b>EBITA</b>	<b>11,2 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>17,3 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,5 %	1,5 %	1,4 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>9,7 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>16,0 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>16,6 %</b>
Zinserträge	0,4 %	0,6 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %
Zinsaufwendungen	1,5 %	1,3 %	0,6 %	1,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Finanzergebnis	-58,9 %	19,3 %	0,6 %	1,2 %	0,3 %	7,7 %	7,6 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>24,0 %</b>	<b>24,1 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>24,0 %</b>	<b>24,1 %</b>
Steuern gesamt	3,3 %	2,8 %	3,2 %	3,2 %	3,3 %	4,8 %	4,8 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>19,2 %</b>	<b>19,3 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>30,7 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>19,2 %</b>	<b>19,3 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>30,6 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>19,2 %</b>	<b>19,3 %</b>

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

<b>Bilanz Drillisch</b>							
in EUR Mio.							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	82,3	81,3	78,5	78,1	78,1	78,1	78,1
davon übrige imm. VG	15,9	14,0	11,3	10,9	10,9	10,9	10,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	66,4	67,2	67,2	67,2	67,2	67,2	67,2
Sachanlagen	1,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,8
Finanzanlagen	52,2	146	123	236	236	236	236
<b>Anlagevermögen</b>	<b>136</b>	<b>229</b>	<b>203</b>	<b>316</b>	<b>316</b>	<b>316</b>	<b>316</b>
Vorräte	5,6	6,3	7,7	8,9	8,6	8,8	9,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,7	33,4	28,4	41,7	41,3	42,4	43,5
Sonstige Vermögensgegenstände	11,3	10,2	8,3	6,7	6,7	6,7	6,7
Liquide Mittel	4,3	26,9	27,6	20,7	154	163	113
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>45,9</b>	<b>76,8</b>	<b>72,0</b>	<b>78,0</b>	<b>211</b>	<b>221</b>	<b>172</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>275</b>	<b>394</b>	<b>526</b>	<b>537</b>	<b>488</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	54,7	58,5	58,5	57,1	57,1	57,1	57,1
Kapitalrücklage	120	127	127	120	120	120	120
Gewinnrücklagen	31,1	31,1	31,1	31,1	-36,4	-46,3	-31,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-174	-68,0	-75,9	-43,1	44,7	67,5	69,7
Buchwert	31,7	148	140	165	185	198	216
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Eigenkapital</b>	<b>31,7</b>	<b>148</b>	<b>140</b>	<b>165</b>	<b>186</b>	<b>198</b>	<b>216</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Rückstellungen gesamt	4,2	3,1	11,2	7,0	7,0	7,0	7,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	96,5	80,0	58,1	158	278	278	218
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,9	27,5	24,8	25,1	26,3	27,0	27,7
Sonstige Verbindlichkeiten	41,8	46,7	40,1	38,6	29,8	26,8	20,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>134</b>	<b>228</b>	<b>341</b>	<b>339</b>	<b>272</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>275</b>	<b>394</b>	<b>526</b>	<b>537</b>	<b>488</b>

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

<b>Bilanz Drillisch</b>							
in % der Bilanzsumme							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	45,2 %	26,6 %	28,6 %	19,8 %	14,8 %	14,5 %	16,0 %
davon übrige imm. VG	8,7 %	4,6 %	4,1 %	2,8 %	2,1 %	2,0 %	2,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	36,4 %	22,0 %	24,5 %	17,1 %	12,8 %	12,5 %	13,8 %
Sachanlagen	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
Finanzanlagen	28,7 %	47,8 %	44,7 %	60,1 %	44,9 %	44,0 %	48,4 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>73,8 %</b>	<b>80,2 %</b>	<b>60,0 %</b>	<b>58,8 %</b>	<b>64,8 %</b>
Vorräte	3,1 %	2,1 %	2,8 %	2,3 %	1,6 %	1,6 %	1,8 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,6 %	11,0 %	10,4 %	10,6 %	7,9 %	7,9 %	8,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	6,2 %	3,3 %	3,0 %	1,7 %	1,3 %	1,2 %	1,4 %
Liquide Mittel	2,4 %	8,8 %	10,1 %	5,3 %	29,3 %	30,4 %	23,1 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>19,8 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>41,2 %</b>	<b>35,2 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	30,0 %	19,2 %	21,3 %	14,5 %	10,9 %	10,6 %	11,7 %
Kapitalrücklage	65,6 %	41,4 %	46,1 %	30,5 %	22,8 %	22,3 %	24,6 %
Gewinnrücklagen	17,1 %	10,2 %	11,3 %	7,9 %	-6,9 %	-8,6 %	-6,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-95,3 %	-22,3 %	-27,7 %	-11,0 %	8,5 %	12,6 %	14,3 %
Buchwert	17,4 %	48,5 %	51,1 %	41,9 %	35,2 %	36,9 %	44,2 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>17,4 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>51,1 %</b>	<b>42,0 %</b>	<b>35,3 %</b>	<b>37,0 %</b>	<b>44,2 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,5 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	2,3 %	1,0 %	4,1 %	1,8 %	1,3 %	1,3 %	1,4 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	53,0 %	26,2 %	21,2 %	40,1 %	52,8 %	51,7 %	44,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,3 %	9,0 %	9,0 %	6,4 %	5,0 %	5,0 %	5,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	22,9 %	15,3 %	14,6 %	9,8 %	5,7 %	5,0 %	4,1 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>82,6 %</b>	<b>51,5 %</b>	<b>48,9 %</b>	<b>58,0 %</b>	<b>64,8 %</b>	<b>63,0 %</b>	<b>55,8 %</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.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-184	106	31,0	41,0	44,7	67,5	69,7
Abschreibung Anlagevermögen	1,4	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5,3	5,3	5,0	2,7	2,5	2,5	2,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	214	-78,8	5,0	-7,2	11,4	-14,6	-14,6
<b>Cash Flow</b>	<b>36,4</b>	<b>33,1</b>	<b>41,4</b>	<b>37,2</b>	<b>59,3</b>	<b>56,1</b>	<b>58,2</b>
Veränderung Vorräte	5,0	-0,7	-1,4	-1,2	0,3	-0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	8,9	-8,7	5,0	-13,3	0,4	-1,1	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-7,7	30,1	-3,5	-2,8	-6,2	-2,3	-1,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	6,2	20,8	-0,6	-17,3	-5,5	-3,6	-2,6
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>42,6</b>	<b>53,9</b>	<b>40,8</b>	<b>20,0</b>	<b>53,8</b>	<b>52,5</b>	<b>55,6</b>
CAPEX	-3,9	-3,9	-4,0	-2,8	-3,3	-3,4	-3,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-123	-21,4	-0,3	-66,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	14,3	0,8	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-113</b>	<b>-24,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-69,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	7,6	-16,5	-22,9	78,0	120	0,0	-60,0
Dividende Vorjahr	-5,2	0,0	-16,0	-26,6	-37,2	-39,9	-42,6
Erwerb eigener Aktien	0,0	9,7	0,0	-8,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-12,4	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-10,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-38,9</b>	<b>42,9</b>	<b>82,7</b>	<b>-39,9</b>	<b>-103</b>
Veränderung liquide Mittel	-80,3	22,6	0,8	-6,9	133	9,2	-50,4
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4,3</b>	<b>26,9</b>	<b>27,7</b>	<b>20,7</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>113</b>

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

## Kennzahlen Drillisch

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,0 %	85,9 %	87,8 %	85,9 %	83,5 %	83,2 %	83,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	997.482	984.391	1.035.689	997.420	979.591	1.006.040	1.031.191
EBITDA je Mitarbeiter	115.670	144.857	131.714	146.857	165.714	172.857	180.000
EBIT-Marge	9,7 %	12,9 %	11,1 %	13,8 %	16,0 %	16,3 %	16,6 %
EBITDA / Operating Assets	480,4 %	-398,1 %	-358,8 %	1173,8 %	583,7 %	440,4 %	378,7 %
ROA	-135,1 %	46,2 %	15,3 %	13,0 %	14,2 %	21,4 %	22,0 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	206	270	285	282	256	229	197
Operating Assets Turnover	41,4	-27,1	-28,2	79,7	34,5	25,6	21,7
Capital Employed Turnover	2,7	1,5	1,8	1,1	0,7	0,7	0,8
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	15,0 %	24,8 %	18,9 %	18,4 %	13,9 %	12,2 %	13,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	18,0 %	28,3 %	21,5 %	19,7 %	14,7 %	12,9 %	13,8 %
ROE	-579,9 %	71,3 %	22,1 %	24,8 %	24,1 %	34,0 %	32,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-138,7 %	117,4 %	21,5 %	26,8 %	25,5 %	35,2 %	33,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-138,7 %	112,6 %	21,5 %	26,9 %	25,5 %	35,2 %	33,6 %
ROIC	-132,3 %	43,1 %	14,7 %	12,3 %	9,5 %	13,9 %	15,8 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	92,2	53,1	30,5	137	124	115	105
Net Gearing	290,6 %	35,9 %	21,7 %	83,0 %	66,7 %	57,7 %	48,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	32,9 %	185,1 %	241,7 %	104,8 %	66,8 %	71,5 %	99,1 %
Current ratio	0,6	0,8	1,1	1,2	3,8	4,1	3,6
Acid Test Ratio	0,5	0,7	0,8	1,0	3,2	3,5	3,0
EBITDA / Zinsaufwand	7,9	11,4	23,2	10,9	7,0	7,1	7,4
Netto Zinsdeckung	8,9	17,3	33,5	11,5	7,9	8,3	8,9
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	38,7	50,0	36,8	17,1	50,5	49,1	52,1
Free Cash Flow / Umsatz	11,1 %	14,5 %	10,2 %	4,9 %	14,7 %	13,9 %	14,4 %
Adj. Free Cash Flow	38,6	53,1	44,1	49,4	56,0	43,9	46,4
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	6,6 %	10,0 %	8,4 %	9,6 %	10,7 %	9,4 %	9,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-21,0 %	47,4 %	118,9 %	41,8 %	113,0 %	72,7 %	74,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	12,1 %	2,9 %	2,2 %	1,6 %	1,0 %	1,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,6 %	5,0 %	2,9 %	4,4 %	3,8 %	3,1 %	3,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	15,8 %	85,9 %	90,7 %	89,2 %	63,0 %	64,9 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	36,3 %	7,3 %	1,2 %	20,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	1896,6 %	402,1 %	72,3 %	2081,1 %	103,1 %	106,3 %	109,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	3,4 %	-1,1 %	-3,9 %	-1,6 %	1,7 %	3,0 %	3,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	312,3 %	121,4 %	114,8 %	166,1 %	157,0 %	157,0 %	157,0 %
Inventory processing period (Tage)	5,8	6,6	7,8	9,3	9,1	9,1	9,1
Receivables collection period (Tage)	25,8	35,4	28,6	43,6	44,0	44,0	44,0
Payables payment period (Tage)	8,3	29,2	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Cash conversion cycle (Tage)	7,0	-14,8	-17,3	1,5	9,2	12,7	15,0
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	3,3 %	5,5 %	7,7 %	8,2 %	8,8 %	9,3 %
P/B	15,3	3,3	3,5	2,9	2,6	2,4	2,2
EV/sales	1,8	1,8	1,7	1,8	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	15,4	12,3	13,5	12,1	6,0	5,6	5,3
EV/EBIT	18,4	14,0	15,5	13,0	6,4	5,9	5,5
EV/FCF	16,1	12,5	16,9	36,3	6,9	6,9	6,3
P/E	n.m.	4,6	15,7	11,8	10,9	7,2	7,0
P/CF	13,3	14,6	11,7	13,0	8,2	8,6	8,3
Adj. Free Cash Flow Yield	6,2 %	8,5 %	7,1 %	7,9 %	16,0 %	12,9 %	14,0 %

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

**Free Cash Flow Yield - Drillisch**

Angaben in Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	-184,1	105,6	31,0	41,0	44,7	67,5	69,7
+ Abschreibung + Amortisation	6,7	6,3	5,7	3,3	3,2	3,2	3,2
- Zinsergebnis (netto)	-206,2	66,5	2,2	4,2	1,1	27,1	27,3
+ Steuern	11,7	9,7	11,6	11,3	11,2	16,9	17,4
- 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	-14,6	-14,6
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>38,6</b>	<b>53,1</b>	<b>44,1</b>	<b>49,4</b>	<b>56,0</b>	<b>43,9</b>	<b>46,4</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,2%	8,5%	7,1%	7,9%	16,0%	12,9%	14,0%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>622,9</b>	<b>622,9</b>	<b>622,9</b>	<b>622,9</b>	<b>349,6</b>	<b>340,4</b>	<b>330,8</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>386,0</b>	<b>530,6</b>	<b>441,0</b>	<b>493,7</b>	<b>560,0</b>	<b>439,0</b>	<b>464,0</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	137,1	137,1	137,1	137,1	123,8	114,6	105,0
- Pensionsverbindlichkeiten	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
- Sonstige	0,2	0,2	0,2	0,2	-259,8	-259,8	-259,8
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>248,2</b>	<b>392,8</b>	<b>303,2</b>	<b>355,9</b>	<b>695,5</b>	<b>583,7</b>	<b>618,3</b>
Aktienanzahl (Mio.)	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>4,67</b>	<b>7,39</b>	<b>5,70</b>	<b>6,69</b>	<b>13,08</b>	<b>10,97</b>	<b>11,62</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-48,8%	-19,0%	-37,5%	-26,6%	43,4%	20,3%	27,5%

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

	13,0%	2,99	5,08	3,79	4,55	10,65	9,07	9,61
	12,0%	3,46	5,72	4,32	5,14	11,32	9,60	10,17
Fairer	11,0%	4,01	6,48	4,95	5,85	12,12	10,22	10,83
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>4,67</b>	<b>7,39</b>	<b>5,70</b>	<b>6,69</b>	<b>13,08</b>	<b>10,97</b>	<b>11,62</b>
Yield	9,0%	5,47	8,49	6,62	7,72	14,25	11,89	12,59
	8,0%	6,48	9,88	7,77	9,01	15,71	13,04	13,80
	7,0%	7,78	11,66	9,25	10,67	17,59	14,51	15,36

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

### DCF Modell - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	342,9	352,1	360,9	367,4	372,9	378,5	382,3	386,1	390,0	393,9	397,8	401,8	405,8	409,9
Veränderung	-1,8%	2,7%	2,5%	1,8%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	54,8	57,3	59,8	61,0	63,4	60,6	57,3	54,1	50,7	47,3	43,8	36,2	36,5	36,9
EBIT-Marge	16,0%	16,3%	16,6%	16,6%	17,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuerquote	20,0%	20,0%	20,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
NOPAT	43,8	45,8	47,8	42,1	43,7	41,8	39,6	37,3	35,0	32,6	30,2	25,0	25,2	25,5
Abschreibungen	3,2	3,2	3,2	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1
in % vom Umsatz	0,9%	0,9%	0,9%	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	-5,5	-3,6	-2,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1
Investitionsquote	1,0%	1,0%	1,0%	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	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	38,3	42,0	44,9	41,6	43,2	41,6	39,4	37,1	34,8	32,5	30,0	24,8	25,0	25,3

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	20,00%	Beta	1,17
Fremdkapitalzins	4,0%	WACC	8,40%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2025	313,3		
Terminal Value	100,7		
Verbindlichkeiten	-277,0		
Liquide Mittel	425,0	Aktienzahl (Mio.)	53,19
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>562,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>10,57</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%
9,40%	9,78	9,82	9,85	9,89	9,93	9,98	10,02
8,90%	10,08	10,12	10,17	10,21	10,26	10,31	10,37
8,65%	10,24	10,29	10,33	10,38	10,44	10,49	10,55
<b>8,40%</b>	10,41	10,46	10,51	<b>10,57</b>	10,62	10,69	10,75
8,15%	10,59	10,64	10,70	10,76	10,82	10,89	10,96
7,90%	10,78	10,83	10,90	10,96	11,03	11,11	11,19
7,40%	11,18	11,25	11,33	11,41	11,49	11,58	11,68

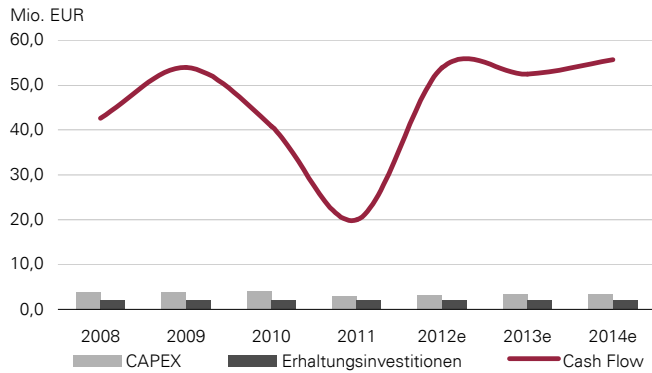
#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,40%	9,04	9,32	9,61	9,89	10,18	10,46	10,75
8,90%	9,31	9,61	9,91	10,21	10,51	10,81	11,11
8,65%	9,46	9,77	10,08	10,38	10,69	11,00	11,31
<b>8,40%</b>	9,61	9,93	10,25	<b>10,57</b>	10,88	11,20	11,52
8,15%	9,78	10,10	10,43	10,76	11,09	11,41	11,74
7,90%	9,95	10,29	10,62	10,96	11,30	11,64	11,98
7,40%	10,33	10,69	11,05	11,41	11,77	12,13	12,49

Quelle: Warburg Research



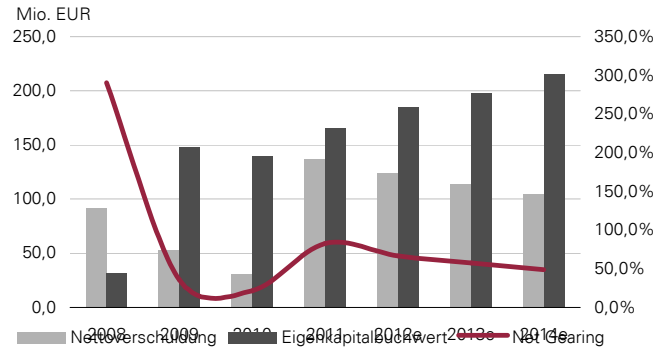
### Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

■ MVNO-Modell, daher CAPEX von ca. 1,5% des Umsatzes

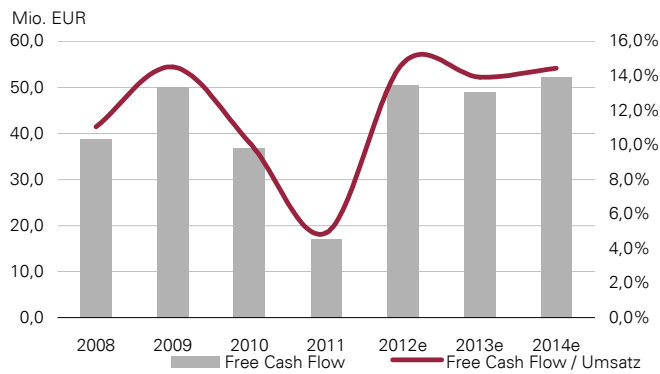
### Bilanzqualität - Drillisch



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

■ Anstieg der Nettoverschuldung im wesentlichen durch Kauf von Freenet-Aktien

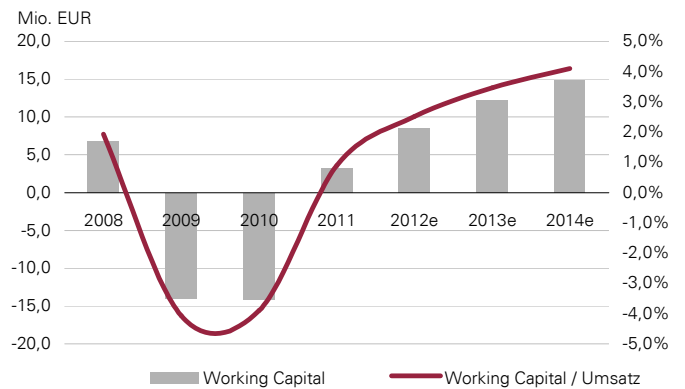
### Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

■ Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

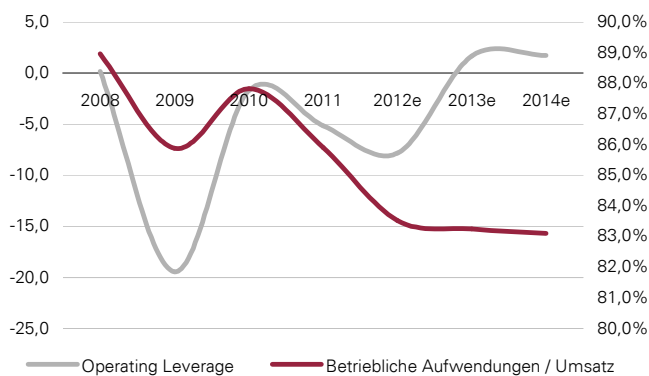
### Working Capital - Drillisch



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

■ MVNO-Geschäftsmodell führt zu Aufbau von Working Capital

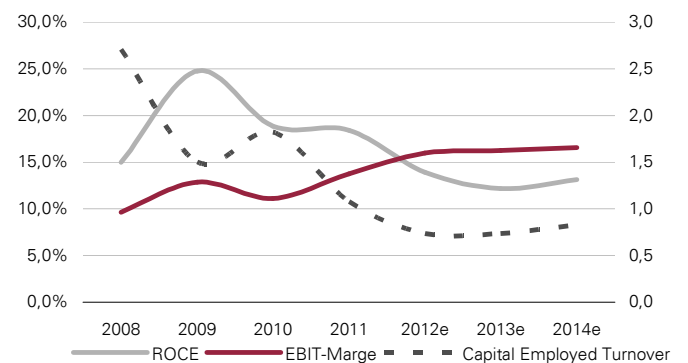
### Operating Leverage - Drillisch



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

■ Materialaufwand sollte deutlich zurück gehen

### 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

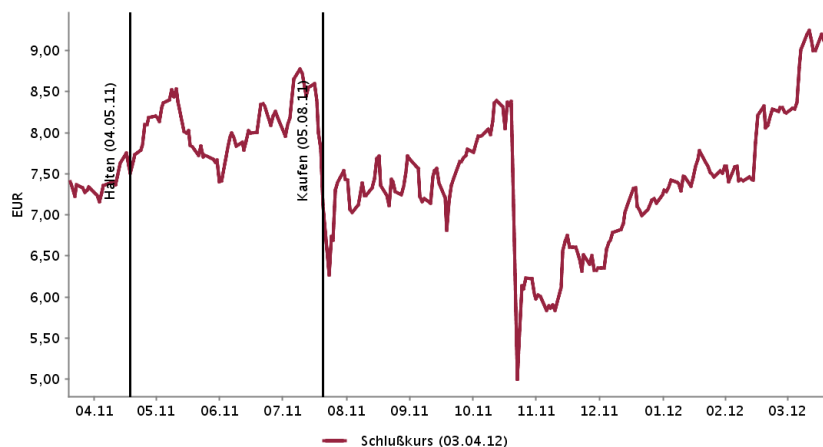
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	66%
Halten	51	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>178</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	93	67%
Halten	41	29%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>139</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Drillisch AG am 04.04.12**



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>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 <a href="mailto:ccohrs@warburg-research.com">ccohrs@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>
<b>Malte Räther</b>	+49 40 309537-185 <a href="mailto:mraether@warburg-research.com">mraether@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>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>

<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Roland Rapelius</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:rapelius@warburg-research.com">rapelius@warburg-research.com</a>
<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>
<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@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>

## M.M. Warburg & CO KGaA

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

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



M. M. WARBURG & CO

1798

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

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