

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 6,60 (alt: 6,80)

Kurs EUR 5,52
Bloomberg DRI GR
Reuters DRIG
Branche Telekommunikationsdienstleistungen

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



Aktien Daten: 24.11.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 293 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 333 Mio.
Buchwert: EUR 157 Mio.
Aktienanzahl: 53,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 1,6 Mio.

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

Termine:

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	356	0	365	0	374	0
EBIT	41,1	0	42,1	0	43,5	0
EPS	0,53	0	0,53	0	0,55	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 25.11.2010
 Analyst: Jochen Reichert
 +49 (0)40-309537-130
 jreichert@warburg-research.com

Auswirkungen des Markteintritts von United Internet begrenzt

Thema: (1) Markteintritt von United Internet in den Mobilfunk-Discountmarkt; (2) Anpassung des Kursziels auf Basis eines neuen Freenet-Kursziels.

Die Freephone-Produkte von UI werden zunächst ausschließlich über die konzerneigenen Portale WEB.DE und GMX vertrieben. Derzeit hat UI ~26 Mio. free email-Accounts. Der Minutenpreis liegt bei 9,9 Cent/Minute. Damit liegt Freephone über den preisgünstigsten Angeboten am Markt von ~ 7,5 Cent/Minute.

Auswirkungen auf Drillisch begrenzt, da...:

- mit 50 Anbietern bereits eine hohe Wettbewerbsintensität vorhanden ist.
- das Freephone-Angebot mit 9,9 Cents nicht als preisaggressiv zu bezeichnen ist.
- der Netzwerk- und Community-Gedanke keinen nennenswerten Wettbewerbsvorteil bietet. Hierzu fehlt UI die kritische Masse an Mobilfunkkunden.

Drillisch im no-frills-Segment mit guter Wettbewerbsqualität, weil Drillisch...:

- keine teuren Outlets betreibt (effiziente Kostenstruktur).
- in direkten Vertragsbeziehungen mit den Netzbetreibern steht (direkte Steuerung des Minuteneinkaufs möglich)
- über eigene Tarif- sowie Handling-Kompetenz verfügt (kurze Reaktionszeiten auf sich ändernde Marktbedingungen).

Bisherige Bewertung: Das Kursziel von EUR 6,80 beruht auf einen SOTP-Ansatz auf Basis folgender 3 Komponenten: (1) operatives Geschäft mit einem fairen Wert von EUR 240 Mio. (EV/EBITDA: 5,0), (2) 15,5 Mio. Freenet-Aktien zu EUR 186 Mio. (EUR 12 je Freenet-Aktie,) (3) Nettoverschuldung von EUR 50 Mio.

Neues Kursziel: Das revidierte WR-Kursziel für Freenet lautet EUR 10,40. Daher werden in dem SOTP-Ansatz nicht mehr EUR 12 pro Freenet-Aktie berücksichtigt, sondern das auf EUR 10,40 revidierte Freenet-Kursziel sowie die um EUR 10 Mio. reduzierte Nettoverschuldung von EUR 40 Mio. (siehe Seite 3). Auf Basis der revidierten Werte ergibt sich ein neues SOTP-Kursziel von EUR 6,60.

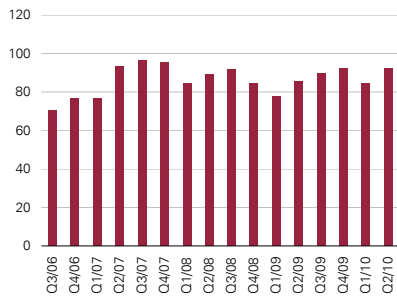
Ohne Freenet-Beteiligung TECDAX-Mitgliedschaft weiter wahrscheinlich: Würde Drillisch die 15,5 Mio. Freenet-Aktien zu aktuellen Marktpreisen veräußern, die Nettoverschuldung von derzeit rd. EUR 40 Mio. ablösen und die verbleibenden liquiden Mittel (ca. EUR 80 Mio.) komplett ausschütten, sollte sich der derzeitige Discount auf das operative Geschäft auflösen und das erwartete EBITDA (EUR 48 Mio.) mindestens mit einem Multiplikator von 5 (derzeit: ~4) bewertet werden. Auf Basis dieser Annahmen würde sich eine Freefloat-Marktkapitalisierung von rd. EUR 220 Mio. ergeben, was derzeit Rang 25 im TECDAX bedeuten würde.

Die Aktie wird auf Basis des defensiven Geschäftsmodells sowie der hohen Wettbewerbsqualität mit einem Upside von 20% weiter zum Kauf empfohlen. Nach der DCF-Bewertung mit einem fairen Wert von EUR 7 würde sich ein deutlich höheres Upside ergeben. Zudem ergibt sich auf dem aktuellen Kursniveau eine Dividendenrendite von ~7%.

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	282	362	350	345	356	365	374
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-12,7 %	28,1 %	-3,2 %	-1,6 %	3,2 %	2,7 %	2,5 %
Rohertrag	59,1	77,5	75,3	82,9	87,5	90,2	92,8
<i>Rohertragsmarge</i>	21,0 %	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,6 %	24,7 %	24,8 %
EBITDA	32,0	39,8	40,6	50,7	47,0	48,0	48,0
<i>EBITDA-Marge</i>	11,3 %	11,0 %	11,6 %	14,7 %	13,2 %	13,2 %	12,8 %
EBIT	28,8	34,0	33,9	44,4	41,1	42,1	43,5
<i>EBIT-Marge</i>	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,6 %	11,5 %	11,6 %
Jahresüberschuss	17,2	24,3	-184	106	28,0	28,2	29,5
EPS	0,54	0,66	-3,58	1,98	0,53	0,53	0,55
Free Cash Flow je Aktie	0,60	-0,21	0,75	0,94	0,58	0,67	0,58
Dividende	0,20	0,00	0,00	0,30	0,36	0,40	0,44
<i>Dividendenrendite</i>	3,6 %	n.a.	n.a.	5,4 %	6,5 %	7,3 %	8,0 %
EV/Umsatz	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,9	8,7	8,6	6,9	7,1	6,6	6,4
EV/EBIT	12,1	10,2	10,3	7,8	8,1	7,5	7,1
KGV	10,2	8,4	n.m.	2,8	10,4	10,4	10,0
ROCE	19,8 %	12,5 %	14,6 %	24,4 %	18,2 %	19,2 %	19,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	9,2 %	10,9 %	11,1 %	15,3 %	13,5 %	14,6 %	15,0 %

Entwicklung Umsatz

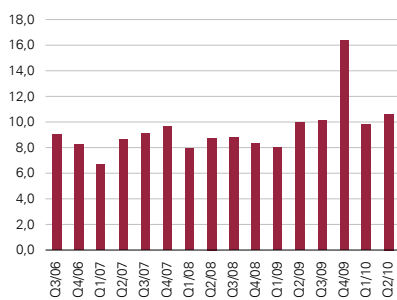
in EUR Mio.



Quelle: Drillisch

Entwicklung EBIT

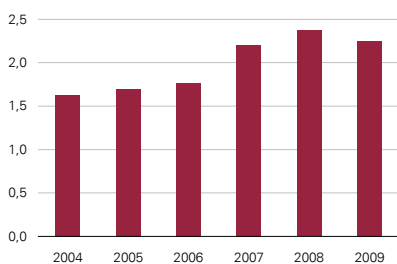
in EUR Mio.



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 fokussiert sich auf die Bereiche no-frills und mobiles Datengeschäft. No-frills Kunden sind Kunden, die ohne Vertragsbindung eine SIM-Karte kaufen. Die Produkte werden im Wesentlichen über Internetvertriebskanäle sowie über eine Mehrmarkenstrategie vermarktet. 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 verkauft.

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 15,5 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.

SOTP-Valuation Drillisch	OLD	NEW
fair EV/EBITDA multiple	5x	5x
Expected EBITDA 2011e (in EUR m)	48	48
Fair EV (in EUR m)	240	240
net debt (end of Q3/10; in EUR m)	40	50
fair market cap (mobile activities, in EUR m)	200	190
fair value of Freenet share (in EUR m)	10,4	12,0
marketcap of Freenet stake (15m shares)	156	180
Total fair market cap of Freenet	356	370
fair value per Drillisch share	6,59	6,85

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch							
in EUR Mio.							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	282	362	350	345	356	365	374
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,6	1,8	1,9	2,0	1,5	1,5	1,5
Gesamtleistung	284	363	352	347	357	367	376
Materialaufwand	225	286	277	264	270	276	283
Rohertrag	59,1	77,5	75,3	82,9	87,5	90,2	92,8
Personalaufwendungen	16,3	21,0	19,5	21,4	22,0	23,0	23,7
Sonstige betriebliche Erträge	6,1	16,4	3,0	10,2	4,6	4,4	4,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,9	33,1	18,2	21,0	23,1	23,6	25,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	32,0	39,8	40,6	50,7	47,0	48,0	48,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9
EBITA	31,2	38,6	39,2	49,7	46,1	47,1	47,1
Abschreibungen auf iAV	2,4	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	3,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	28,8	34,0	33,9	44,4	41,1	42,1	43,5
Zinserträge	1,1	1,3	1,4	1,9	0,4	0,3	0,4
Zinsaufwendungen	1,8	7,6	5,2	4,5	1,5	1,5	1,2
Finanzergebnis	-0,7	-6,3	-20,6	66,5	-1,1	-1,2	-0,8
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	28,1	27,7	-17,2	111	40,0	40,9	42,7
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	28,1	27,7	-17,2	111	40,0	40,9	42,7
Steuern gesamt	10,9	3,4	11,7	9,7	12,0	12,7	13,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	17,2	24,3	-18,4	101	28,0	28,2	29,5
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	17,2	24,3	-18,4	106	28,0	28,2	29,5
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	17,2	24,3	-18,4	106	28,0	28,2	29,5

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

Gewinn- und Verlustrechnung Drillisch							
in % vom Umsatz							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Gesamtleistung	100,6 %	100,5 %	100,6 %	100,6 %	100,4 %	100,4 %	100,4 %
Materialaufwand	79,6 %	79,0 %	79,1 %	76,5 %	75,8 %	75,7 %	75,6 %
Rohertrag	21,0 %	21,5 %	21,5 %	24,1 %	24,6 %	24,7 %	24,8 %
Personalaufwendungen	5,8 %	5,8 %	5,6 %	6,2 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,2 %	4,5 %	0,9 %	3,0 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,0 %	9,2 %	5,2 %	6,1 %	6,5 %	6,5 %	6,9 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	11,3 %	11,0 %	11,6 %	14,7 %	13,2 %	13,2 %	12,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
EBITA	11,0 %	10,7 %	11,2 %	14,4 %	13,0 %	12,9 %	12,6 %
Abschreibungen auf iAV	0,9 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,6 %	11,5 %	11,6 %
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwendungen	0,7 %	2,1 %	1,5 %	1,3 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %
Finanzergebnis	-0,3 %	-1,8 %	-58,9 %	19,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,2 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,9 %	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,3 %	11,2 %	11,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	9,9 %	7,7 %	-49,2 %	32,2 %	11,3 %	11,2 %	11,4 %
Steuern gesamt	3,9 %	0,9 %	3,3 %	2,8 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1 %	6,7 %	-52,6 %	29,4 %	7,9 %	7,7 %	7,9 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1 %	6,7 %	-52,6 %	30,7 %	7,9 %	7,7 %	7,9 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	6,1 %	6,7 %	-52,6 %	30,6 %	7,9 %	7,7 %	7,9 %

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

Bilanz Drillisch

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,6	85,7	82,3	81,3	76,9	73,9	72,3
davon übrige imm. VG	4,1	19,3	15,9	13,5	10,5	7,5	5,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	34,6	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4
Sachanlagen	2,0	1,9	1,7	1,3	1,4	1,5	1,6
Finanzanlagen	169	152	52,2	146	146	146	146
Anlagevermögen	210	240	136	229	224	221	220
Vorräte	5,8	10,6	5,6	6,3	6,3	6,5	6,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,5	33,6	24,7	33,4	33,1	27,0	27,7
Sonstige Vermögensgegenstände	10,0	17,1	11,3	10,2	10,0	10,0	10,0
Liquide Mittel	9,0	84,7	4,3	26,9	21,9	28,4	37,8
Umlaufvermögen	41,4	146	45,9	76,8	71,3	71,9	82,2
Bilanzsumme (Aktiva)	251	386	182	305	296	293	302
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	34,5	58,5	54,7	58,5	58,5	58,5	58,5
Kapitalrücklage	23,3	128	120	127	127	127	127
Gewinnrücklagen	17,3	31,1	31,1	31,1	-56,1	-47,5	-40,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	37,2	15,7	-174	-68,0	28,0	28,2	29,5
Buchwert	112	234	31,7	148	157	166	174
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	112	234	31,7	148	157	166	174
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Rückstellungen gesamt	2,1	10,7	4,2	3,1	3,3	3,3	3,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	98,8	87,9	96,5	80,0	60,0	50,0	50,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,1	14,4	7,9	27,5	24,3	23,0	23,6
Sonstige Verbindlichkeiten	29,5	39,4	41,8	46,7	51,0	51,3	51,4
Verbindlichkeiten	139	152	150	157	139	128	128
Bilanzsumme (Passiva)	251	386	182	305	296	293	302

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

Bilanz Drillisch

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	15,4 %	22,2 %	45,2 %	26,6 %	26,0 %	25,2 %	23,9 %
davon übrige imm. VG	1,6 %	5,0 %	8,7 %	4,4 %	3,6 %	2,6 %	2,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	13,8 %	17,2 %	36,4 %	21,8 %	22,5 %	22,6 %	22,0 %
Sachanlagen	0,8 %	0,5 %	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Finanzanlagen	67,3 %	39,5 %	28,7 %	47,8 %	49,4 %	49,8 %	48,3 %
Anlagevermögen	83,5 %	62,2 %	74,8 %	74,8 %	75,9 %	75,5 %	72,8 %
Vorräte	2,3 %	2,7 %	3,1 %	2,1 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,6 %	8,7 %	13,6 %	11,0 %	11,2 %	9,2 %	9,2 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,0 %	4,4 %	6,2 %	3,3 %	3,4 %	3,4 %	3,3 %
Liquide Mittel	3,6 %	21,9 %	2,4 %	8,8 %	7,4 %	9,7 %	12,5 %
Umlaufvermögen	16,5 %	37,8 %	25,2 %	25,2 %	24,1 %	24,5 %	27,2 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	13,8 %	15,2 %	30,0 %	19,2 %	19,8 %	20,0 %	19,4 %
Kapitalrücklage	9,3 %	33,3 %	65,6 %	41,4 %	42,8 %	43,1 %	41,9 %
Gewinnrücklagen	6,9 %	8,1 %	17,1 %	10,2 %	-19,0 %	-16,2 %	-13,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,8 %	4,1 %	-95,3 %	-22,3 %	9,5 %	9,6 %	9,8 %
Buchwert	44,8 %	60,5 %	17,4 %	48,5 %	53,1 %	56,5 %	57,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	44,8 %	60,5 %	17,4 %	48,5 %	53,1 %	56,5 %	57,6 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,3 %	0,5 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Rückstellungen gesamt	0,8 %	2,8 %	2,3 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	39,4 %	22,8 %	53,0 %	26,2 %	20,3 %	17,0 %	16,5 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,2 %	3,7 %	4,3 %	9,0 %	8,2 %	7,8 %	7,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	11,8 %	10,2 %	22,9 %	15,3 %	17,3 %	17,5 %	17,0 %
Verbindlichkeiten	55,2 %	39,5 %	82,6 %	51,5 %	46,9 %	43,5 %	42,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung Drillisch

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	17,2	24,3	-184	106	28,0	28,2	29,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	1,1	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	4,6	5,3	5,3	5,0	5,0	3,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,4	-23,2	214	-78,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	21,9	6,9	36,4	33,1	34,0	34,1	34,0
Veränderung Vorräte	3,3	-4,5	5,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	5,3	-2,2	8,9	-8,7	0,3	6,1	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-5,0	0,6	-7,7	30,1	-0,4	-1,3	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,6	-1,5	6,2	20,8	-0,1	4,6	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	23,4	5,4	42,6	53,9	33,9	38,7	33,7
CAPEX	-4,2	-13,2	-3,9	-3,9	-3,0	-3,0	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-41,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-174	-43,9	-123	-21,4	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	40,9	52,4	14,3	0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-138	-46,3	-113	-24,5	-3,0	-3,0	-3,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	99,7	-11,7	7,6	-16,5	-20,0	-10,0	0,0
Dividende Vorjahr	-6,4	0,0	-5,2	0,0	-16,0	-19,1	-21,3
Erwerb eigener Aktien	-0,3	2,5	0,0	9,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	126	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	93,0	117	-10,2	-6,8	-36,0	-29,2	-21,3
Veränderung liquide Mittel	-21,0	75,6	-80,3	22,6	-5,0	6,5	9,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	9,0	84,7	4,3	26,9	21,9	28,4	37,8

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

Kennzahlen Drillisch

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,2 %	89,5 %	89,0 %	85,9 %	87,2 %	87,3 %	87,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	922.258	966.639	997.482	984.391	1.015.714	1.042.857	1.068.571
EBITDA je Mitarbeiter	104.513	106.393	115.670	144.857	134.286	137.143	137.143
EBIT-Marge	10,2 %	9,4 %	9,7 %	12,9 %	11,6 %	11,5 %	11,6 %
EBITDA / Operating Assets	787,7 %	267,7 %	480,4 %	-398,1 %	-375,2 %	-281,9 %	-288,7 %
ROA	8,2 %	10,1 %	-135,1 %	46,2 %	12,5 %	12,7 %	13,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	141	187	206	270	259	248	238
Operating Assets Turnover	69,5	24,3	41,4	-27,1	-28,4	-21,4	-22,5
Capital Employed Turnover	1,3	1,1	2,6	1,5	1,6	1,7	1,6
Kapitalverzinsung							
ROCE	19,8 %	12,5 %	14,6 %	24,4 %	18,2 %	19,2 %	19,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	22,0 %	14,6 %	17,5 %	27,9 %	20,8 %	21,9 %	21,5 %
ROE	15,3 %	10,4 %	-579,9 %	71,3 %	17,8 %	17,0 %	16,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	117,4 %	18,4 %	17,5 %	17,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	18,8 %	14,1 %	-138,7 %	112,6 %	18,4 %	17,5 %	17,4 %
ROIC	8,0 %	7,2 %	-132,3 %	43,1 %	12,5 %	12,7 %	12,8 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	89,8	3,2	92,2	53,1	38,1	21,5	12,2
Net Gearing	79,9 %	1,4 %	290,6 %	35,9 %	24,3 %	13,0 %	7,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	113,7 %	265,9 %	32,9 %	185,1 %	261,5 %	331,6 %	348,0 %
Current ratio	0,8	2,2	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1
Acid Test Ratio	0,7	1,7	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0
EBITDA / Zinsaufwand	17,4	5,2	7,9	11,4	31,3	32,0	40,0
Netto Zinsdeckung	40,6	5,4	8,9	17,3	37,4	35,1	54,4
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	19,2	-7,7	38,7	50,0	30,9	35,7	30,7
Free Cash Flow / Umsatz	6,8 %	-2,1 %	11,1 %	14,5 %	8,7 %	9,8 %	8,2 %
Adj. Free Cash Flow	32,0	37,8	38,6	53,1	45,0	46,0	46,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	7,0 %	7,1 %	6,6 %	10,0 %	8,9 %	8,7 %	8,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	111,9 %	-31,8 %	-21,0 %	47,4 %	110,5 %	126,6 %	104,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,8 %	2,9 %	3,1 %	12,1 %	1,6 %	1,2 %	1,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,9 %	8,2 %	5,6 %	5,0 %	2,1 %	2,7 %	2,4 %
Ausschüttungsquote	37,3 %	0,0 %	0,0 %	15,8 %	68,4 %	75,4 %	79,4 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	63,2 %	15,8 %	36,3 %	7,3 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	5545,0 %	990,5 %	1896,6 %	402,1 %	50,8 %	50,8 %	66,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,9 %	2,7 %	3,4 %	-1,1 %	-3,9 %	-4,4 %	-4,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	203,9 %	234,1 %	312,3 %	121,4 %	136,2 %	117,4 %	117,4 %
Inventory processing period (Tage)	7,5	10,7	5,8	6,6	6,5	6,5	6,5
Receivables collection period (Tage)	21,4	33,9	25,8	35,4	34,0	27,0	27,0
Payables payment period (Tage)	10,5	14,5	8,3	29,2	25,0	23,0	23,0
Cash conversion cycle (Tage)	2,7	13,1	7,0	-14,8	-14,3	-18,5	-17,8
Bewertung							
Dividendenrendite	3,6 %	n.a.	n.a.	5,4 %	6,5 %	7,3 %	8,0 %
P/B	2,6	1,3	9,2	2,0	1,9	1,8	1,7
EV/sales	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,9	8,7	8,6	6,9	7,1	6,6	6,4
EV/EBIT	12,1	10,2	10,3	7,8	8,1	7,5	7,1
EV/FCF	18,1	n.m.	9,0	6,9	10,8	8,8	10,0
P/E	10,2	8,4	n.m.	2,8	10,4	10,4	10,0
P/CF	13,4	42,5	8,1	8,9	8,6	8,6	8,6
Adj. Free Cash Flow Yield	6,3 %	2,0 %	10,5 %	9,5 %	10,2 %	10,8 %	11,1 %

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

Free Cash Flow Yield - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	17,2	24,3	-184,1	105,6	28,0	28,2	29,5
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	5,8	6,7	6,3	5,9	5,9	4,5
- Zinsergebnis (netto)	-0,7	-6,3	-206,2	66,5	-1,1	-1,2	-0,8
+ Steuern	10,9	3,4	11,7	9,7	12,0	12,7	13,2
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	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	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	32,0	37,8	38,6	53,1	45,0	46,0	46,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	9,2%	10,9%	11,1%	15,3%	13,4%	14,1%	14,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	347,5	347,5	347,5	347,5	335,6	326,1	316,9
= Fairer Enterprise Value	319,8	377,9	386,0	530,6	450,0	460,0	460,0
- Nettoverschuldung (Cash)	53,1	53,1	53,1	53,1	41,0	31,5	22,3
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	265,8	323,9	332,0	476,6	407,9	427,4	436,6
Aktienanzahl (Mio.)	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	5,00	6,09	6,24	8,96	7,67	8,03	8,21
Premium (-) / Discount (+) in %	-9,4%	10,4%	13,1%	62,4%	39,0%	45,6%	48,8%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	3,61	4,45	4,57	6,66	5,72	6,04	6,21
	12,0%	3,99	4,90	5,03	7,30	6,26	6,59	6,77
Fairer	11,0%	4,45	5,44	5,58	8,05	6,90	7,25	7,42
Free Cash Flow	10,0%	5,00	6,09	6,24	8,96	7,67	8,03	8,21
Yield	9,0%	5,66	6,88	7,05	10,07	8,61	9,00	9,17
	8,0%	6,50	7,87	8,06	11,45	9,78	10,20	10,37
	7,0%	7,57	9,13	9,35	13,24	11,29	11,74	11,91

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

DCF Modell - Drillisch

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	355,5	365,0	374,0	383,4	391,0	398,8	406,8	410,9	415,0	419,1	423,3	427,6	431,8	436,2
Veränderung	3,2%	2,7%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	41,1	42,1	43,5	40,3	39,1	39,9	40,7	41,1	37,3	33,5	33,9	25,7	25,9	26,2
EBIT-Marge	11,6%	11,5%	11,6%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Steuerquote	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
NOPAT	28,8	29,0	30,0	27,8	27,0	27,5	28,1	28,4	25,8	23,1	23,4	17,7	17,9	18,1
Abschreibungen	5,9	5,9	4,5	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4
in % vom Umsatz	1,7%	1,6%	1,2%	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	-3,0	-2,5	-0,5	-11,8	-2,0	-2,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-3,0	-3,0	-3,0	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4
Investitionsquote	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,1	0,0	0,0	-1,1	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)	28,8	29,4	31,0	14,8	24,9	25,4	27,9	28,3	25,7	23,1	23,3	17,6	17,8	18,0

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%	Beta	1,13
Fremdkapitalzins	4,0%	WACC	7,56%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	226,0		
Terminal Value	92,2		
Verbindlichkeiten	-50,0		
Liquide Mittel	116,0	Aktienzahl (Mio.)	53,19
Eigenkapitalwert	384,2	Wert je Aktie (EUR)	7,22

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

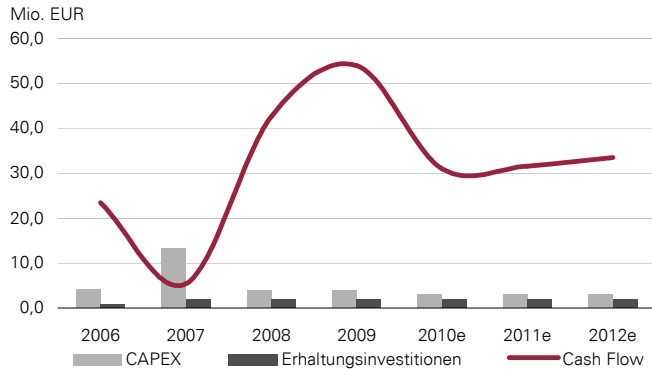
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
8,56%	6,55	6,59	6,62	6,66	6,70	6,75	6,79
8,06%	6,80	6,84	6,88	6,93	6,97	7,03	7,08
7,81%	6,93	6,97	7,02	7,07	7,12	7,18	7,24
7,56%	7,07	7,12	7,17	7,22	7,28	7,35	7,41
7,31%	7,21	7,27	7,33	7,39	7,45	7,52	7,60
7,06%	7,37	7,43	7,49	7,56	7,63	7,71	7,79
6,56%	7,72	7,79	7,86	7,95	8,04	8,13	8,24

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
8,56%	5,65	5,99	6,33	6,66	7,00	7,33	7,67
8,06%	5,86	6,21	6,57	6,93	7,28	7,64	7,99
7,81%	5,97	6,34	6,70	7,07	7,44	7,80	8,17
7,56%	6,09	6,47	6,84	7,22	7,60	7,98	8,36
7,31%	6,21	6,60	6,99	7,39	7,78	8,17	8,56
7,06%	6,35	6,75	7,16	7,56	7,97	8,37	8,78
6,56%	6,64	7,08	7,51	7,95	8,38	8,82	9,25

Quelle: Warburg Research

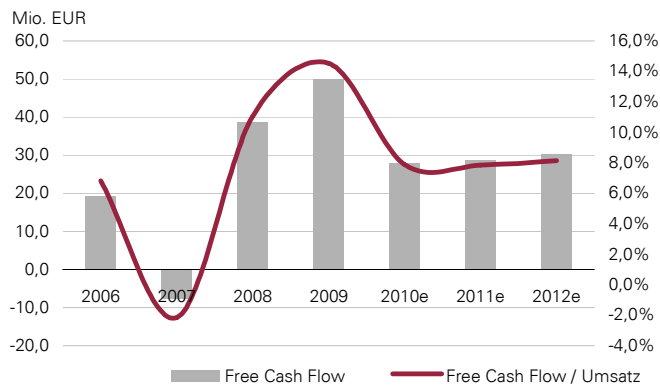
Investitionen und Cash Flow - Drillisch



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

- Reselling-Modell benötigt nur sehr geringe CAPEX

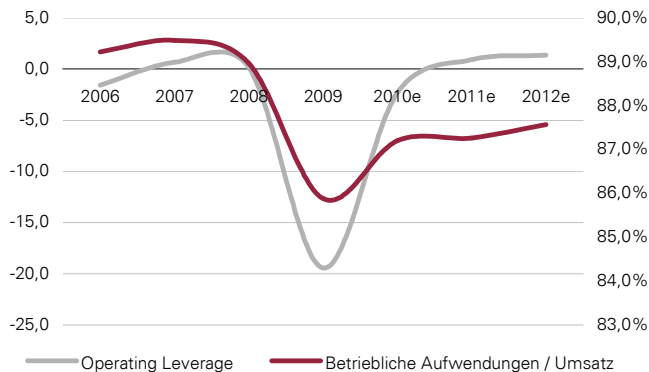
Free Cash Flow Generation - Drillisch



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

- Geschäftsmodell mit hoher Free Cash Flow Generierung

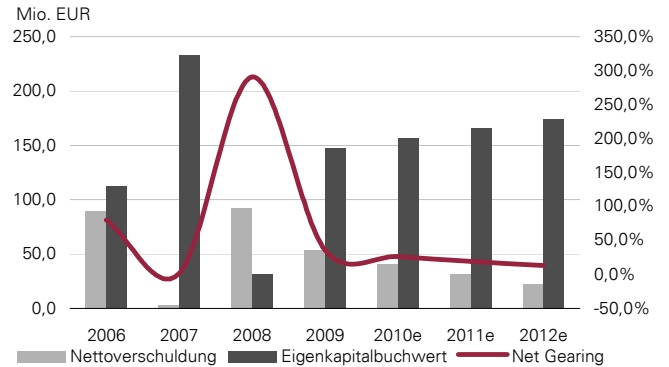
Operating Leverage - Drillisch



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

- Durch Reselling-Geschäftsmodell geringer Operating Leverage

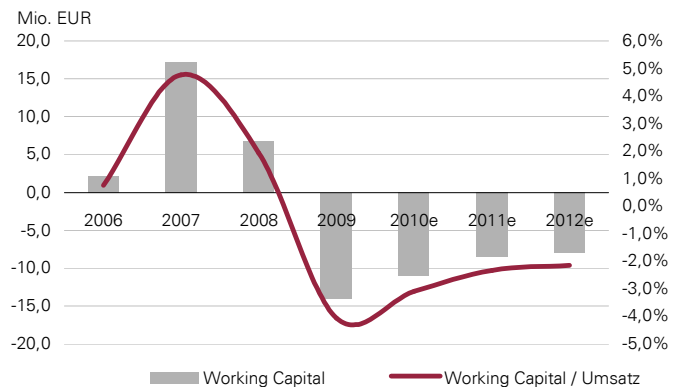
Bilanzqualität - Drillisch



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

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

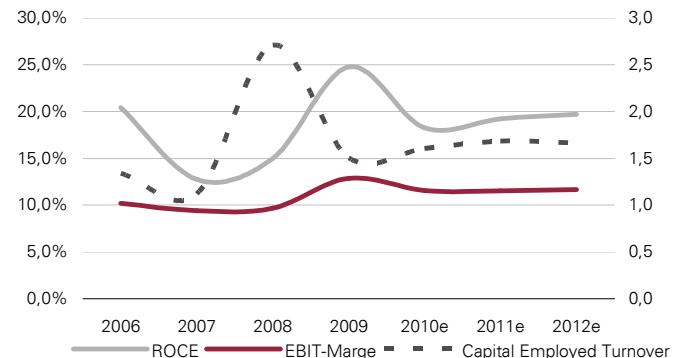
Working Capital - Drillisch



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

- Stabile EBIT-Marge bis 2010e erwartet

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

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.

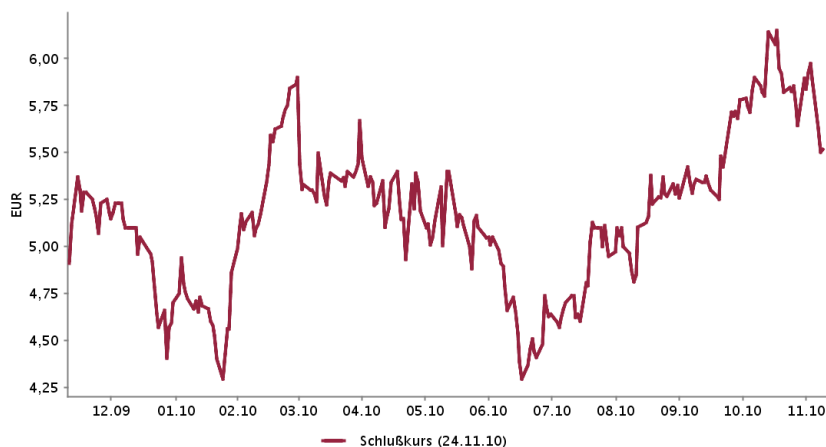
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	60%
Halten	55	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	12	6%
Gesamt	187	

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	84	69%
Halten	30	25%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	4	3%
Gesamt	121	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Drillisch AG am 25.11.10**



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

Warburg Research GmbH

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

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



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Tim Kruse	+49 40 309537-180 tkruse@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 40 3282-2686 beffler@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com