

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 10,00** (alt: 10,50)

**Kurs** EUR 7,80  
**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: 12.06.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 415 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 261 Mio.  
**Buchwert:** EUR 155 Mio.  
**Aktienanzahl:** 53,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 3,3 Mio.

**Aktionäre:**  
 Freefloat 85,7 %  
 M. Brucherseifer 7,2 %  
 Flossbach & v Storch (im freefloat) 5,2 %  
 SP GmbH 3,7 %  
 MV GmbH 3,5 %

**Termine:**  
 Q2 10.08.12  
 Q3 09.11.12

Änderung	2012e		2013e		2014e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	343	0	352	0	361	0
<b>EBIT</b>	54,8	0	57,3	0	59,8	0
<b>EPS</b>	0,84	0	1,27	0	1,31	0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 13.06.2012  
 Analyst: Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130  
 jreichert@warburg-research.com

**Hohe Qualität und Wachstum**

Drillisch ist ein virtueller Mobilfunk-Netzbetreiber in Deutschland. Netzdienstleistungen (Daten und Sprache) werden als Rohstoff von den Mobilfunknetzbetreibern Vodafone und O2 eingekauft, durch Drillisch veredelt und unter eigenen Marken and Endkunden verkauft. Per Ende Q1/2012 hatte Drillisch 2,5 Mio. SIM-Karten im Bestand.

**Die wesentlichen Säulen des Geschäftsmodells sind:**

- **Mehrmarken-Strategie:** Drillisch vermarktet die Mobilfunkprodukte auf Basis von mehreren Marken. Ziel dabei ist es, kundengruppen-spezifische Tarife anzubieten, innovative Tarife, Preise und Produkte zu lancieren, ohne unmittelbar den kompletten Kundenbestand zu verwässern.
- **Entkopplung von Tarif und Netz:** Drillisch vermarktet stets Tarif und Marke. Das dem Tarif hinterlegte Netz steht nicht im Vordergrund. Zudem ist Drillisch prinzipiell in der Lage, das dem Tarif hinterlegte Netz auszutauschen. Dies reduziert erheblich die Abhängigkeit von den Netzbetreibern. Zudem lässt sich mit dieser Strategie die Marge optimieren.
- **Konzentration auf internet-basierte Vertriebswege:** Die Vermarktung und der Vertrieb der Produkte erfolgt schwerpunktmäßig über internet-basierte Vertriebswege.

Treiber des EBITDA-Wachstums und der damit einhergehenden EBITDA-Margensteigerung ist die Transformation von SIM-Karten in die neue Tarif- und Produktkategorien. Dies hat zur Folge, dass Provisionen von Netzbetreibern wegfallen, im Gegenzug sich die Einkaufskonditionen deutlich verbessern (alt: ca. 30% Bruttomarge, neu: ca. 50% Bruttomarge). Darüber hinaus sollte Drillisch in der Lage sein, die Kundenbasis weiter zu steigern.

Neben dem eigenen operativen Geschäft ist Drillisch mit nahezu 25% bzw. ca. 32 Mio. Aktien an dem Mobilfunk-Serviceprovider freenet beteiligt. Davon sind ca. 6,4 Mio. Aktien über ein Derivat abgesichert. Zusätzlich sind 8,5 Mio. Freenet-Aktien für die ausstehende Wandelanleihe in Höhe von ca. EUR 125 Mio. verpfändet. Sowohl für die abgesicherten Freenet-Aktien als auch für die für die Wandelanleihe verpfändeten Aktien steht Drillisch nicht mehr die volle Freenet-Dividende zu. Zusätzlich haben das Freenet-Paket und die Kurssicherung erhebliche Auswirkungen auf das Finanzergebnis von Drillisch. Ca. 25% des Nettoergebnisses von Freenet werden im Finanzergebnis von Drillisch vereinnahmt. Gleichzeitig hat das Derivat bei steigenden Freenet-Kursen einen negativen Effekt auf das Finanzergebnis. Als Resultat gilt nun folgendes zu beachten:

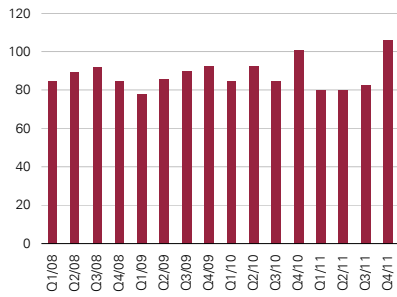
- Bei Freenet fallen in 2013 erstmalig die PPA (resultierend aus der Debitel-Akquisition) weg. Damit ergibt sich optisch eine hohe Gewinnsteigerung bei Freenet und damit auch bei Drillisch, ohne dass diese durch eine verbesserte operative Performance begründet wäre.
- PPA-Effekt und die nur noch teilweise Vereinnahmung der freenet-Dividende kann nur noch führen dazu, dass EPS und FCF pro Aktie bei Drillisch auseinander laufen.
- Durch die aufgezählten Effekte ist es kaum möglich, unterhalb des EBIT eine vernünftige Planung aufzustellen.

Auf Basis des erwarteten Umsatz- und EBITDA-Wachstums, der attraktiven Dividendenrendite von 9,5% sowie der guten Wettbewerbsqualität lautet das Rating Kaufen mit einem Kursziel von EUR 10 (die Reduktion von EUR 10,50 auf EUR 10 ist im Wesentlichen rein rechnerisch bedingt durch den Dividendenabschlag).

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>Rohhertrag</b>	75,3	82,9	90,4	105	110	112	118
<i>Rohhertragsmarge</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	0,36	0,79	0,83
<b>Dividende</b>	0,00	0,30	0,50	0,70	0,75	0,80	0,85
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	3,8 %	6,4 %	9,0 %	9,6 %	10,3 %	10,9 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,6	1,6	1,5	1,6	0,8	0,7	0,7
<b>EV/EBITDA</b>	13,6	10,9	12,0	10,7	4,5	4,3	4,1
<b>EV/EBIT</b>	16,3	12,5	13,7	11,5	4,8	4,5	4,3
<b>KGV</b>	n.m.	3,9	13,5	10,1	9,3	6,1	6,0
<b>ROCE</b>	15,0 %	24,8 %	18,9 %	18,4 %	14,5 %	13,2 %	14,6 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	7,0 %	9,6 %	8,0 %	8,9 %	15,7 %	12,9 %	14,0 %

**Entwicklung Umsatz**

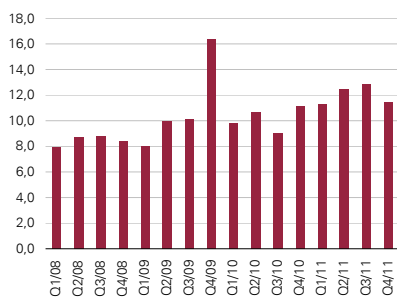
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung EBIT**

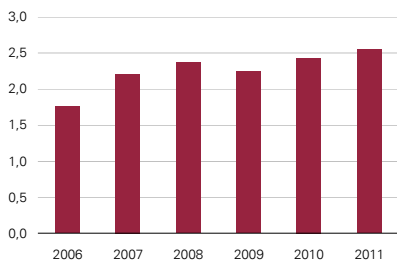
in EUR Mio.



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	44,1	45,3	46,5
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	122	125	66,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>45,9</b>	<b>76,8</b>	<b>72,0</b>	<b>78,0</b>	<b>182</b>	<b>186</b>	<b>129</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>275</b>	<b>394</b>	<b>498</b>	<b>502</b>	<b>445</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	-66,4	-86,3	-81,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-174	-68,0	-75,9	-43,1	44,7	67,5	69,7
Buchwert	31,7	148	140	165	155	158	166
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>156</b>	<b>158</b>	<b>166</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	37,6	38,6	39,6
Sonstige Verbindlichkeiten	41,8	46,7	40,1	38,6	19,8	19,8	15,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>134</b>	<b>228</b>	<b>342</b>	<b>343</b>	<b>279</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>182</b>	<b>305</b>	<b>275</b>	<b>394</b>	<b>498</b>	<b>502</b>	<b>445</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 %	15,7 %	15,6 %	17,5 %
davon übrige imm. VG	8,7 %	4,6 %	4,1 %	2,8 %	2,2 %	2,2 %	2,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	36,4 %	22,0 %	24,5 %	17,1 %	13,5 %	13,4 %	15,1 %
Sachanlagen	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
Finanzanlagen	28,7 %	47,8 %	44,7 %	60,1 %	47,5 %	47,1 %	53,1 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>73,8 %</b>	<b>80,2 %</b>	<b>63,5 %</b>	<b>63,0 %</b>	<b>71,1 %</b>
Vorräte	3,1 %	2,1 %	2,8 %	2,3 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,6 %	11,0 %	10,4 %	10,6 %	8,9 %	9,0 %	10,5 %
Sonstige Vermögensgegenstände	6,2 %	3,3 %	3,0 %	1,7 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %
Liquide Mittel	2,4 %	8,8 %	10,1 %	5,3 %	24,6 %	24,9 %	15,0 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>25,2 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>19,8 %</b>	<b>36,5 %</b>	<b>37,0 %</b>	<b>28,9 %</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 %	11,5 %	11,4 %	12,8 %
Kapitalrücklage	65,6 %	41,4 %	46,1 %	30,5 %	24,1 %	23,9 %	26,9 %
Gewinnrücklagen	17,1 %	10,2 %	11,3 %	7,9 %	-13,4 %	-17,2 %	-18,2 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-95,3 %	-22,3 %	-27,7 %	-11,0 %	9,0 %	13,5 %	15,7 %
Buchwert	17,4 %	48,5 %	51,1 %	41,9 %	31,2 %	31,6 %	37,2 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>17,4 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>51,1 %</b>	<b>42,0 %</b>	<b>31,3 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>37,2 %</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 %	1,4 %	1,4 %	1,6 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	53,0 %	26,2 %	21,2 %	40,1 %	55,8 %	55,4 %	48,9 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,3 %	9,0 %	9,0 %	6,4 %	7,6 %	7,7 %	8,9 %
Sonstige Verbindlichkeiten	22,9 %	15,3 %	14,6 %	9,8 %	4,0 %	4,0 %	3,4 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>82,6 %</b>	<b>51,5 %</b>	<b>48,9 %</b>	<b>58,0 %</b>	<b>68,8 %</b>	<b>68,4 %</b>	<b>62,8 %</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	-2,4	-1,2	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-7,7	30,1	-3,5	-2,8	-4,9	1,0	1,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	-0,7	0,0	-30,0	-10,0	-10,0
Veränderung Working Capital	6,2	20,8	-0,6	-17,3	-37,0	-10,4	-10,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>42,6</b>	<b>53,9</b>	<b>40,8</b>	<b>20,0</b>	<b>22,3</b>	<b>45,7</b>	<b>47,8</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	102	2,4	-58,2
<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>122</b>	<b>125</b>	<b>66,6</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 %	507,1 %	502,6 %	494,6 %
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	30,0	29,3	28,3
Capital Employed Turnover	2,7	1,5	1,8	1,1	0,8	0,8	0,9
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	15,0 %	24,8 %	18,9 %	18,4 %	14,5 %	13,2 %	14,6 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	18,0 %	28,3 %	21,5 %	19,7 %	15,3 %	13,9 %	15,4 %
ROE	-579,9 %	71,3 %	22,1 %	24,8 %	28,8 %	42,6 %	42,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-138,7 %	117,4 %	21,5 %	26,8 %	27,9 %	43,0 %	43,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-138,7 %	112,6 %	21,5 %	26,9 %	27,9 %	43,0 %	43,0 %
ROIC	-132,3 %	43,1 %	14,7 %	12,3 %	10,1 %	15,1 %	17,8 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	92,2	53,1	30,5	137	155	153	151
Net Gearing	290,6 %	35,9 %	21,7 %	83,0 %	99,8 %	96,5 %	91,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	32,9 %	185,1 %	241,7 %	104,8 %	56,0 %	57,1 %	76,1 %
Current ratio	0,6	0,8	1,1	1,2	3,2	3,2	2,4
Acid Test Ratio	0,5	0,7	0,8	1,0	2,7	2,7	1,9
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	19,0	42,3	44,3
Free Cash Flow / Umsatz	11,1 %	14,5 %	10,2 %	4,9 %	5,5 %	12,0 %	12,3 %
Adj. Free Cash Flow	38,6	53,1	44,1	49,4	41,0	33,5	36,0
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 %	42,5 %	62,6 %	63,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	12,1 %	2,9 %	2,2 %	2,0 %	1,3 %	1,9 %
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 %	1,9 %	2,9 %	3,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	312,3 %	121,4 %	114,8 %	166,1 %	117,3 %	117,4 %	117,4 %
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	47,0	47,0	47,0
Payables payment period (Tage)	8,3	29,2	28,0	28,0	40,0	40,0	40,0
Cash conversion cycle (Tage)	7,0	-14,8	-17,3	1,5	10,8	10,9	11,1
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	3,8 %	6,4 %	9,0 %	9,6 %	10,3 %	10,9 %
P/B	13,1	2,8	3,0	2,5	2,7	2,6	2,5
EV/sales	1,6	1,6	1,5	1,6	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	13,6	10,9	12,0	10,7	4,5	4,3	4,1
EV/EBIT	16,3	12,5	13,7	11,5	4,8	4,5	4,3
EV/FCF	14,3	11,1	15,0	32,3	13,7	6,1	5,8
P/E	n.m.	3,9	13,5	10,1	9,3	6,1	6,0
P/CF	11,4	12,5	10,0	11,1	7,0	7,4	7,1
Adj. Free Cash Flow Yield	7,0 %	9,6 %	8,0 %	8,9 %	15,7 %	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	-15,0	-25,0	-25,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>38,6</b>	<b>53,1</b>	<b>44,1</b>	<b>49,4</b>	<b>41,0</b>	<b>33,5</b>	<b>36,0</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	7,0%	9,6%	8,0%	8,9%	15,7%	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>552,9</b>	<b>552,9</b>	<b>552,9</b>	<b>552,9</b>	<b>261,1</b>	<b>258,7</b>	<b>256,9</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>386,0</b>	<b>530,6</b>	<b>441,0</b>	<b>493,7</b>	<b>410,0</b>	<b>335,0</b>	<b>360,0</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	137,1	137,1	137,1	137,1	155,3	152,9	151,1
- Pensionsverbindlichkeiten	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
- Sonstige	0,2	0,2	0,2	0,2	-309,8	-309,8	-309,8
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>248,2</b>	<b>392,8</b>	<b>303,2</b>	<b>355,9</b>	<b>564,0</b>	<b>491,4</b>	<b>518,2</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>10,60</b>	<b>9,24</b>	<b>9,74</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-40,2%	-5,4%	-27,0%	-14,3%	35,9%	18,4%	24,8%

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

	13,0%	2,99	5,08	3,79	4,55	8,82	7,78	8,18
	12,0%	3,46	5,72	4,32	5,14	9,32	8,19	8,61
Fairer	11,0%	4,01	6,48	4,95	5,85	9,90	8,67	9,13
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>4,67</b>	<b>7,39</b>	<b>5,70</b>	<b>6,69</b>	<b>10,60</b>	<b>9,24</b>	<b>9,74</b>
Yield	9,0%	5,47	8,49	6,62	7,72	11,46	9,94	10,49
	8,0%	6,48	9,88	7,77	9,01	12,53	10,81	11,43
	7,0%	7,78	11,66	9,25	10,67	13,91	11,94	12,64

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	-7,0	-0,4	-0,4	-4,2	-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)	36,8	45,2	47,1	37,7	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	315,7		
Terminal Value	101,4		
Verbindlichkeiten	-277,0		
Liquide Mittel	390,0	Aktienzahl (Mio.)	53,19
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>530,1</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>9,97</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%	9,18	9,22	9,25	9,29	9,33	9,38	9,42
8,90%	9,48	9,52	9,57	9,61	9,66	9,71	9,77
8,65%	9,64	9,69	9,73	9,78	9,84	9,89	9,95
<b>8,40%</b>	9,81	9,86	9,91	<b>9,97</b>	10,02	10,09	10,15
8,15%	9,99	10,04	10,10	10,16	10,22	10,29	10,36
7,90%	10,17	10,23	10,29	10,36	10,43	10,51	10,59
7,40%	10,58	10,65	10,73	10,81	10,89	10,98	11,08

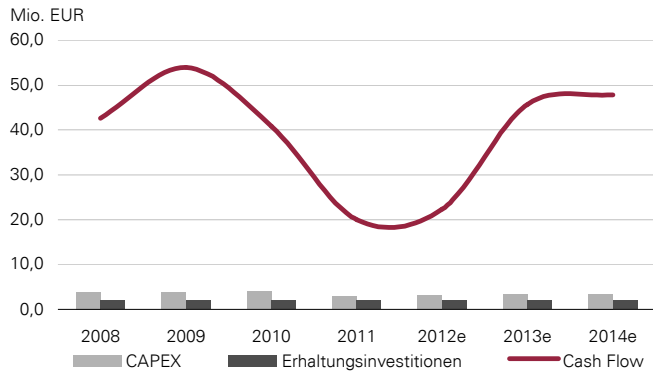
#### Delta EBIT-Marge

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%	8,43	8,72	9,01	9,29	9,58	9,87	10,15
8,90%	8,70	9,01	9,31	9,61	9,91	10,22	10,52
8,65%	8,85	9,16	9,47	9,78	10,10	10,41	10,72
<b>8,40%</b>	9,00	9,32	9,65	<b>9,97</b>	10,29	10,61	10,93
8,15%	9,17	9,50	9,83	10,16	10,49	10,82	11,15
7,90%	9,34	9,68	10,02	10,36	10,70	11,04	11,38
7,40%	9,72	10,08	10,44	10,81	11,17	11,53	11,89

Quelle: Warburg Research



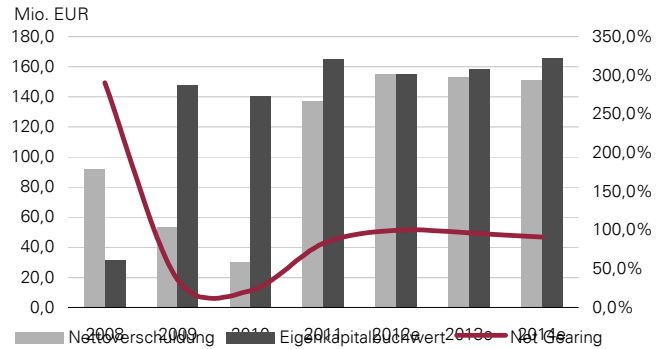
**Investitionen und Cash Flow - Drillisch**



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

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

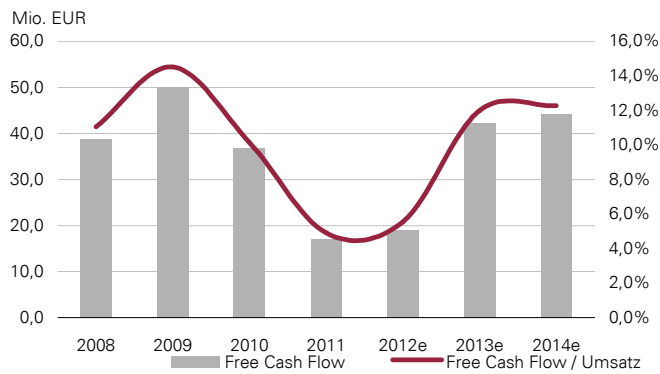
**Bilanzqualität - Drillisch**



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

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

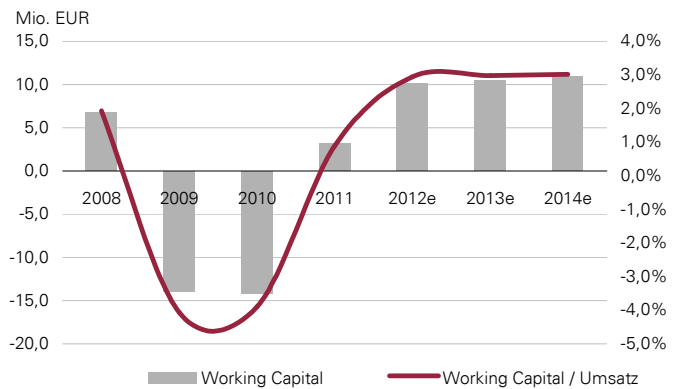
**Free Cash Flow Generation - Drillisch**



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

■ Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

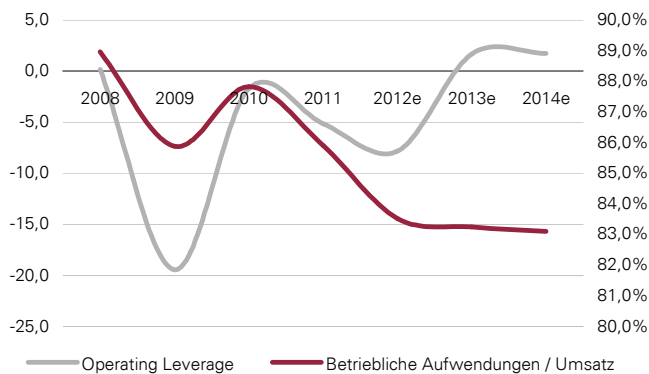
**Working Capital - Drillisch**



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

■ MVNO-Geschäftsmodell führt zu Aufbau von Working Capital

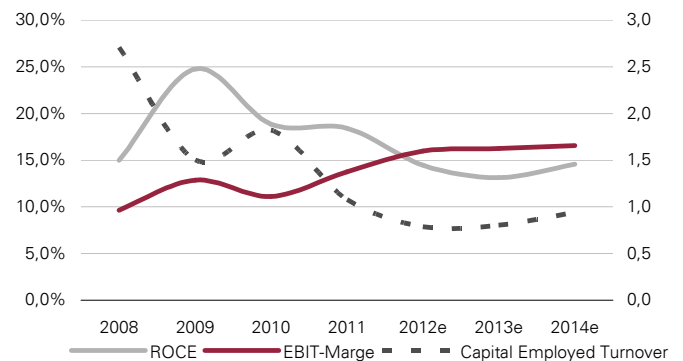
**Operating Leverage - Drillisch**



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.

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.

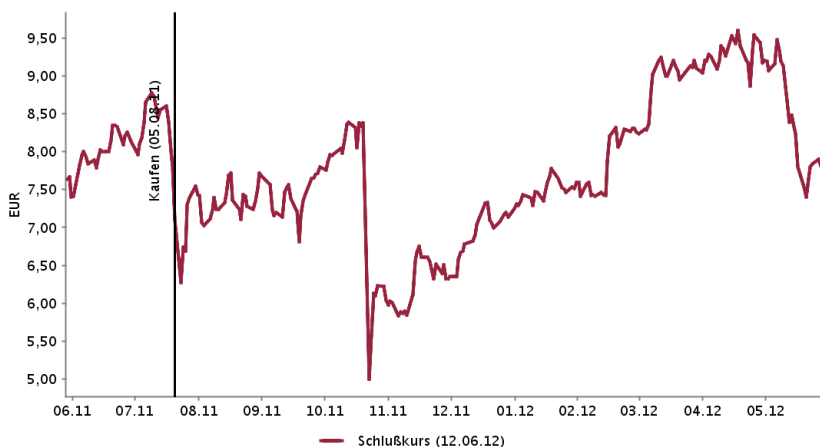
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	124	66%
Halten	54	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>187</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	40	29%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>138</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Drillisch AG am 13.06.12**



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>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@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>Roland Rapelius</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:rapelius@warburg-research.com">rapelius@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>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@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>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@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>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@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>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@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>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@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>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Malte Räter</b>	+49 40 309537-185 <a href="mailto:mraether@warburg-research.com">mraether@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>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@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>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@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>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>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 <a href="mailto:mniemann@mmwarburg.com">mniemann@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:kmuthig@mmwarburg.com">kmuthig@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>