

Hold EUR 25,00 Kurs EUR 26,85 Downside -6,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 25,00 FCF-Value Potential 15e: 20,80	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Virtueller Netzbetreiber mit Fokus auf Internetvertriebskanäle
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 1.289 Aktienanzahl (Mio.): 48 EV: 1.215 Freefloat MC: 1.163 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 14,23	Aktionäre: Freefloat 90,2 % MV GmbH 0,8 % SP GmbH 0,8 % M. Brucherseifer 2,0 % Fidelity 5,5 %	Risikoprofil (WRe): 2014e Beta: 1,0 KBV: 6,6 x EK-Quote: 59 %

Q2/14 Ergebnisse wie erwartet

Die Q2 Zahlen entsprachen den Erwartungen. Insgesamt verzeichnete Drillisch erneut ein starkes EBITDA-Wachstum, das durch eine starke Verbesserung der Bruttomarge aufgrund eines besseren Kundenmixes angetrieben wird. Hochprofitable Budget-Kunden hatten in Q2/13 einen Anteil von 41% an der MVNO Kundenbasis und in Q2/14 bereits 56%. Darüber hinaus hat sich das Wachstum der MVNO Kundenbasis von 1,59 Mio. in Q2/13 auf 1,81 Mio. in Q2/14 positiv auf die EBITDA-Entwicklung ausgewirkt.

Der Umsatz lag ungefähr auf dem Niveau von Q2/13 (berichtet EUR 70,4 Mio., WRe: EUR 72,5 Mio., Q2/13: EUR 72,3 Mio.), das EBITDA erreichte EUR 21,8 Mio. (+21%, WRe: EUR 21,5 Mio.) und das Nettoergebnis lag bei EUR 13,2 Mio. (WRe: EUR 13 Mio.).

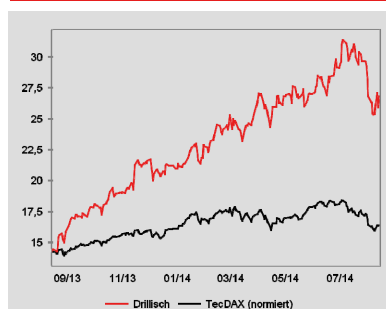
Drillisch hat +55 Tsd. MVNO Kunden hinzu gewonnen (WRe: EUR 55 Tsd.).

Die Guidance für 2014 und 2015 wurde bekräftigt. EBITDA 14e: EUR 82 Mio. bis EUR 85 (Drillisch antizipiert das obere Ende des Guidance Korridors) und EBITDA 15e wird zwischen EUR 97 Mio. und EUR 100 Mio. erwartet.

Darüber hinaus machte Drillisch einige Aussagen zu seinem Netzwerkvertrag mit Telefonica Deutschland:

- Die Vertragsdauer beläuft sich auf 5 Jahre. Drillisch hat die Option diesen auf bis zu 15 Jahre zu verlängern.
- Drillisch übernimmt 50 Filialen von Telefonica Deutschland und E-Plus. Zudem hat Drillisch die Option weitere 550 Filialen von Telefonica Deutschland und E-Plus zu kaufen.
- Drillisch besitzt das Monopol auf die 20% Netzwerkkapazität. Kein anderes Unternehmen kann diese kaufen.

Wir erwarten, dass der Fokus bei der heutigen Telefonkonferenz (10 Uhr) auf dem Netzwerkvertrag mit Telefonica Deutschland liegen wird. Unserer Ansicht nach bietet der Vertrag Drillisch eine gute Möglichkeit, um seine Kundenbasis maßgeblich zu steigern. Es bestehen jedoch mehrere Risiken in Bezug auf den Wettbewerb, das Pricing, die Aufwendungen zum Betrieb der Ladenkette und eine Anpassung der Strategie. Folglich bekräftigen wir unsere Halten-Empfehlung.

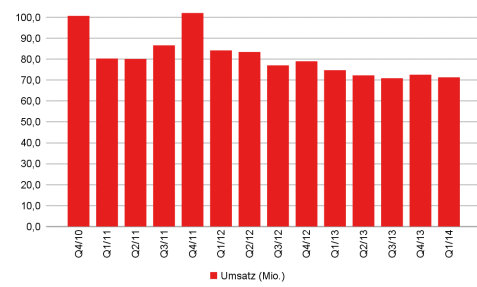


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	-4,7 %
6 Monate:	15,0 %
Jahresverlauf:	26,2 %
Letzte 12 Monate:	73,9 %

Unternehmenstermine:	
14.11.14	Q3

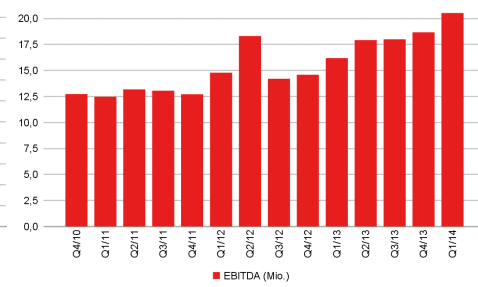
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	2,1 %	362	349	324	290	295	305	310
Veränd. Umsatz yoy		5,2 %	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	1,4 %	3,4 %	1,6 %
Rohertragsmarge		24,9 %	30,1 %	34,3 %	41,8 %	46,7 %	49,5 %	51,2 %
EBITDA	11,8 %	46	51	62	71	85	97	99
Marge		12,7 %	14,7 %	19,1 %	24,4 %	28,9 %	31,8 %	32,0 %
EBIT	13,4 %	40	48	55	61	75	87	89
Marge		11,1 %	13,8 %	17,1 %	21,1 %	25,6 %	28,6 %	28,8 %
Nettoergebnis	-27,1 %	31	41	23	156	55	59	60
EPS	-27,1 %	0,58	0,77	0,44	3,25	1,15	1,23	1,26
EPS adj.	14,5 %	0,58	0,77	0,44	0,84	1,15	1,23	1,26
DPS	0,0 %	0,50	0,70	1,30	1,60	1,80	1,90	1,60
Dividendenrendite		9,5 %	9,6 %	14,8 %	10,5 %	6,7 %	7,1 %	6,0 %
FCFPS		0,69	0,32	0,02	0,77	1,07	1,28	1,31
EV / Umsatz		0,1 x	0,7 x	1,4 x	1,2 x	4,1 x	4,1 x	4,1 x
EV / EBITDA		0,7 x	4,7 x	7,1 x	5,0 x	14,3 x	12,8 x	12,8 x
EV / EBIT		0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	16,1 x	14,2 x	14,2 x
KGV		9,0 x	9,4 x	20,0 x	4,7 x	23,3 x	21,8 x	21,3 x
KGV ber.		9,0 x	9,4 x	20,0 x	18,2 x	23,3 x	21,8 x	21,3 x
FCF Value Potential		108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	4,7 %	4,9 %	4,9 %
Nettoverschuldung		31	138	253	-99	-73	-48	-20
ROE		21,4 %	26,9 %	16,4 %	92,2 %	26,8 %	32,3 %	39,5 %
ROCE (NOPAT)		15,6 %	15,9 %	18,5 %	21,7 %	46,8 %	49,1 %	51,5 %
Guidance:	EBITDA 2014e: EUR 82 Mio. - EUR 85 Mio., Dividende je Aktie 2014e: >EUR 1,60							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



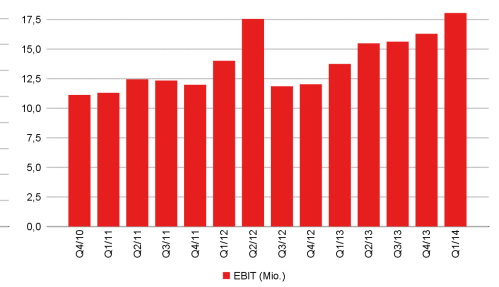
Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

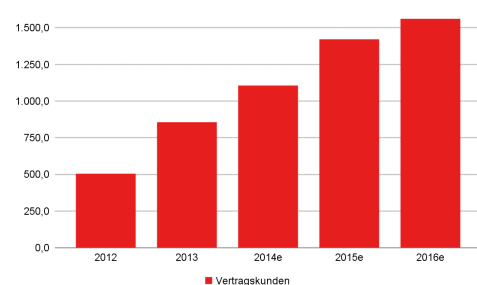
Unternehmenshintergrund

- Drillisch ist als Virtual Network Operator mit >1,9 Mio. SIM-Karten (Marktanteil ~2%) positioniert. Das mobile Sprach- und Datenvolumen wird von den Netzbetreibern Vodafone und Telefonica Deutschland bezogen.
- Drillisch veredelt das gekaufte Volumen um eigene Dienste & Tarife. Die Produkte werden unter eigenen Marken & Vertriebskanälen vertrieben. Drillisch hat einen Mehrmarken-, reinen Online-Vertriebsansatz etabliert.
- Drillisch positioniert sich als preisaggressiver Player. Zudem trennt es Hardware/Smartphones und Tarife. Die Verträge können innerhalb von vier Wochen gekündigt werden.
- Drillisch war das erste Mobilfunkunternehmen, das in Deutschland sogenannte No-Frills-Tarife angeboten hat. Zudem hat das Unternehmen 2011 als First-Mover einen MVNO-Vertrag mit Telefonica Deutschland geschlossen.

Wettbewerbsqualität

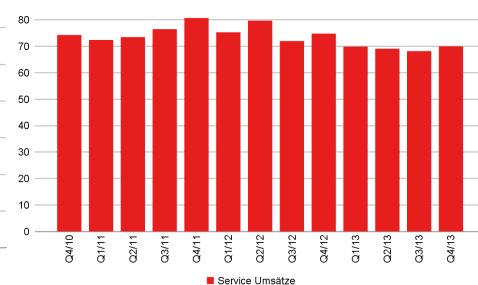
- Trennung von Netz und Tarif: Drillisch hebt den Tarif und die eigene Marke hervor. Abhängig von den Konditionen und der Netzqualität wählt Drillisch das optimale Netz für jeden Tarif.
- Mehrmarkenstrategie: Drillisch verfügt über ein umfassendes Markenportfolio und kann eine Preisdifferenzierungsstrategie verfolgen, um Kundenwachstum und operative Entwicklung optimal zu kontrollieren.
- Fokus auf Online-Vertrieb: die Produkte von Drillischs Kernmarken werden hauptsächlich über die eigene Internetplattform vertrieben, wodurch ein teures Händlernetz nicht erforderlich ist.
- Plattform-Ansatz: Kernelement der Wettbewerbsqualität ist die zentrale Software-Plattform. Sie ermöglicht das schnelle Entwickeln neuer Tarife, Ermitteln von Qualität/Kreditwürdigkeit der Kunden und die Rechnungslegung.
- Abhebung vom Wettbewerb: ungebündelte Tarife (Trennung von Tarifen und Smartphones), Vertragskündigung innerhalb von vier Wochen möglich, keine Technologierisiken

Budgetkunden
in Tsd.



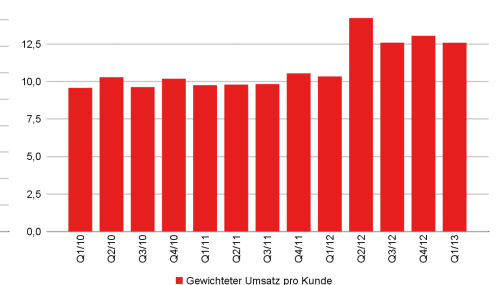
Quelle: Warburg Research

Service Umsätze
in EUR m



Quelle: Warburg Research

Gewichteter Umsatz pro Kunde
in EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	295	305	310	314	319	324	328	332	335	338	342	345	345	
Umsatzwachstum	1,4 %	3,4 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	75	87	89	91	94	97	99	100	101	102	103	104	104	
EBIT-Marge	25,6 %	28,6 %	28,8 %	29,0 %	29,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
Steuerquote (EBT)	25,0 %	31,0 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	56	60	61	64	66	68	69	70	70	71	72	73	73	
Abschreibungen	10	10	10	10	10	8	8	7	7	7	7	7	7	
Abschreibungsquote	3,3 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2	2	2	-1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	
- Investitionen	12	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	
Investitionsquote	3,9 %	1,9 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	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	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	53	62	64	67	69	69	70	69	70	71	71	72	73	73
Barwert FCF	51	57	55	54	52	49	47	43	41	39	37	35	33	507
Anteil der Barwerte	14,83 %			39,10 %										46,07 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	6,53 %	Beta	1,00

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	593		
Terminal Value	507		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	97	Aktienzahl (Mio.)	48,0
Eigenkapitalwert	1.196	Wert je Aktie (EUR)	24,93

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,24	7,5 %	21,14	21,37	21,61	21,87	22,15	22,45	22,78	1,24	7,5 %	20,87	21,20	21,54	21,87	22,21	22,54	22,88
1,12	7,0 %	22,40	22,68	22,97	23,29	23,63	24,00	24,40	1,12	7,0 %	22,22	22,57	22,93	23,29	23,65	24,01	24,37
1,06	6,8 %	23,09	23,40	23,73	24,08	24,46	24,87	25,31	1,06	6,8 %	22,96	23,34	23,71	24,08	24,45	24,82	25,19
1,00	6,5 %	23,84	24,18	24,54	24,93	25,35	25,80	26,30	1,00	6,5 %	23,77	24,15	24,54	24,93	25,31	25,70	26,09
0,94	6,3 %	24,64	25,01	25,41	25,84	26,31	26,82	27,38	0,94	6,3 %	24,64	25,04	25,44	25,84	26,24	26,65	27,05
0,88	6,0 %	25,49	25,91	26,35	26,84	27,36	27,93	28,56	0,88	6,0 %	25,58	26,00	26,42	26,84	27,25	27,67	28,09
0,76	5,5 %	27,42	27,93	28,48	29,09	29,76	30,49	31,29	0,76	5,5 %	27,73	28,18	28,64	29,09	29,55	30,00	30,46

- Annahme: Drillisch kann seinen Vertrag mit Telefonica Deutschland nach GJ 2017 verlängern
- Nischenmarktstrategie führt zu stabilen Renditen

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	31	41	23	156	55	59	60	
+ Abschreibung + Amortisation	6	3	6	10	10	10	10	
- Zinsergebnis (netto)	2	4	-35	117	-2	-2	-2	
- Erhaltungsinvestitionen	2	2	6	10	10	10	10	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	32	38	58	39	57	60	62	
Free Cash Flow Yield Potential	108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	4,7 %	4,9 %	4,9 %	
WACC	6,53 %	6,53 %	6,53 %	6,53 %	6,53 %	6,53 %	6,53 %	
= Enterprise Value (EV)	30	244	441	356	1.215	1.241	1.269	
= Fair Enterprise Value	497	584	884	593	867	927	948	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-100	-100	-100	-100	-74	-49	-21	
- Pensionsverbindlichkeiten	1	1	1	1	1	1	1	
- Sonstige	-280	-280	-280	-280	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	876	963	1.263	971	940	975	968	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	48	48	48	48	48	48	48	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	18,25	20,06	26,31	20,23	19,58	20,30	20,16	
Premium (-) / Discount (+) in %					-27,1 %	-24,4 %	-24,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,53 %	14,99	16,23	20,51	16,35	13,90	14,22	13,94
	8,53 %	15,82	17,21	21,99	17,34	15,35	15,78	15,53
	7,53 %	16,87	18,45	23,86	18,59	17,18	17,74	17,53
WACC	6,53 %	18,25	20,06	26,31	20,23	19,58	20,30	20,16
	5,53 %	20,13	22,27	29,64	22,47	22,85	23,80	23,73
	4,53 %	22,83	25,44	34,44	25,69	27,56	28,84	28,89
	3,53 %	27,07	30,42	41,98	30,74	34,95	36,73	36,96

■ ...

Wertermittlung

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	2,0 x	2,3 x	3,9 x	3,4 x	6,6 x	7,6 x	9,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,16	1,63	0,24	2,42	1,94	1,50	0,89
EV / Umsatz	0,1 x	0,7 x	1,4 x	1,2 x	4,1 x	4,1 x	4,1 x
EV / EBITDA	0,7 x	4,7 x	7,1 x	5,0 x	14,3 x	12,8 x	12,8 x
EV / EBIT	0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	16,1 x	14,2 x	14,2 x
EV / EBIT adj.*	0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	16,1 x	14,2 x	14,2 x
Kurs / FCF	7,8 x	24,2 x	188,4 x	19,1 x	27,7 x	23,3 x	22,6 x
KGV	9,0 x	9,4 x	20,0 x	4,7 x	23,3 x	21,8 x	21,3 x
KGV ber.*	9,0 x	9,4 x	20,0 x	18,2 x	23,3 x	21,8 x	21,3 x
Dividendenrendite	9,5 %	9,6 %	14,8 %	10,5 %	6,7 %	7,1 %	6,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	4,7 %	4,9 %	4,9 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

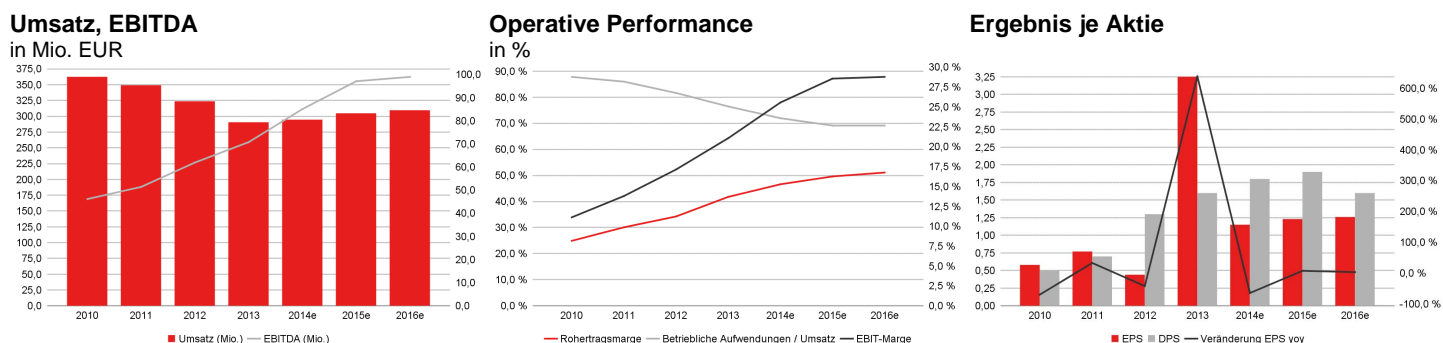
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Service Umsätze	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vertragskunden	n.a.	n.a.	0	0	0	0	0
Gewichteter Umsatz pro Kunde	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

GuV							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	362	349	324	290	295	305	310
Veränd. Umsatz yoy	5,2 %	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	1,4 %	3,4 %	1,6 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktiviere Eigenleistungen	2	2	2	2	3	3	4
Gesamterlöse	364	351	326	293	297	308	313
Materialaufwand	274	246	215	171	160	157	155
Bruttoergebnis	362	349	324	290	295	305	310
<i>Rohtragsmarge</i>	<i>24,9 %</i>	<i>30,1 %</i>	<i>34,3 %</i>	<i>41,8 %</i>	<i>46,7 %</i>	<i>49,5 %</i>	<i>51,2 %</i>
Personalaufwendungen	24	21	23	24	24	24	25
Sonstige betriebliche Erträge	3	2	8	4	4	4	3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23	34	34	30	32	34	37
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	46	51	62	71	85	97	99
<i>Marge</i>	<i>12,7 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>19,1 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>28,9 %</i>	<i>31,8 %</i>	<i>32,0 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	1	1	1	1
EBITA	45	51	61	70	84	96	98
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	3	5	9	9	9	9
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	40	48	55	61	75	87	89
<i>Marge</i>	<i>11,1 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>25,6 %</i>	<i>28,6 %</i>	<i>28,8 %</i>
EBIT adj.	40	48	55	61	75	87	89
Zinserträge	1	1	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	2	5	12	50	3	3	3
Sonstiges Finanzergebnis	3	8	-24	166	0	0	0
EBT	42	52	21	178	74	86	88
<i>Marge</i>	<i>11,7 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>61,3 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>28,1 %</i>	<i>28,3 %</i>
Steuern gesamt	12	11	-3	22	18	27	27
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31	41	23	156	55	59	60
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	31	41	23	156	55	59	60
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	31	41	23	156	55	59	60
<i>Marge</i>	<i>8,5 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>53,7 %</i>	<i>18,8 %</i>	<i>19,4 %</i>	<i>19,5 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	53	53	48	48	48	48
EPS	0,58	0,77	0,44	3,25	1,15	1,23	1,26
EPS adj.	0,58	0,77	0,44	0,84	1,15	1,23	1,26

*Adjustiert um:

Guidance: EBITDA 2014e: EUR 82 Mio. - EUR 85 Mio., Dividende je Aktie 2014e: >EUR 1,60

Kennzahlen							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,8 %	85,9 %	81,6 %	76,4 %	72,0 %	69,1 %	69,1 %
Operating Leverage	-1,8 x	-5,3 x	-2,1 x	-1,0 x	16,2 x	4,6 x	1,5 x
EBITDA / Interest expenses	23,2 x	10,9 x	5,3 x	1,4 x	34,0 x	38,8 x	39,6 x
Steuerquote (EBT)	27,4 %	21,5 %	-12,9 %	12,5 %	25,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	86,3 %	90,7 %	294,8 %	49,3 %	156,1 %	154,4 %	127,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	1.035.689	997.420	924.834	829.911	841.714	870.571	884.286



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

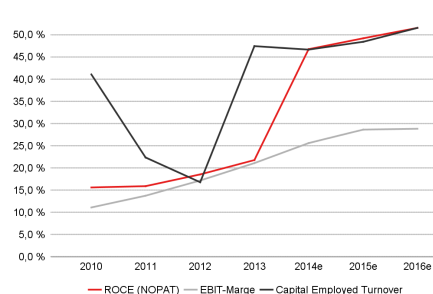
Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	78	78	108	101	103	98	94
davon übrige imm. VG	11	11	41	34	36	31	26
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	67	67	67	67
Sachanlagen	1	1	1	1	2	2	3
Finanzanlagen	123	236	260	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	203	316	369	103	105	101	96
Vorräte	8	9	8	6	7	8	8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	28	42	42	45	46	48	48
Liquide Mittel	28	21	77	187	161	135	107
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	8	7	26	11	12	13	13
Umlaufvermögen	72	78	153	249	226	204	176
Bilanzsumme (Aktiva)	275	394	523	352	331	304	273
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	59	57	54	53	53	53	53
Kapitalrücklage	126	120	92	96	96	96	96
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-9	-38	-73
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-76	-43	-56	37	55	59	60
Buchwert	140	165	120	218	196	170	136
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	140	165	120	218	196	170	136
Rückstellungen gesamt	11	7	11	11	12	12	12
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0	1	1	1	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	58	158	330	87	86	86	86
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	25	25	16	16	16	17	17
Sonstige Verbindlichkeiten	40	39	45	21	21	19	21
Verbindlichkeiten	134	228	402	135	135	134	137
Bilanzsumme (Passiva)	275	394	523	352	331	304	273

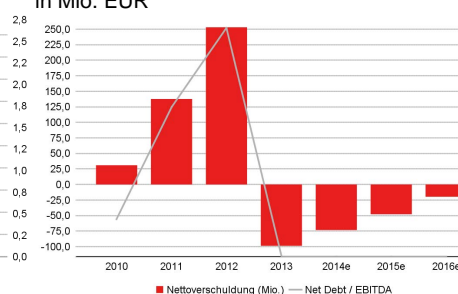
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	-28,2 x	79,7 x	12,4 x	9,8 x	9,1 x	8,8 x	8,4 x
Capital Employed Turnover	2,1 x	1,2 x	0,9 x	2,4 x	2,4 x	2,5 x	2,7 x
ROA	15,2 %	13,0 %	6,4 %	151,5 %	52,8 %	58,7 %	62,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	15,6 %	15,9 %	18,5 %	21,7 %	46,8 %	49,1 %	51,5 %
ROE	21,4 %	26,9 %	16,4 %	92,2 %	26,8 %	32,3 %	39,5 %
Adj. ROE	21,4 %	26,9 %	16,4 %	23,8 %	26,8 %	32,3 %	39,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	31	138	253	-99	-73	-48	-20
Nettofinanzverschuldung	30	137	252	-100	-74	-49	-21
Net Gearing	22,1 %	83,3 %	210,0 %	-45,4 %	-37,4 %	-28,2 %	-14,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	66,1 %	266,5 %	407,8 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	2,6	3,1	2,3	4,5	4,1	3,5	2,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,2	1,6	0,2	2,4	1,9	1,5	0,9

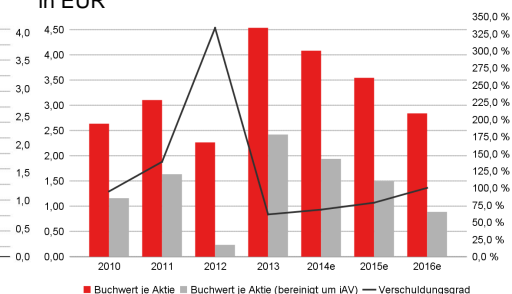
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

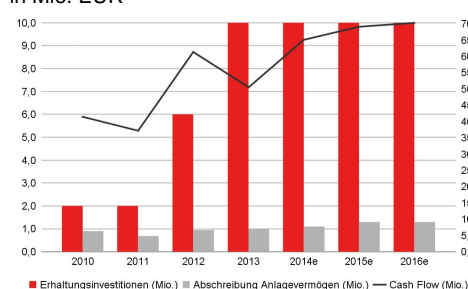
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	31	41	23	156	55	59	60
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	1	1	1	1	1
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	3	5	9	9	9	9
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	5	-7	31	-115	0	0	0
Cash Flow	41	37	61	51	65	69	70
Veränderung Vorräte	-1	-1	1	2	-1	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	5	-13	0	-3	-1	-2	-1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3	-3	-22	-2	0	0	-1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1	0	-16	10	0	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1	-17	-37	6	-2	-2	-2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	41	20	24	57	63	67	69
Investitionen in iAV	-3	-3	-20	-17	-10	-4	-4
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	-67	-75	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	3	0	106	370	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1	-70	8	350	-12	-6	-6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-23	78	92	-183	-1	0	0
Dividende Vorjahr	-16	-27	-36	-62	-77	-86	-91
Erwerb eigener Aktien	0	-8	-32	-8	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	-1	0	-44	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-39	43	25	-298	-78	-86	-91
Veränderung liquide Mittel	1	-7	57	110	-26	-25	-28
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	28	21	77	187	161	135	107

Kennzahlen

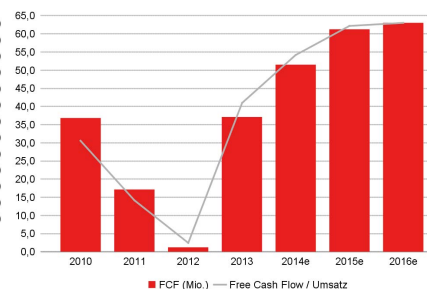
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	37	17	1	37	52	61	63
Free Cash Flow / Umsatz	9,9 %	4,6 %	0,8 %	13,2 %	17,5 %	20,1 %	20,4 %
Free Cash Flow Potential	32	38	58	39	57	60	62
Free Cash Flow / Umsatz	9,9 %	4,6 %	0,8 %	13,2 %	17,5 %	20,1 %	20,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	116,3 %	39,0 %	10,6 %	24,7 %	93,1 %	103,7 %	104,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,9 %	2,2 %	1,9 %	1,0 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,9 %	4,4 %	4,8 %	24,2 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,4 %	1,1 %	6,7 %	6,4 %	3,9 %	1,9 %	1,9 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,6 %	1,9 %	3,4 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %
CAPEX / Abschreibungen	84,7 %	119,3 %	337,7 %	191,8 %	119,6 %	57,6 %	58,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-3,9 %	-1,6 %	4,3 %	9,1 %	9,9 %	10,3 %	10,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	114,8 %	166,1 %	260,7 %	286,7 %	285,7 %	285,0 %	284,1 %
Vorratumschlag	35,6 x	27,6 x	27,1 x	27,5 x	21,6 x	20,6 x	20,1 x
Receivables collection period (Tage)	29	44	47	57	57	57	57
Payables payment period (Tage)	33	37	27	34	37	39	40
Cash conversion cycle (Tage)	-56	-56	-28	-34	-33	-32	-31

Investitionen und Cash Flow

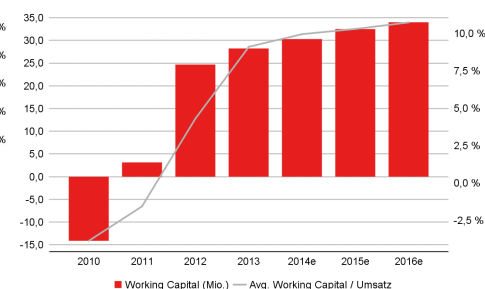
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & 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, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierte Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA.
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst oder ein Mitarbeiter der Warburg Gruppe **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Drillisch	5, 6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005545503.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	54
Halten	78	40
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	193	100

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	82	57
Halten	55	38
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	144	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [14.08.2014]


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.

RESEARCH

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Malte Rätter Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Jan Walter Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
Katharina Merckel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---