

<b>Buy</b>  <b>EUR 40,00</b> (EUR 32,00)  Kurs <b>EUR 34,94</b> <b>Upside 14,5 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 40,00 FCF-Value Potential 16e: 18,60	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	<b>Beschreibung:</b> Virtual Mobile Network Operator
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 1.858 Aktienanzahl (Mio.): 53 EV: 1.937 Freefloat MC: 1.784 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 12,01	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 96,0 % MV GmbH + SV GmbH: 1,6 % M. Brucherseifer: 2,0 % Union Investment: 5,1 % Fidelity: 4,1 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,3 KBV: 5,8 x EK-Quote: 71 %

## Neues DCF-basiertes Kursziel von EUR 40 - Kaufen

Seit unserer letzten Note im Oktober 2014 ("Herausforderer-Strategie") wurde unser Modell durch zwei Ereignisse beeinflusst:

- Drillisch hat yourfone für rund EUR 75 Mio. (WRe) akquiriert. Yourfone hat über 200 Tsd. Kunden. Unter der Annahme eines ARPU von EUR 16 generiert yourfone einen Jahresumsatz von EUR 38 Mio. Auf der letzten Analystenkonferenz sagte Drillisch, dass unter neuen MVNO-MBA-Konditionen („Netzvertrag mit Telefonica Deutschland“) ein Bruttoergebnis von EUR 2 Mio. pro Monat generiert werden könnte. Wir berücksichtigen den Kapitalabfluss für die Akquisition (Closing fand am 2. Januar 2015 statt) in unserem Modell (EUR 75 Mio.), warten jedoch auf die Integration des Umsatz- und EBITDA-Beitrages.
- Wie erwartet hat Drillisch seine eigenen Aktien verkauft (9,8% des Aktienkapitals oder 5,1 Mio. Aktien) und so Bruttoerlöse von EUR 143 Mio. erwirtschaftet.

Unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 32 wurde erreicht. Bisher haben wir weiteres Fremdkapital von EUR 234 Mio. für die Finanzierung von Mobilteilen in der DCF-Bewertung berücksichtigt. Diese Zahl spiegelt sich nicht in unseren Bilanzprognosen wider, da wir der Meinung sind, dass Drillisch diese zusätzliche Finanzierung nicht benötigt. Die zusätzliche Finanzverschuldung wurde nur aufgrund der hohen Unsicherheit bezüglich Drillischs Herausforderer-Strategie und deren Finanzierung berücksichtigt. Nun senken wir diese Zahl und reflektieren eine Nettoverschuldung von EUR 136 Mio. (bisher EUR 274 Mio.) in unserer DCF-Berechnung. Darüber hinaus senken wir die WACC aufgrund unserer neuen Annahme für die Marktrendite (neu: 7,0%, alt: 8,0%) von 7,6% auf 6,9%. Infolgedessen heben wir unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 32 auf EUR 40 an. Die Aktie wird weiter mit Kaufen bewertet.

Ausblick Q4/14: Wie wir bereits einige Male hervorgehoben haben, dürfte Drillisch in der zweiten Hälfte des Jahres 2015 zu einem beschleunigten Wachstum finden. Daher dürfte Q4/14 ein ähnliches Muster aufweisen wie die Vorquartale. Wir erwarten 75 Tsd. MVNO-Neukunden, einen Konzernumsatz von EUR 72,2 Mio. (Q4/13: EUR 72,6 Mio.) und ein Konzern-EBITDA von EUR 20,5 Mio. (Q4/13: EUR 18,7 Mio.).

Drillisch legt seinen 2014er Geschäftsbericht am 20. März vor. Am selben Tag wird das Unternehmen eine Investoren- und Analystenkonferenz abhalten. Wir erwarten mehr Details zum Wachstumsplan für das Jahr 2015.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	
Umsatz	295	-3,1 %	584	0,0 %	714	0,0 %	2014: Feinabstimmung unserer Schätzungen
EBITDA	85	0,0 %	97	0,0 %	115	0,0 %	Senkung der EPS-Schätzungen für 2015e und 2016e: Höhere Aktienanzahl durch den Verkauf eigener Aktien
EBIT	75	0,0 %	76	0,0 %	93	0,0 %	Senkung EPS-Schätzung für 2014: Höhere Aktienanzahl durch den Verkauf eigener Aktien, höher als erwarteter Zinsaufwand.
EPS	1,15	-20,9 %	0,93	-9,7 %	1,16	-10,3 %	

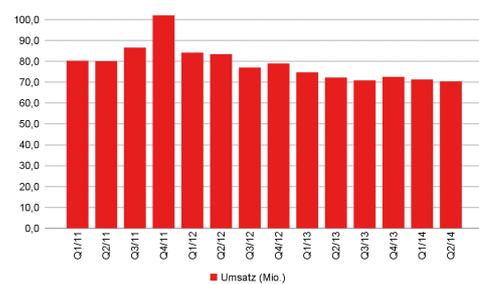


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	8,4 %
6 Monate:	2,7 %
Jahresverlauf:	8,8 %
Letzte 12 Monate:	27,0 %

Unternehmenstermine:	
20.03.15	FY 2014
13.05.15	Q1
21.05.15	HV
13.08.15	Q2

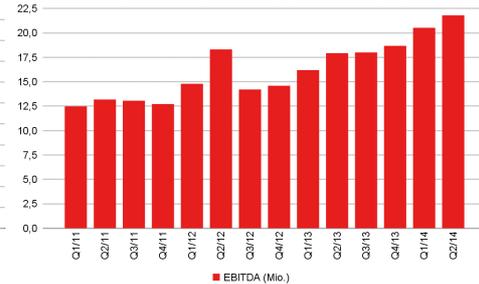
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	35,0 %	362	349	324	290	285	584	714
Veränd. Umsatz yoy		5,2 %	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-1,7 %	104,6 %	22,3 %
Rohtragsmarge		24,9 %	30,1 %	34,3 %	41,8 %	50,2 %	34,6 %	37,3 %
EBITDA	17,5 %	46	51	62	71	85	97	115
Marge		12,7 %	14,7 %	19,1 %	24,4 %	29,8 %	16,6 %	16,1 %
EBIT	15,0 %	40	48	55	61	75	76	93
Marge		11,1 %	13,8 %	17,1 %	21,1 %	26,4 %	13,0 %	13,0 %
Nettoergebnis	-29,1 %	31	41	23	156	49	45	56
EPS	-31,6 %	0,58	0,77	0,44	3,25	0,91	0,84	1,04
EPS adj.	7,4 %	0,58	0,77	0,44	0,84	0,91	0,84	1,04
DPS	4,0 %	0,50	0,70	1,30	1,60	1,80	1,80	1,80
Dividendenrendite		9,5 %	9,6 %	14,8 %	10,5 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
FCFPS		0,69	0,32	0,02	0,77	0,90	-2,09	0,91
EV / Umsatz		0,1 x	0,7 x	1,4 x	1,2 x	5,8 x	3,3 x	2,8 x
EV / EBITDA		0,7 x	4,7 x	7,1 x	5,0 x	19,5 x	20,0 x	17,3 x
EV / EBIT		0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	22,0 x	25,5 x	21,3 x
KGV		9,0 x	9,4 x	20,0 x	4,7 x	38,4 x	41,6 x	33,6 x
KGV ber.		9,0 x	9,4 x	20,0 x	18,2 x	38,4 x	41,6 x	33,6 x
FCF Yield Potential		108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	3,1 %	3,5 %	4,0 %
Nettoverschuldung		31	138	253	-99	-203	79	126
ROE		21,4 %	26,9 %	16,4 %	92,2 %	18,0 %	15,1 %	22,1 %
ROCE (NOPAT)		15,6 %	15,9 %	18,5 %	21,7 %	43,0 %	22,3 %	18,1 %
Guidance:		EBITDA 2014e: EUR 82 Mio. - EUR 85 Mio., Dividende je Aktie 2014e: EUR 1,60						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



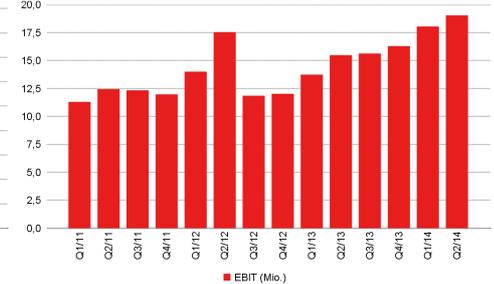
Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

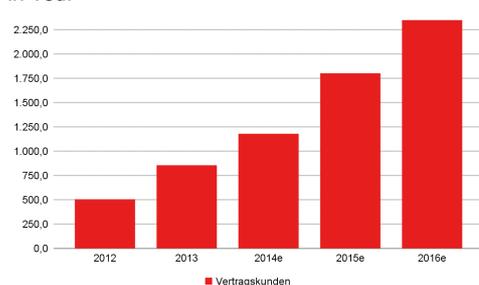
## Unternehmenshintergrund

- Drillisch hat einen Vertrag mit Telefonica Deutschland über den exklusiven Zugang zu 20% von Telefonica Deutschlands Netzkapazität in Deutschland. Die Kapazität wird in Mobilfunkdatenvolumen gemessen.
- Drillisch ist verpflichtet, die Kapazität unabhängig davon zu kaufen, ob sie an eigene Kunden vertrieben wird. Die Verpflichtung zu einem Kauf von 20% der genutzten Kapazität beginnt 2019.
- Zwischen 2015 und 2019 wird das Volumen, das Drillisch kaufen muss, Schritt für Schritt erhöht.
- Drillisch ist als MVNO positioniert und hat auf dem deutschen Mobilfunkmarkt eine Challenger-Strategie implementiert. Neben den bestehenden Online-Vertriebskanälen baut Drillisch ein Filialnetz auf.
- Drillisch sieht sich als Preis-Leistungsführer für Mobilfunktarife im deutschen Markt. Es kann niedrigere Preise anbieten als die Netzbetreiber und andere MVNOs, aber gleichzeitig höhere Datenvolumina anbieten.

## Wettbewerbsqualität

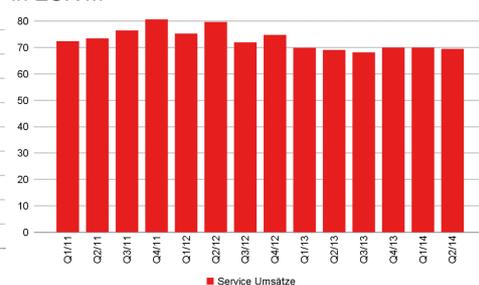
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Netz- und Technologiezugang: Drillisch kann ohne Investitions- und technologische Risiken als Mobilfunk-Netzbetreiber aktiv sein. Zudem hat es einen besseren Zugang zu Kapazitäten und Technologie als der Wettbewerb.
- Attraktive Einkaufsbedingungen: Drillischs Einkaufskonditionen sollten sehr wettbewerbsfähig sein. Drillisch unterbietet die Tarife der Netzbetreiber um mehr als 25% u. kann sich als Preis-Leistungsführer positionieren.

**Budgetkunden**  
in Tsd.



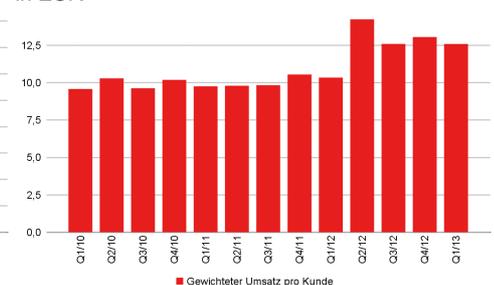
Quelle: Warburg Research

**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	285	584	714	857	968	1.065	1.097	1.130	1.164	1.199	1.235	1.272	1.272		
Umsatzwachstum	-1,7 %	104,6 %	22,3 %	20,0 %	13,0 %	10,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	75	76	93	147	190	228	241	249	256	264	272	280	280		
EBIT-Marge	26,4 %	13,0 %	13,0 %	17,1 %	19,6 %	21,4 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %		
Steuerquote (EBT)	32,0 %	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	51	52	64	101	131	157	167	172	177	182	187	193	193		
Abschreibungen	10	21	22	27	30	32	33	34	35	36	37	38	25		
Abschreibungsquote	3,4 %	3,6 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %		
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0		
Liquiditätsveränderung															
- Working Capital	1	13	11	10	8	7	2	2	3	3	3	3	0		
- Investitionen	10	164	15	17	19	21	22	23	23	24	25	25	25		
Investitionsquote	3,4 %	28,1 %	2,1 %	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)	51	-104	60	100	132	161	175	180	186	191	197	203	193	193	
Barwert FCF	51	-99	53	83	103	117	120	115	111	107	103	99	89	1.291	
Anteil der Barwerte	<b>0,25 %</b>			<b>44,68 %</b>										<b>55,06 %</b>	

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,75
<b>WACC</b>	<b>6,86 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,26</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2026e	1.054		
Terminal Value	1.291		
Zinstr. Verbindlichkeiten	176		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	115	Aktienzahl (Mio.)	57,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>2.283</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>39,86</b>

**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
<b>1,50</b>	7,9 %	32,23	32,71	33,22	33,77	34,35	34,97	35,63	<b>1,50</b>	7,9 %	31,13	32,01	32,89	33,77	34,65	35,53	36,41
<b>1,38</b>	7,4 %	34,76	35,34	35,95	36,60	37,30	38,05	38,86	<b>1,38</b>	7,4 %	33,77	34,71	35,66	36,60	37,55	38,49	39,44
<b>1,32</b>	7,1 %	36,15	36,78	37,45	38,17	38,94	39,77	40,67	<b>1,32</b>	7,1 %	35,23	36,21	37,19	38,17	39,15	40,13	41,11
<b>1,26</b>	6,9 %	37,64	38,33	39,07	<b>39,86</b>	40,71	41,63	42,63	<b>1,26</b>	6,9 %	36,80	37,82	38,84	<b>39,86</b>	40,88	41,90	42,92
<b>1,20</b>	6,6 %	39,23	39,98	40,80	41,68	42,62	43,65	44,76	<b>1,20</b>	6,6 %	38,49	39,56	40,62	41,68	42,74	43,80	44,86
<b>1,14</b>	6,4 %	40,93	41,77	42,67	43,64	44,69	45,83	47,08	<b>1,14</b>	6,4 %	40,32	41,43	42,53	43,64	44,75	45,85	46,96
<b>1,02</b>	5,9 %	44,73	45,76	46,87	48,08	49,39	50,83	52,41	<b>1,02</b>	5,9 %	44,46	45,67	46,87	48,08	49,29	50,49	51,70

- Für 2015e erwarten wir Vorlaufinvestitionen für den Vertrag mit Telefonica Deutschland von EUR 150 Mio.
- Aktienanzahl: 57 Mio., Wandelanleihen: +4,1 Mio.; eigene Aktien: +5,1 Mio.
- Zusätzliche Finanzverschuldung von EUR 234 Mio. reflektiert, die auf das Factoringgeschäft von Handsets zurückgeht

## 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	49	45	56	
+ Abschreibung + Amortisation	6	3	6	10	10	21	22	
- Zinsergebnis (netto)	2	4	-35	117	-4	-11	-13	
- Erhaltungsinvestitionen	2	2	6	10	10	10	10	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>58</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	3,1 %	3,5 %	4,0 %	
WACC	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>30</b>	<b>244</b>	<b>441</b>	<b>356</b>	<b>1.655</b>	<b>1.937</b>	<b>1.984</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>473</b>	<b>556</b>	<b>841</b>	<b>564</b>	<b>760</b>	<b>975</b>	<b>1.167</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-100	-100	-100	-100	-205	77	125	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>852</b>	<b>935</b>	<b>1.220</b>	<b>942</b>	<b>963</b>	<b>896</b>	<b>1.041</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	53	53	53	53	53	53	53	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>16,02</b>	<b>17,57</b>	<b>22,93</b>	<b>17,72</b>	<b>18,11</b>	<b>16,85</b>	<b>19,58</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-48,2 %	-51,8 %	-44,0 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	9,86 %	13,31	14,39	18,12	14,49	13,77	11,27	12,90
	8,86 %	14,01	15,21	19,36	15,33	14,89	12,71	14,62
	7,86 %	14,88	16,24	20,92	16,37	16,30	14,52	16,78
WACC	<b>6,86 %</b>	<b>16,02</b>	<b>17,57</b>	<b>22,93</b>	<b>17,72</b>	<b>18,11</b>	<b>16,85</b>	<b>19,58</b>
	5,86 %	17,54	19,36	25,63	19,53	20,55	19,98	23,32
	4,86 %	19,68	21,88	29,44	22,08	24,00	24,40	28,61
	3,86 %	22,94	25,70	35,23	25,96	29,23	31,11	36,64

- FCF Value Potential berücksichtigt Wachstumspotenzial bis 2019e nicht
- FCFVP reflektiert bis 2016e die Kapitalabflüsse, die zur Vorbereitung des angenommenen Wachstumspfades nötig sind
- Der Bewertungsansatz ignoriert das erhebliche FCF-Wachstum nach 2016
- Ergebnisse sind irreführend, da die wachstumsbedingten OPEX überbewertet, das FCF-Wachstum aber ignoriert wird

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	2,0 x	2,3 x	3,9 x	3,4 x	5,8 x	6,8 x	8,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,16	1,63	0,24	2,42	4,17	-0,85	-1,36
EV / Umsatz	0,1 x	0,7 x	1,4 x	1,2 x	5,8 x	3,3 x	2,8 x
EV / EBITDA	0,7 x	4,7 x	7,1 x	5,0 x	19,5 x	20,0 x	17,3 x
EV / EBIT	0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	22,0 x	25,5 x	21,3 x
EV / EBIT adj.*	0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	22,0 x	25,5 x	21,3 x
Kurs / FCF	7,8 x	24,2 x	188,4 x	19,1 x	38,7 x	n.a.	38,3 x
KGV	9,0 x	9,4 x	20,0 x	4,7 x	38,4 x	41,6 x	33,6 x
KGV ber.*	9,0 x	9,4 x	20,0 x	18,2 x	38,4 x	41,6 x	33,6 x
Dividendenrendite	9,5 %	9,6 %	14,8 %	10,5 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Free Cash Flow Yield Potential	108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	3,1 %	3,5 %	4,0 %
*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
<b>Umsatz</b>	<b>362</b>	<b>349</b>	<b>324</b>	<b>290</b>	<b>285</b>	<b>584</b>	<b>714</b>
Veränd. Umsatz yoy	5,2 %	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-1,7 %	104,6 %	22,3 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	2	2	2	2	3	3	4
<b>Gesamterlöse</b>	<b>364</b>	<b>351</b>	<b>326</b>	<b>293</b>	<b>288</b>	<b>587</b>	<b>718</b>
Materialaufwand	274	246	215	171	145	385	451
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>362</b>	<b>349</b>	<b>324</b>	<b>290</b>	<b>285</b>	<b>584</b>	<b>714</b>
<i>Rohtragsmarge</i>	<i>24,9 %</i>	<i>30,1 %</i>	<i>34,3 %</i>	<i>41,8 %</i>	<i>50,2 %</i>	<i>34,6 %</i>	<i>37,3 %</i>
Personalaufwendungen	24	21	23	24	24	41	59
Sonstige betriebliche Erträge	3	2	8	4	4	9	6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23	34	34	30	38	73	99
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>85</b>	<b>97</b>	<b>115</b>
<i>Marge</i>	<i>12,7 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>19,1 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>29,8 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>16,1 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	1	1	3	3
<b>EBITA</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>112</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	3	5	9	9	19	19
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>93</b>
<i>Marge</i>	<i>11,1 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>26,4 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>13,0 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>93</b>
Zinserträge	1	1	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	2	5	12	50	5	12	13
Sonstiges Finanzergebnis	3	8	-24	166	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>21</b>	<b>178</b>	<b>72</b>	<b>65</b>	<b>81</b>
<i>Marge</i>	<i>11,7 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>61,3 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>11,1 %</i>	<i>11,3 %</i>
Steuern gesamt	12	11	-3	22	23	20	25
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>56</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>56</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>56</b>
<i>Marge</i>	<i>8,5 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>53,7 %</i>	<i>17,0 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>7,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	53	53	48	53	53	53
<b>EPS</b>	<b>0,58</b>	<b>0,77</b>	<b>0,44</b>	<b>3,25</b>	<b>0,91</b>	<b>0,84</b>	<b>1,04</b>
EPS adj.	0,58	0,77	0,44	0,84	0,91	0,84	1,04

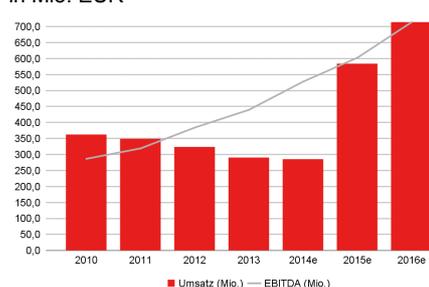
\*Adjustiert um:

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

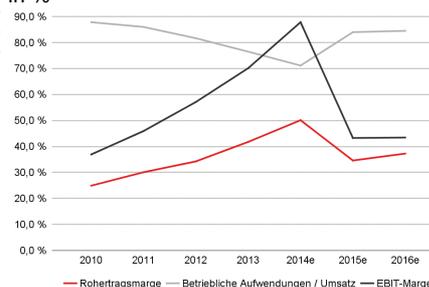
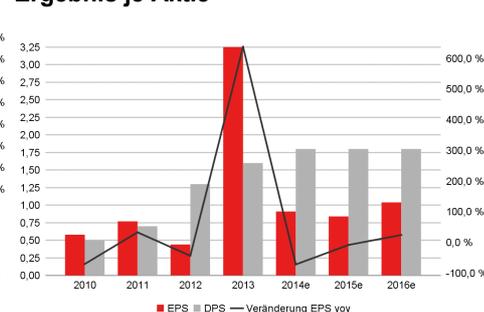
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,8 %	85,9 %	81,6 %	76,4 %	71,1 %	83,9 %	84,4 %
Operating Leverage	-1,8 x	-5,3 x	-2,1 x	-1,0 x	-13,2 x	0,0 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	23,2 x	10,9 x	5,3 x	1,4 x	18,9 x	8,4 x	8,8 x
Steuerquote (EBT)	27,4 %	21,5 %	-12,9 %	12,5 %	32,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	86,3 %	90,7 %	294,8 %	49,3 %	196,9 %	213,8 %	172,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	1.035.689	997.420	924.834	829.911	815.429	1.668.571	2.040.000

**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

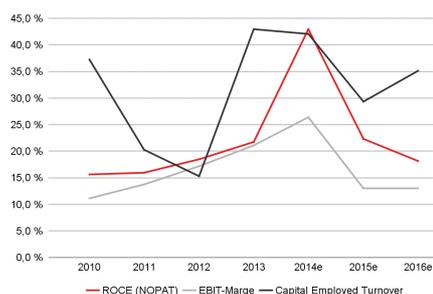
**Bilanz**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	78	78	108	101	101	317	304
davon übrige imm. VG	11	11	41	34	34	250	237
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	67	67	67	67
Sachanlagen	1	1	1	1	2	3	9
Finanzanlagen	123	236	260	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>203</b>	<b>316</b>	<b>369</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>321</b>	<b>314</b>
Vorräte	8	9	8	6	7	20	24
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	28	42	42	45	45	80	98
Liquide Mittel	28	21	77	187	291	69	52
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	8	7	26	11	12	17	17
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>72</b>	<b>78</b>	<b>153</b>	<b>249</b>	<b>355</b>	<b>185</b>	<b>190</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>275</b>	<b>394</b>	<b>523</b>	<b>352</b>	<b>457</b>	<b>506</b>	<b>504</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	59	57	54	53	53	53	53
Kapitalrücklage	126	120	92	96	96	96	96
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-16	78	27
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-76	-43	-56	37	190	45	56
Buchwert	140	165	120	218	323	272	232
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>140</b>	<b>165</b>	<b>120</b>	<b>218</b>	<b>323</b>	<b>272</b>	<b>232</b>
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	146	176
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	25	25	16	16	16	48	59
Sonstige Verbindlichkeiten	40	39	45	21	21	28	25
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>134</b>	<b>228</b>	<b>402</b>	<b>135</b>	<b>134</b>	<b>234</b>	<b>272</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>275</b>	<b>394</b>	<b>523</b>	<b>352</b>	<b>457</b>	<b>506</b>	<b>504</b>

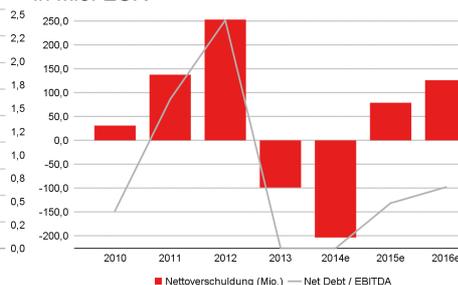
**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	-28,2 x	79,7 x	12,4 x	9,8 x	9,2 x	12,7 x	11,3 x
Capital Employed Turnover	2,1 x	1,2 x	0,9 x	2,4 x	2,4 x	1,7 x	2,0 x
ROA	15,2 %	13,0 %	6,4 %	151,5 %	47,3 %	14,0 %	17,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	15,6 %	15,9 %	18,5 %	21,7 %	43,0 %	22,3 %	18,1 %
ROE	21,4 %	26,9 %	16,4 %	92,2 %	18,0 %	15,1 %	22,1 %
Adj. ROE	21,4 %	26,9 %	16,4 %	23,8 %	18,0 %	15,1 %	22,1 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	31	138	253	-99	-203	79	126
Nettofinanzverschuldung	30	137	252	-100	-205	77	125
Net Gearing	22,1 %	83,3 %	210,0 %	-45,4 %	-63,0 %	29,0 %	54,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	66,1 %	266,5 %	407,8 %	n.a.	n.a.	79,9 %	108,4 %
Buchwert je Aktie	2,6	3,1	2,3	4,5	6,1	5,1	4,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,2	1,6	0,2	2,4	4,2	-0,9	-1,4

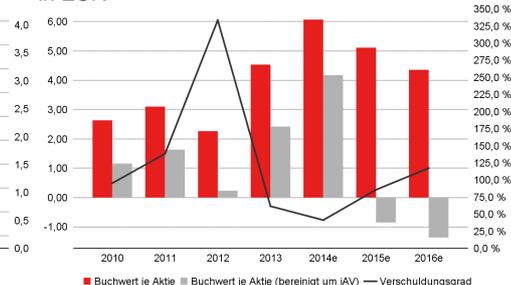
**ROCE Development**



**Netto Verschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

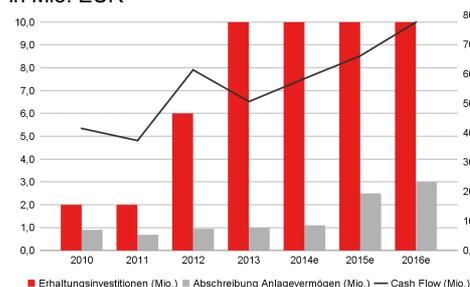
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	31	41	23	156	49	45	56
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	1	1	1	3	3
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	3	5	9	9	19	19
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	5	-7	31	-115	0	0	0
<b>Cash Flow</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>78</b>
Veränderung Vorräte	-1	-1	1	2	-1	-12	-4
Veränderung Forderungen aus L+L	5	-13	0	-3	1	-35	-18
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3	-3	-22	-2	-1	34	11
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1	0	-16	10	0	0	-3
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1	-17	-37	6	-1	-13	-14
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>41</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>64</b>
Investitionen in iAV	-3	-3	-20	-17	-8	-160	-6
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-2	-2	-2	-4	-9
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	0	-75	0
Finanzanlageninvestitionen	0	-67	-75	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	3	0	106	370	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1</b>	<b>-70</b>	<b>8</b>	<b>350</b>	<b>-10</b>	<b>-239</b>	<b>-15</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-23	78	92	-183	-1	60	30
Dividende Vorjahr	-16	-27	-36	-62	-85	-96	-96
Erwerb eigener Aktien	0	-8	-32	-8	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	-1	0	-44	142	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-39</b>	<b>43</b>	<b>25</b>	<b>-298</b>	<b>56</b>	<b>-36</b>	<b>-66</b>
Veränderung liquide Mittel	1	-7	57	110	104	-222	-17
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>28</b>	<b>21</b>	<b>77</b>	<b>187</b>	<b>291</b>	<b>69</b>	<b>52</b>

**Kennzahlen**

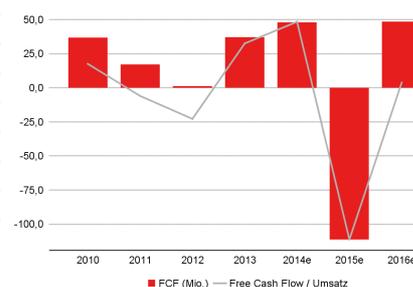
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	37	17	1	37	48	-111	49
Free Cash Flow / Umsatz	9,9 %	4,6 %	0,8 %	13,2 %	16,8 %	-19,1 %	6,8 %
Free Cash Flow Potential	32	38	58	39	52	67	80
Free Cash Flow / Umsatz	9,9 %	4,6 %	0,8 %	13,2 %	16,8 %	-19,1 %	6,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	116,3 %	39,0 %	10,6 %	24,7 %	98,7 %	-248,6 %	87,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,9 %	2,2 %	1,9 %	1,0 %	0,3 %	0,3 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,9 %	4,4 %	4,8 %	24,2 %	5,2 %	9,9 %	8,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	1,4 %	1,1 %	6,7 %	6,4 %	3,4 %	28,1 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,6 %	1,9 %	3,4 %	3,5 %	1,7 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	84,7 %	119,3 %	337,7 %	191,8 %	99,0 %	777,3 %	68,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-3,9 %	-1,6 %	4,3 %	9,1 %	10,0 %	6,1 %	6,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	114,8 %	166,1 %	260,7 %	286,7 %	285,9 %	166,7 %	166,6 %
Vorratsumschlag	35,6 x	27,6 x	27,1 x	27,5 x	20,4 x	19,7 x	18,9 x
Receivables collection period (Tage)	29	44	47	57	57	50	50
Payables payment period (Tage)	33	37	27	34	39	46	48
Cash conversion cycle (Tage)	-56	-56	-28	-34	-36	-33	-33

**Investitionen und Cash Flow**

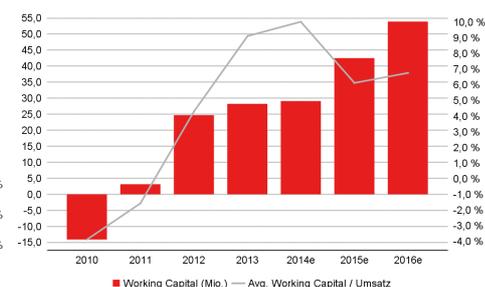
in Mio. EUR



**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 verbundene 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.

**Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:**

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

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

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	57
Halten	69	37
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>189</b>	<b>100</b>

**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	59
Halten	51	36
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>143</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [11.02.2015]**



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.

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Henner Rüschemier** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Frank Laser** +49 40 309537-235  
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**Christopher Rodler** +49 40 309537-290  
Utilities crodler@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**Stephan Wulf** +49 40 309537-150  
Utilities swulf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France mgruebner@mmwarburg.com

**Ömer Güven** +49 40 3282-2633  
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Thekla Struve** +49 40 3282-2668  
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

**Gudrun Bolsen** +49 40 3282-2679  
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com