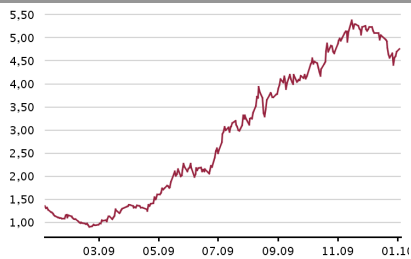


<b>Kaufen</b>	(alt: Kaufen)
<b>Kursziel EUR 6,10</b>	(alt: 6,10)
<b>Kurs</b>	EUR 4,75
<b>Bloomberg</b>	DRI GR
<b>Reuters</b>	DRIG
<b>Branche</b>	Telekommunikationsdienstleistungen

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



Aktien Daten: 18.01.2010 / Schlusskurs

<b>Marktkapitalisierung:</b>	EUR 253 Mio.
<b>Enterprise Value (EV):</b>	EUR 298 Mio.
<b>Buchwert:</b>	EUR 98,0 Mio.
<b>Aktienanzahl:</b>	53,2 Mio.
<b>Handelsvolumen Ø:</b>	EUR 2,2 Mio.

<b>Aktionäre:</b>	
Freefloat	83,7 %
Aufsichtsrat	10,7 %
VS GmbH	8,9 %
SP GmbH	3,6 %
Fidelity International Ltd.	3,1 %
MV GmbH	3,4 %

<b>Termine:</b>	
Zahlen 2009	25.03.10
Zahlen Q1	12.05.10
HV	28.05.10
Zahlen Q2	12.08.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	340	0	346	0	355	0
<b>EBIT</b>	39,2	0	39,1	0	39,1	0
<b>EPS</b>	1,25	0	0,46	0	0,47	0

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 19.01.2010  
 Analyst: Jochen Reichert  
 +49 (0)40-309537-130  
 reichert@ses.de

**Mögliche Akquisition durch Freenet als weiterer Katalysator**

Neben Freenet ist Drillisch der einzig verbliebene Mobilfunk Service Provider. Im zweiten Halbjahr 2010e könnte das Thema „Drillisch-Akquisition“ an Aktualität gewinnen. Freenet sollte die wesentlichen Schritte der Restrukturierung erfolgreich abgeschlossen haben. Damit können Freenet’s Management-Kapazitäten verstärkt auf strategischen Überlegungen gelenkt werden.

**Eine Fusion der beiden Unternehmen hätte folgende Vorteile:**

- Mit der Zusammenlegung ihrer Aktivitäten (Freenet: ca. 17,5 Mio. Kunden, Drillisch: ca. 2,2 Mio. Kunden) würden Drillisch und Freenet die Position gegenüber den Netzbetreibern verbessern. Mit hoher Wahrscheinlichkeit würde es gelingen, **Einkaufskonditionen sowie Provisionen bzw. Bonifikationen zu verbessern.**
- **Kostensynergien** dürften sich in der Verwaltung, im Vertrieb sowie in der IT/Software ergeben.
- **Strategisch würden sich beide Unternehmen gut ergänzen.** Drillisch ist auf das Marktsegment no-frills fokussiert und betreibt keine eigenen Outlets. Der Fokus von Freenet liegt auf Vertragskunden mit rund 1.000 eigenen Outlets in Deutschland sowie mehreren 1.000 Vertriebspartnern.

Insgesamt sollten **operative Synergien von rund EUR 20 Mio.** erzielt werden können. Zusätzlich würden sich aufgrund des hohen Verlustvortrags von Freenet positive Steuereffekte auf den Drillisch-Gewinn sowie auf die erwarteten Synergien ergeben.

**Das derzeitige Kursziel basiert auf einem SOTP-Ansatz:**

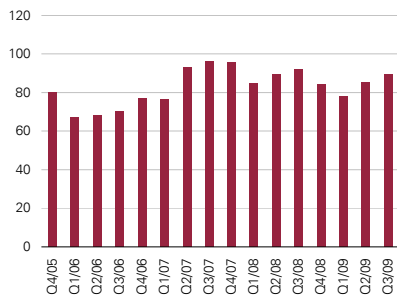
- Das operative Geschäft von Drillisch wird mit dem 5fachen des erwarteten EBITDA (SESe: EUR 44 Mio.) bewertet.
- Die rund 15 Mio. gehaltenen Freenet-Aktien fließen in die Bewertung mit EUR 12 pro Aktie ein.
- Drillisch hat derzeit eine Nettoverschuldung von rund EUR 75 Mio.

**Mögliche Spekulationen über einen Kauf von Drillisch durch Freenet sollten im zweiten Halbjahr 2010 als zusätzlicher Katalysator für die Aktie dienen. Die Aktie wird weiter zum Kauf mit einem Kursziel von EUR 6,10 empfohlen.**

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	323	282	362	350	340	346	355
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-7,8 %	-12,7 %	28,1 %	-3,2 %	-3,0 %	1,9 %	2,6 %
<b>Rohertrag</b>	62,8	59,1	77,5	75,3	75,9	75,5	77,8
<i>Rohertragsmarge</i>	19,4 %	21,0 %	21,5 %	21,5 %	22,4 %	21,8 %	21,9 %
<b>EBITDA</b>	27,8	32,0	39,8	40,6	44,0	44,0	44,0
<i>EBITDA-Marge</i>	8,6 %	11,3 %	11,0 %	11,6 %	13,0 %	12,7 %	12,4 %
<b>EBIT</b>	24,0	28,8	34,0	33,9	39,2	39,1	39,1
<i>EBIT-Marge</i>	7,4 %	10,2 %	9,4 %	9,7 %	11,5 %	11,3 %	11,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	14,4	17,2	24,3	-184	66,3	24,4	25,3
<b>EPS</b>	0,45	0,54	0,66	-3,58	1,25	0,46	0,47
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,36	0,60	-0,21	0,73	0,42	0,48	0,48
<b>Dividende</b>	0,20	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	4,2 %	4,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
<b>EV/EBITDA</b>	12,5	10,8	8,7	8,5	7,4	6,8	6,2
<b>EV/EBIT</b>	14,4	12,0	10,2	10,2	8,3	7,6	7,0
<b>KGV</b>	10,6	8,8	7,2	n.m.	3,8	10,3	10,1
<b>ROCE</b>	35,2 %	19,8 %	12,5 %	14,6 %	25,2 %	20,5 %	18,6 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	8,0 %	9,2 %	10,9 %	11,2 %	13,0 %	14,1 %	15,4 %

**Entwicklung Umsatz**

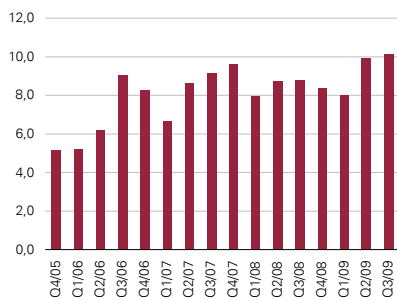
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Entwicklung EBIT**

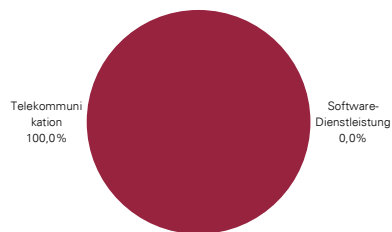
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**

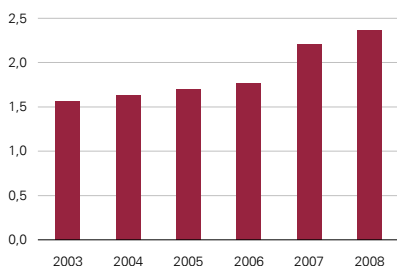
2008



Quelle: Drillisch

**Entwicklung Mobilfunkkunden**

in Mio.



Quelle: Drillisch

**Unternehmenshintergrund**

Drillisch ist mit 2,2 Mio. SIM-Karten im Bestand (Marktanteil ~2%) ein Nischenplayer auf dem deutschen Mobilfunkmarkt. Das Unternehmen konzentriert sich auf den sogenannten Discount- bzw. no-frills Bereich. Das sind Kunden, die ohne Vertragsbindung eine SIM-Karte kaufen. Im no-frills Bereich vermarktet Drillisch derzeit die Produkte über die Marken Simply (T-Mobile-Netz) und MCSIM (Vodafone-Netz) ausschließlich über das Internet. Im stationären Vertrieb kooperiert Drillisch mit der Rewe-Gruppe, die unter den marken ja!mobil und Penny mobil no-frills Angebote vertreibt.

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

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

Das MSP-Geschäftsmodell hat folgende Vorteile:

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

Neben dem operativen Geschäft hält Drillisch derzeit 15,9 Mio. Freenet-Aktien, die eine wesentliche Wertkomponente darstellen.

**Wettbewerbsqualität**

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>323</b>	<b>282</b>	<b>362</b>	<b>350</b>	<b>340</b>	<b>346</b>	<b>355</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,9	1,6	1,8	1,9	1,4	1,5	1,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>325</b>	<b>284</b>	<b>363</b>	<b>352</b>	<b>341</b>	<b>348</b>	<b>357</b>
Materialaufwand	262	225	286	277	265	272	279
<b>Rohertrag</b>	<b>62,8</b>	<b>59,1</b>	<b>77,5</b>	<b>75,3</b>	<b>75,9</b>	<b>75,5</b>	<b>77,8</b>
Personalaufwendungen	18,2	16,3	21,0	19,5	20,0	20,8	21,3
Sonstige betriebliche Erträge	5,1	6,1	16,4	3,0	3,0	4,8	5,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,9	16,9	33,1	18,2	14,9	15,6	17,5
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>27,8</b>	<b>32,0</b>	<b>39,8</b>	<b>40,6</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,3	0,8	1,1	1,4	1,3	1,3	1,3
<b>EBITA</b>	<b>26,5</b>	<b>31,2</b>	<b>38,6</b>	<b>39,2</b>	<b>42,7</b>	<b>42,7</b>	<b>42,7</b>
Abschreibungen auf iAV	2,5	2,4	4,6	5,3	3,5	3,6	3,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>24,0</b>	<b>28,8</b>	<b>34,0</b>	<b>33,9</b>	<b>39,2</b>	<b>39,1</b>	<b>39,1</b>
Zinserträge	1,2	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,1	1,8	7,6	5,2	4,0	3,8	2,5
Finanzergebnis	1,1	-0,7	-6,3	-20,6	38,0	-3,8	-2,5
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>25,1</b>	<b>28,1</b>	<b>27,7</b>	<b>-17,2</b>	<b>77,2</b>	<b>35,3</b>	<b>36,6</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>25,1</b>	<b>28,1</b>	<b>27,7</b>	<b>-17,2</b>	<b>77,2</b>	<b>35,3</b>	<b>36,6</b>
Steuern gesamt	10,6	10,9	3,4	11,7	10,9	10,9	11,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>14,4</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>66,3</b>	<b>24,4</b>	<b>25,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>14,4</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>66,3</b>	<b>24,4</b>	<b>25,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,4</b>	<b>17,2</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>66,3</b>	<b>24,4</b>	<b>25,3</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch**

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<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 %	0,5 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,5 %</b>	<b>100,6 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,4 %</b>
Materialaufwand	81,2 %	79,6 %	79,0 %	79,1 %	78,1 %	78,6 %	78,5 %
<b>Rohertrag</b>	<b>19,4 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>21,5 %</b>	<b>22,4 %</b>	<b>21,8 %</b>	<b>21,9 %</b>
Personalaufwendungen	5,6 %	5,8 %	5,8 %	5,6 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,6 %	2,2 %	4,5 %	0,9 %	0,9 %	1,4 %	1,4 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,8 %	6,0 %	9,2 %	5,2 %	4,4 %	4,5 %	4,9 %
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>8,6 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>12,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>EBITA</b>	<b>8,2 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>12,0 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,8 %	0,9 %	1,3 %	1,5 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>7,4 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,0 %</b>
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,7 %	2,1 %	1,5 %	1,2 %	1,1 %	0,7 %
Finanzergebnis	0,3 %	-0,3 %	-1,8 %	-58,9 %	11,2 %	-1,1 %	-0,7 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,8 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>22,7 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>10,3 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>7,8 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-49,2 %</b>	<b>22,7 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>10,3 %</b>
Steuern gesamt	3,3 %	3,9 %	0,9 %	3,3 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,5 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,1 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,5 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,1 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,5 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>-52,6 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,1 %</b>

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

**Bilanz Drillisch**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,0	38,6	85,7	82,3	82,3	80,7	79,1
davon übrige imm. VG	4,4	4,1	19,3	15,9	15,9	14,3	12,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	34,6	34,6	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4
Sachanlagen	1,8	2,0	1,9	1,7	1,6	2,3	3,0
Finanzanlagen	0,0	169	152	52,2	94,2	94,2	94,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,8</b>	<b>210</b>	<b>240</b>	<b>136</b>	<b>178</b>	<b>177</b>	<b>176</b>
Vorräte	9,1	5,8	10,6	5,6	6,1	6,2	6,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,7	16,5	33,6	24,7	26,0	25,6	26,3
Sonstige Vermögensgegenstände	14,0	10,0	17,1	11,3	11,3	11,3	11,3
Liquide Mittel	30,1	9,0	84,7	4,3	6,4	32,2	47,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>69,9</b>	<b>41,4</b>	<b>146</b>	<b>45,9</b>	<b>49,8</b>	<b>75,3</b>	<b>91,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>111</b>	<b>251</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>228</b>	<b>253</b>	<b>268</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	34,6	34,5	58,5	54,7	54,7	54,7	54,7
Kapitalrücklage	23,6	23,3	128	120	120	120	120
Gewinnrücklagen	9,9	17,3	31,1	31,1	-142	-76,2	-51,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,6	37,2	15,7	-174	66,3	24,4	25,3
Buchwert	70,7	112	234	31,7	98,0	122	148
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>70,7</b>	<b>112</b>	<b>234</b>	<b>31,7</b>	<b>98,0</b>	<b>122</b>	<b>148</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Rückstellungen gesamt	6,8	2,1	10,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	98,8	87,9	96,5	76,5	76,5	66,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,8	8,1	14,4	7,9	7,4	7,6	7,8
Sonstige Verbindlichkeiten	24,4	29,5	39,4	41,8	41,8	41,8	41,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>40,0</b>	<b>139</b>	<b>152</b>	<b>150</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>120</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>111</b>	<b>251</b>	<b>386</b>	<b>182</b>	<b>228</b>	<b>253</b>	<b>268</b>

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

**Bilanz Drillisch**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	35,2 %	15,4 %	22,2 %	45,2 %	36,1 %	32,0 %	29,6 %
davon übrige imm. VG	4,0 %	1,6 %	5,0 %	8,7 %	7,0 %	5,7 %	4,8 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	31,2 %	13,8 %	17,2 %	36,4 %	29,1 %	26,3 %	24,8 %
Sachanlagen	1,6 %	0,8 %	0,5 %	0,9 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
Finanzanlagen	0,0 %	67,3 %	39,5 %	28,7 %	41,3 %	37,3 %	35,2 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>36,9 %</b>	<b>83,5 %</b>	<b>62,2 %</b>	<b>74,8 %</b>	<b>78,2 %</b>	<b>70,2 %</b>	<b>65,9 %</b>
Vorräte	8,2 %	2,3 %	2,7 %	3,1 %	2,7 %	2,5 %	2,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,1 %	6,6 %	8,7 %	13,6 %	11,4 %	10,1 %	9,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	12,7 %	4,0 %	4,4 %	6,2 %	5,0 %	4,5 %	4,2 %
Liquide Mittel	27,2 %	3,6 %	21,9 %	2,4 %	2,8 %	12,8 %	17,7 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>63,2 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>37,8 %</b>	<b>25,2 %</b>	<b>21,9 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>34,1 %</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	31,3 %	13,8 %	15,2 %	30,0 %	24,0 %	21,7 %	20,5 %
Kapitalrücklage	21,3 %	9,3 %	33,3 %	65,6 %	52,4 %	47,3 %	44,7 %
Gewinnrücklagen	8,9 %	6,9 %	8,1 %	17,1 %	-62,5 %	-30,2 %	-19,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,4 %	14,8 %	4,1 %	-95,3 %	29,1 %	9,7 %	9,4 %
Buchwert	63,9 %	44,8 %	60,5 %	17,4 %	43,0 %	48,5 %	55,2 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>63,9 %</b>	<b>44,8 %</b>	<b>60,5 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>55,2 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Rückstellungen gesamt	6,1 %	0,8 %	2,8 %	2,3 %	1,8 %	1,7 %	1,6 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	39,4 %	22,8 %	53,0 %	33,6 %	30,3 %	24,7 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,9 %	3,2 %	3,7 %	4,3 %	3,3 %	3,0 %	2,9 %
Sonstige Verbindlichkeiten	22,1 %	11,8 %	10,2 %	22,9 %	18,3 %	16,6 %	15,6 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>36,1 %</b>	<b>55,2 %</b>	<b>39,5 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>57,0 %</b>	<b>51,5 %</b>	<b>44,8 %</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), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Drillisch**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	16,8	17,2	24,3	-184	66,3	24,4	25,3
Abschreibung Anlagevermögen	1,3	0,8	1,1	1,4	1,3	1,3	1,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,5	2,4	4,6	5,3	3,5	3,6	3,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	1,4	-23,2	214	-42,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>20,5</b>	<b>21,9</b>	<b>6,9</b>	<b>36,5</b>	<b>29,1</b>	<b>29,3</b>	<b>30,2</b>
Veränderung Vorräte	-0,8	3,3	-4,5	5,0	-0,5	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-4,4	5,3	-2,2	8,9	-1,3	0,4	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	-5,0	0,6	-7,7	-0,5	0,2	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-2,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-5,0	1,6	-1,5	6,2	-2,3	0,5	-0,6
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>15,6</b>	<b>23,4</b>	<b>5,4</b>	<b>42,6</b>	<b>26,8</b>	<b>29,8</b>	<b>29,6</b>
CAPEX	-3,7	-4,2	-13,2	-3,9	-4,7	-4,0	-4,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-41,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-174	-43,9	-123	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	40,9	52,4	14,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3,7</b>	<b>-138</b>	<b>-46,3</b>	<b>-113</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,3	99,7	-11,7	7,6	-20,0	0,0	-10,4
Dividende Vorjahr	0,0	-6,4	0,0	-5,2	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-1,7	-0,3	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	126	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,4</b>	<b>93,0</b>	<b>117</b>	<b>-10,2</b>	<b>-20,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-10,4</b>
Veränderung liquide Mittel	10,4	-21,0	75,6	-80,3	2,1	25,8	15,1
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>30,1</b>	<b>9,0</b>	<b>84,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,4</b>	<b>32,2</b>	<b>47,3</b>

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

## Kennzahlen Drillisch

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	92,0 %	89,2 %	89,5 %	89,0 %	87,5 %	87,7 %	88,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	973.506	922.258	966.639	997.482	970.000	988.571	1.014.286
EBITDA je Mitarbeiter	83.593	104.513	106.393	115.670	125.714	125.714	125.714
EBIT-Marge	7,4 %	10,2 %	9,4 %	9,7 %	11,5 %	11,3 %	11,0 %
EBITDA / Operating Assets	590,4 %	787,7 %	267,7 %	480,4 %	413,7 %	406,0 %	362,5 %
ROA	35,4 %	8,2 %	10,1 %	-135,1 %	37,2 %	13,7 %	14,3 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	180	141	187	206	212	150	118
Operating Assets Turnover	68,8	69,5	24,3	41,4	31,9	31,9	29,2
Capital Employed Turnover	4,2	1,3	1,1	2,6	1,9	1,7	1,6
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	35,2 %	19,8 %	12,5 %	14,6 %	25,2 %	20,5 %	18,6 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	40,8 %	22,0 %	14,6 %	17,5 %	28,3 %	23,0 %	20,9 %
ROE	20,4 %	15,3 %	10,4 %	-579,8 %	67,6 %	19,9 %	17,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	22,4 %	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	102,2 %	22,1 %	18,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	22,4 %	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	102,2 %	22,1 %	18,7 %
ROIC	18,5 %	8,0 %	7,2 %	-132,3 %	35,8 %	11,6 %	11,2 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-30,1	89,8	3,2	92,2	70,1	44,4	18,8
Net Gearing	-42,5 %	79,9 %	1,4 %	290,6 %	71,5 %	36,2 %	12,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	113,7 %	265,9 %	32,9 %	128,1 %	159,9 %	223,2 %
Current ratio	2,1	0,8	2,2	0,6	1,0	1,5	1,8
Acid Test Ratio	1,5	0,7	1,7	0,5	0,8	1,3	1,5
EBITDA / Zinsaufwand	319,0	17,4	5,2	7,9	11,0	11,6	17,6
Netto Zinsdeckung	n.a.	40,6	5,4	8,9	9,8	10,3	15,6
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	11,8	19,2	-7,7	38,7	22,1	25,8	25,6
Free Cash Flow / Umsatz	3,7 %	6,8 %	-2,1 %	11,1 %	6,5 %	7,4 %	7,2 %
Adj. Free Cash Flow	27,8	32,0	37,8	38,6	42,0	42,0	42,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	5,2 %	7,0 %	7,1 %	6,2 %	8,0 %	7,9 %	7,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	82,0 %	111,9 %	-31,8 %	-21,1 %	33,3 %	105,7 %	101,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,7 %	5,8 %	2,9 %	3,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	1,9 %	8,2 %	5,6 %	4,6 %	5,0 %	3,5 %
Ausschüttungsquote	44,9 %	37,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	1,2 %	63,2 %	15,8 %	36,3 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,4 %	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	98,2 %	5545,0 %	990,5 %	1896,6 %	97,9 %	81,6 %	81,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-0,4 %	0,9 %	2,7 %	3,4 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	190,8 %	203,9 %	234,1 %	312,3 %	351,4 %	336,8 %	337,2 %
Inventory processing period (Tage)	10,3	7,5	10,7	5,8	6,5	6,5	6,5
Receivables collection period (Tage)	18,9	21,4	33,9	25,8	28,0	27,0	27,0
Payables payment period (Tage)	9,9	10,5	14,5	8,3	8,0	8,0	8,0
Cash conversion cycle (Tage)	3,3	2,7	13,1	7,0	9,7	9,0	9,4
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	4,2 %	4,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	3,6	2,2	1,1	8,0	2,6	2,1	1,7
EV/sales	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	12,5	10,8	8,7	8,5	7,4	6,8	6,2
EV/EBIT	14,4	12,0	10,2	10,2	8,3	7,6	7,0
EV/FCF	29,2	18,0	n.m.	8,9	14,6	11,6	10,7
P/E	10,6	8,8	7,2	n.m.	3,8	10,3	10,1
P/CF	12,3	11,6	36,6	6,9	8,7	8,6	8,4
Adj. Free Cash Flow Yield	5,9 %	6,3 %	2,0 %	10,5 %	9,0 %	9,8 %	11,1 %

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

**Free Cash Flow Yield - Drillisch**

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	14,4	17,2	24,3	-184,0	66,3	24,4	25,3
+ Abschreibung + Amortisation	3,8	3,2	5,8	6,7	4,8	4,9	4,9
- Zinsergebnis (netto)	1,1	-0,7	-6,3	-206,2	38,0	-3,8	-2,5
+ Steuern	10,6	10,9	3,4	11,7	10,9	10,9	11,3
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>27,8</b>	<b>32,0</b>	<b>37,8</b>	<b>38,6</b>	<b>42,0</b>	<b>42,0</b>	<b>42,0</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	8,0%	9,2%	10,9%	11,2%	13,0%	14,1%	15,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>345,8</b>	<b>345,8</b>	<b>345,8</b>	<b>345,8</b>	<b>323,7</b>	<b>298,0</b>	<b>272,4</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>277,5</b>	<b>319,8</b>	<b>377,9</b>	<b>386,0</b>	<b>420,0</b>	<b>420,0</b>	<b>420,0</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	92,2	92,2	92,2	92,2	70,1	44,4	18,8
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>184,3</b>	<b>226,6</b>	<b>284,7</b>	<b>292,8</b>	<b>348,9</b>	<b>374,7</b>	<b>400,2</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>3,47</b>	<b>4,26</b>	<b>5,35</b>	<b>5,50</b>	<b>6,56</b>	<b>7,04</b>	<b>7,52</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-27,0%	-10,3%	12,7%	15,9%	38,1%	48,3%	58,4%

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

	13,0%	2,26	2,87	3,71	3,83	4,74	5,22	5,70
	12,0%	2,60	3,26	4,17	4,30	5,24	5,73	6,21
Fairer	11,0%	2,99	3,71	4,71	4,85	5,84	6,33	6,81
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>3,47</b>	<b>4,26</b>	<b>5,35</b>	<b>5,50</b>	<b>6,56</b>	<b>7,04</b>	<b>7,52</b>
Yield	9,0%	4,05	4,93	6,14	6,31	7,44	7,92	8,40
	8,0%	4,77	5,76	7,13	7,32	8,53	9,02	9,50
	7,0%	5,70	6,84	8,40	8,62	9,94	10,43	10,91

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

**DCF Modell - Drillisch**

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	339,5	346,0	355,0	363,9	371,2	378,6	386,1	390,0	393,9	397,8	401,8	405,8	409,9	414,0
Veränderung	-3,0%	1,9%	2,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	39,2	39,1	39,1	36,4	37,1	37,9	38,6	39,0	35,5	31,8	32,1	28,4	28,7	29,0
EBIT-Marge	11,5%	11,3%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Steuerquote	14,1%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
NOPAT	33,7	27,0	27,0	25,1	25,6	26,1	26,6	26,9	24,5	22,0	22,2	19,6	19,8	20,0
Abschreibungen	4,8	4,9	4,9	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1
in % vom Umsatz	1,4%	1,4%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-2,3	0,5	-0,6	-10,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-4,7	-4,0	-4,0	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1
Investitionsquote	1,4%	1,2%	1,1%	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	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	31,5	28,4	27,3	13,3	25,2	25,7	26,2	26,7	24,2	21,7	22,0	19,4	19,6	19,8

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	27,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	9,22%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2022	205,9		
Terminal Value	68,1		
Verbindlichkeiten	-80,0		
Liquide Mittel	130,0	Aktienzahl (Mio.)	53,19
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>324,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,09</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%
10,22%	5,61	5,63	5,65	5,68	5,70	5,73	5,76
9,72%	5,79	5,82	5,84	5,87	5,90	5,94	5,97
9,47%	5,89	5,92	5,95	5,98	6,01	6,05	6,08
<b>9,22%</b>	5,99	6,03	6,06	<b>6,09</b>	6,13	6,16	6,20
8,97%	6,10	6,14	6,17	6,21	6,25	6,29	6,33
8,72%	6,22	6,25	6,29	6,33	6,37	6,42	6,47
8,22%	6,47	6,51	6,55	6,60	6,65	6,71	6,76

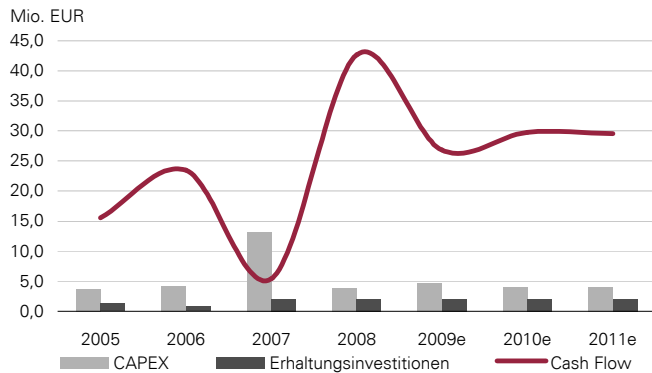
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,22%	4,86	5,13	5,40	5,68	5,95	6,22	6,50
9,72%	5,01	5,30	5,59	5,87	6,16	6,45	6,73
9,47%	5,10	5,39	5,69	5,98	6,27	6,57	6,86
<b>9,22%</b>	5,19	5,49	5,79	<b>6,09</b>	6,39	6,69	7,00
8,97%	5,28	5,59	5,90	6,21	6,52	6,83	7,14
8,72%	5,38	5,70	6,01	6,33	6,65	6,97	7,29
8,22%	5,59	5,93	6,27	6,60	6,94	7,28	7,61

Quelle: SES Research



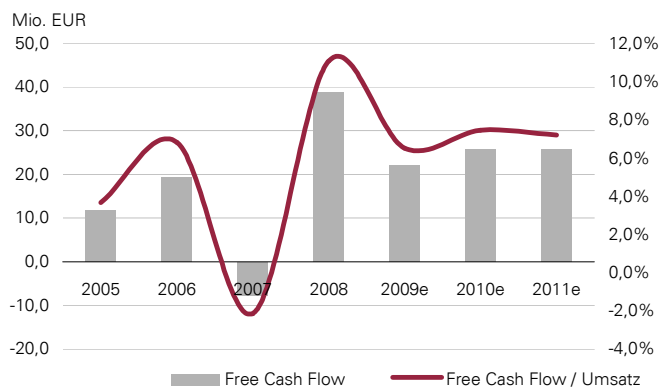
### Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

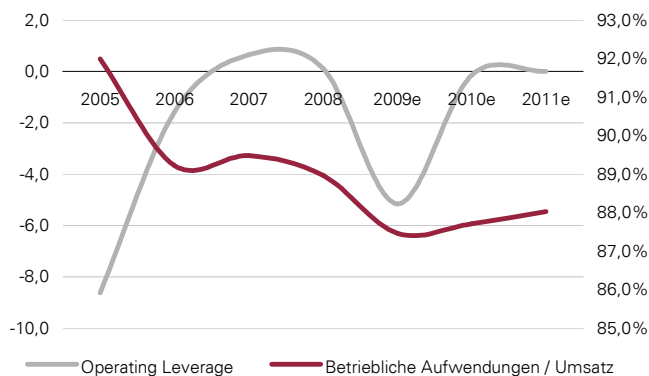
### Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

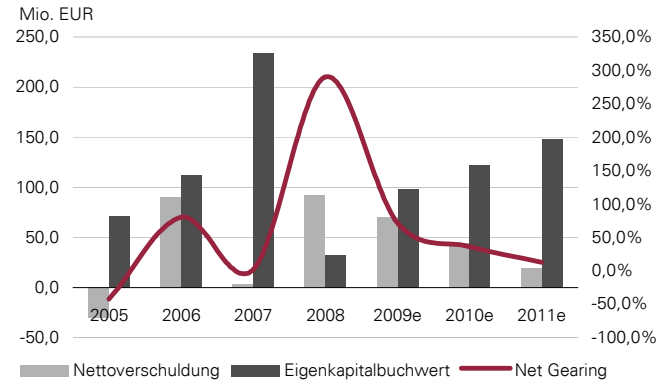
### Operating Leverage - Drillisch



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

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

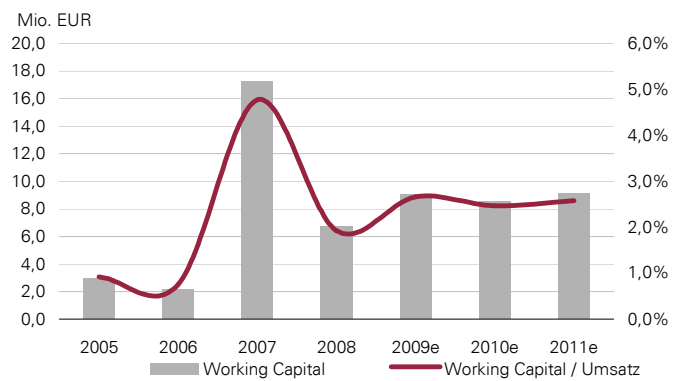
### Bilanzqualität - Drillisch



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

- Bilanzqualität hat sich durch Erwerb von Freenet-Aktien sowie Abschreibungen auf den Freenet-Anteil (EUR 202 Mio. in 2008) deutlich verschlechtert

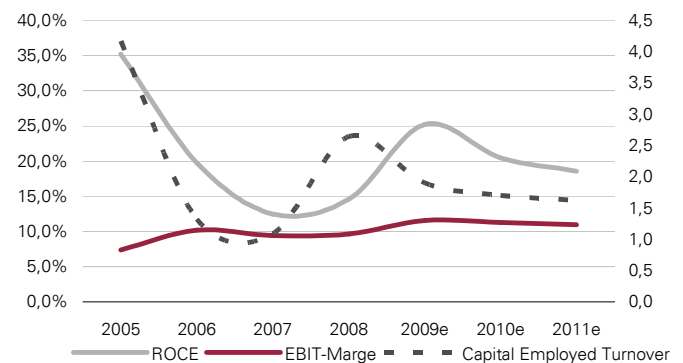
### Working Capital - Drillisch



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

- Erhöhung des Working Capital durch Akquisitionen sowie durch Änderung der Zahlungsmodalitäten bei Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen

### ROCE Entwicklung - Drillisch



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

- Stabile EBIT-Marge bis 2010e erwartet

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES 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 SES 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 SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

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

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

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES 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 SES 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.

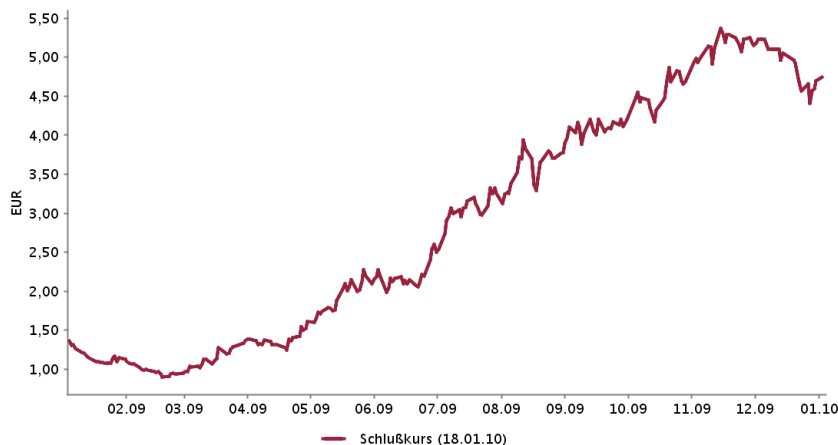
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	53%
Halten	63	31%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>205</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	80	61%
Halten	34	26%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	11	8%
<b>Gesamt</b>	<b>131</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Drillisch AG am 19.01.10**



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

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	<b>Fabrice Farigoule</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com