

Buy EUR 40,00 Kurs EUR 37,84 Upside 5,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 40,00 FCF-Value Potential 16e: 18,60	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Virtual Mobile Network Operator
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.013 Aktienanzahl (Mio.): 53 EV: 2.091 Freefloat MC: 1.932 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 9,70 Mio.	Aktionäre: Freefloat 96,0 % MV GmbH + SV GmbH 1,6 % M. Brucherseifer 2,0 % Union Investment 5,1 % Fidelity 4,1 %	Risikoprofil (WRe): 2014e Beta: 1,3 KBV: 6,2 x EK-Quote: 71 %

Vorl. Q4/14 Zahlen im Rahmen – Eindrucksvolle Wachstumsbeschleunigung in Q4/14

Kennzahlen Q4/2014: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	<table border="1"> <tr> <th></th> <th>Q4 14</th> <th>Q4 14e</th> <th>Q4 13</th> <th>yoy</th> <th>14</th> <th>14e</th> <th>13</th> <th>yoy</th> </tr> <tr> <td>Umsatz</td> <td>76</td> <td>72</td> <td>73</td> <td>5 %</td> <td>289</td> <td>285</td> <td>290</td> <td>-1 %</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>20</td> <td>20</td> <td>19</td> <td>9 %</td> <td>85</td> <td>85</td> <td>71</td> <td>20 %</td> </tr> </table>		Q4 14	Q4 14e	Q4 13	yoy	14	14e	13	yoy	Umsatz	76	72	73	5 %	289	285	290	-1 %	EBITDA	20	20	19	9 %	85	85	71	20 %	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Vorläufige Zahlen entsprechen den Erwartungen. Beschleunigung des Service Revenue-Wachstums in Q4/14; Service Revenues in Q4/14 um +7% gestiegen, basierend auf einem besseren Kunden und Tarifmix.
	Q4 14	Q4 14e	Q4 13	yoy	14	14e	13	yoy																					
Umsatz	76	72	73	5 %	289	285	290	-1 %																					
EBITDA	20	20	19	9 %	85	85	71	20 %																					

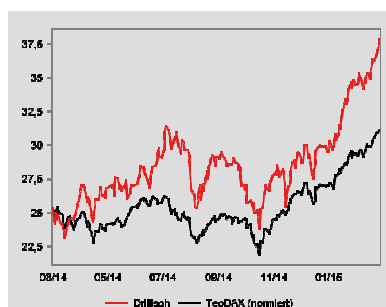
Drillisch berichtete vorläufige Zahlen für 2015, die unseren Erwartungen entsprachen. Darüber hinaus bekräftigte das Unternehmen seine Guidance für 2015. Der Dividendenvorschlag lag EUR 0,10 unter unseren Erwartungen von EUR 1,80 (Vorschlag: EUR 1,70, Konsens: EUR 1,60). Der Konzernumsatz ist mit EUR 289 Mio. yoy unverändert geblieben (WRe: EUR 285 Mio.), was auf die Fokussierung und den Übergang zu Budget-Kunden zurückzuführen ist. Folglich wandern die alten Kunden ab, während es ein starkes Wachstum des MVNO Kundenstamms gibt. Während der Budget-Kundenstamm um +41% auf 1,21 Mio. gestiegen ist, ist der Bestand an Volumenkunden um -15% auf 0,7 Mio. gesunken. Dieser Übergang sollte in 2014 abgeschlossen werden. Der gesamte MVNO Kundenbestand ist um +223 Tsd. auf 1,928 Mio. gestiegen und entspricht damit unseren Erwartungen.

Die Q4/14 Trends sind beeindruckend und unterstützen unseren Case, dass der Übergang abgeschlossen wurde. Die Service Revenues (= Anzahl der Kunden x ARPU) sind um +7% auf EUR 75 Mio. gestiegen. Die Beschleunigung der Service Revenues ist ein deutliches Zeichen dafür, dass Drillisch bereits in Q1/15 und Q2/15 ein Umsatzwachstum verzeichnen sollte. Die Service Revenues sind im Gesamtjahr 2014 um +2,7% auf EUR 284,6 Mio. gewachsen.

Guidance bekräftigt: Drillisch bekräftigte seine Guidance für 2015e und antizipiert ein Konzern-EBITDA von EUR 95 Mio. bis EUR 100 Mio. (WRe: EUR 97 Mio.). Darüber hinaus plant das Unternehmen die Übernahme von 300 Filialen, was den Erwartungen in unserem Finanzmodell entspricht. Zudem geht das Unternehmen von einem deutlichen Anstieg des Kundenwachstums in 2015 aus. **Die wichtigsten News sind jedoch, dass Drillisch in 2015 eine Erhöhung seines Marketingbudgets um ca. EUR 50 Mio. plant.** Wir haben in unserem Modell lediglich ein zusätzliches Marketingbudget von EUR 20 Mio. reflektiert. Mit anderen Worten sind entweder die von uns antizipierten Aufwendungen für die Ladenkette zu hoch, oder das operative Ergebnis ist besser als abgebildet. Das sollte uns einigen Spielraum bieten, um unsere Erwartungen für die Jahre nach 2015 anzuheben.

Dividendenausblick bis 2016: Drillisch berichtete, dass es bis 2016 mindestens eine stabile Dividende von EUR 1,70 erwartet. Dies ist ein deutliches Zeichen dafür, dass ausreichend liquide Mittel vorhanden sind, um das Wachstum zu finanzieren und Cash an die Aktionäre auszuschütten. Die Nettoliquidität lag Ende 2014 bei EUR 240 Mio.

Fazit: Drillisch verzeichnete eine Performance im Rahmen unserer Erwartungen und bekräftigte seine Guidance für 2015, die unsere Annahmen entspricht. Wir schätzen, dass das Konzern-EBITDA von EUR 85 Mio. in 2014 auf EUR 252 Mio. in 2019e deutlich ansteigen wird. Wir werden eine Feinabstimmung unseres Modells vornehmen und unseren Bewertungsansatz überprüfen. Die Kaufempfehlung wird in der Zwischenzeit bekräftigt.

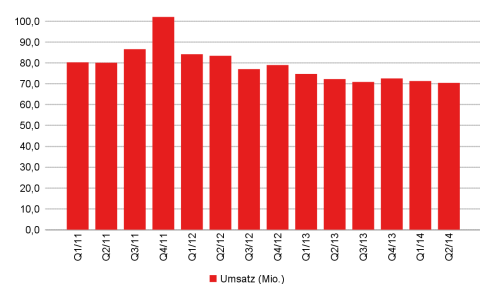


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	3,6 %
6 Monate:	5,4 %
Jahresverlauf:	12,8 %
Letzte 12 Monate:	29,0 %

Unternehmenstermine:	
20.03.15	FY 2014
13.05.15	Q1
21.05.15	HV
13.08.15	Q2

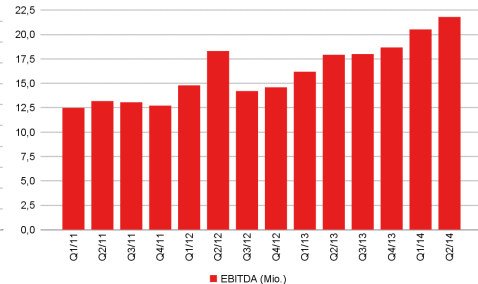
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	35,0 %	362	349	324	290	285	584	714
Veränd. Umsatz yoy		5,2 %	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-1,7 %	104,6 %	22,3 %
Rohertragsmarge		24,9 %	30,1 %	34,3 %	41,8 %	50,2 %	34,6 %	37,3 %
EBITDA	17,5 %	46	51	62	71	85	97	115
Marge		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 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %
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	6,3 x	3,6 x	3,0 x
EV / EBITDA		0,7 x	4,7 x	7,1 x	5,0 x	21,3 x	21,6 x	18,6 x
EV / EBIT		0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	24,0 x	27,6 x	23,0 x
KGV		9,0 x	9,4 x	20,0 x	4,7 x	41,6 x	45,0 x	36,4 x
KGV ber.		9,0 x	9,4 x	20,0 x	18,2 x	41,6 x	45,0 x	36,4 x
FCF Yield Potential		108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %
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



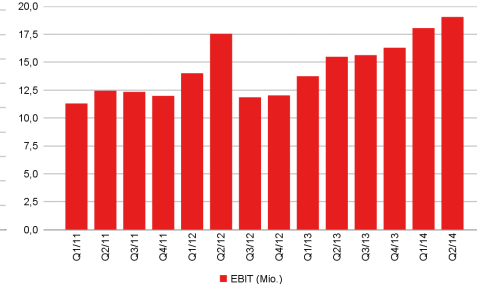
Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

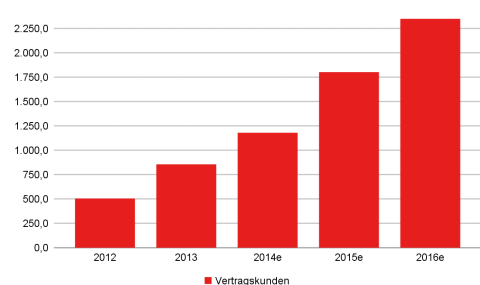
Unternehmenshintergrund

- 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

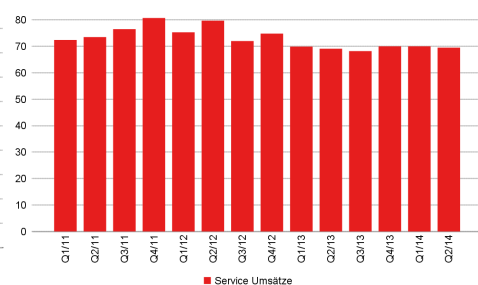
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Netz- und Technologiezugang: Drillisch kann ohne Investitions- und technologische 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.



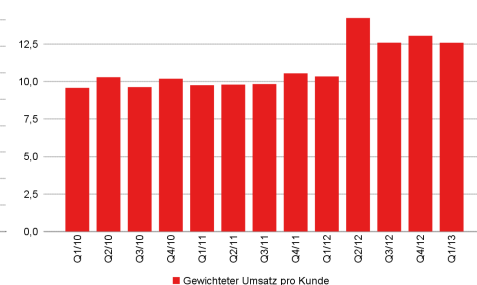
Quelle: Warburg Research

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	0,25 %			44,68 %										55,06 %	

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
WACC	6,86 %	Beta	1,26

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
Eigenkapitalwert	2.283	Wert je Aktie (EUR)	39,86

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,50	7,9 %	32,23	32,71	33,22	33,77	34,35	34,97	35,63	1,50	7,9 %	31,13	32,01	32,89	33,77	34,65	35,53	36,41
1,38	7,4 %	34,76	35,34	35,95	36,60	37,30	38,05	38,86	1,38	7,4 %	33,77	34,71	35,66	36,60	37,55	38,49	39,44
1,32	7,1 %	36,15	36,78	37,45	38,17	38,94	39,77	40,67	1,32	7,1 %	35,23	36,21	37,19	38,17	39,15	40,13	41,11
1,26	6,9 %	37,64	38,33	39,07	39,86	40,71	41,63	42,63	1,26	6,9 %	36,80	37,82	38,84	39,86	40,88	41,90	42,92
1,20	6,6 %	39,23	39,98	40,80	41,68	42,62	43,65	44,76	1,20	6,6 %	38,49	39,56	40,62	41,68	42,74	43,80	44,86
1,14	6,4 %	40,93	41,77	42,67	43,64	44,69	45,83	47,08	1,14	6,4 %	40,32	41,43	42,53	43,64	44,75	45,85	46,96
1,02	5,9 %	44,73	45,76	46,87	48,08	49,39	50,83	52,41	1,02	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	
= Free Cash Flow Potential	32	38	58	39	52	67	80	
Free Cash Flow Yield Potential	108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %	
WACC	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	6,86 %	
= Enterprise Value (EV)	30	244	441	356	1.809	2.091	2.139	
= Fair Enterprise Value	473	556	841	564	760	975	1.167	
- 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	
= Faire Marktkapitalisierung	852	935	1.220	942	963	896	1.041	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	53	53	53	53	53	53	53	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	16,02	17,57	22,93	17,72	18,11	16,85	19,58	
Premium (-) / Discount (+) in %					-52,1 %	-55,5 %	-48,3 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	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	6,86 %	16,02	17,57	22,93	17,72	18,11	16,85	19,58
	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 Wachstumspfadens 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	6,2 x	7,4 x	8,7 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	6,3 x	3,6 x	3,0 x
EV / EBITDA	0,7 x	4,7 x	7,1 x	5,0 x	21,3 x	21,6 x	18,6 x
EV / EBIT	0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	24,0 x	27,6 x	23,0 x
EV / EBIT adj.*	0,7 x	5,1 x	7,9 x	5,8 x	24,0 x	27,6 x	23,0 x
Kurs / FCF	7,8 x	24,2 x	188,4 x	19,1 x	42,0 x	n.a.	41,5 x
KGV	9,0 x	9,4 x	20,0 x	4,7 x	41,6 x	45,0 x	36,4 x
KGV ber.*	9,0 x	9,4 x	20,0 x	18,2 x	41,6 x	45,0 x	36,4 x
Dividendenrendite	9,5 %	9,6 %	14,8 %	10,5 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %
Free Cash Flow Yield Potential	108,1 %	15,6 %	13,1 %	10,9 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

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

GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	362	349	324	290	285	584	714
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
Gesamterlöse	364	351	326	293	288	587	718
Materialaufwand	274	246	215	171	145	385	451
Bruttoergebnis	362	349	324	290	285	584	714
<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
EBITDA	46	51	62	71	85	97	115
<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
EBITA	45	51	61	70	84	95	112
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	3	5	9	9	19	19
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	40	48	55	61	75	76	93
<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>
EBIT adj.	40	48	55	61	75	76	93
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
EBT	42	52	21	178	72	65	81
<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
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31	41	23	156	49	45	56
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	31	41	23	156	49	45	56
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	31	41	23	156	49	45	56
<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
EPS	0,58	0,77	0,44	3,25	0,91	0,84	1,04
EPS adj.	0,58	0,77	0,44	0,84	0,91	0,84	1,04

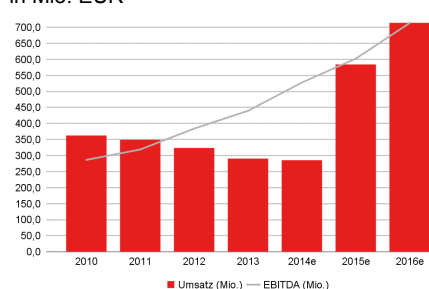
*Adjustiert um:

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

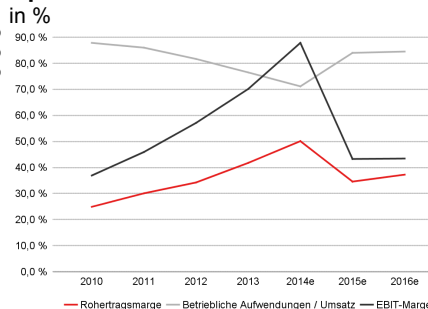
Kennzahlen

	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

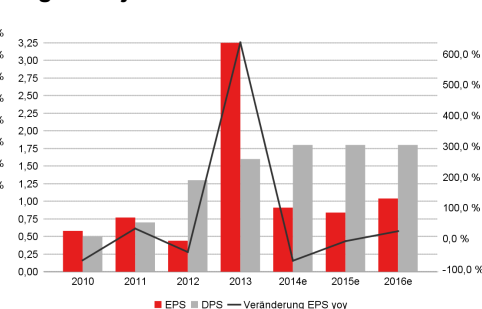
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

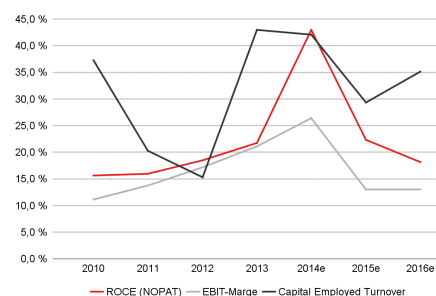
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

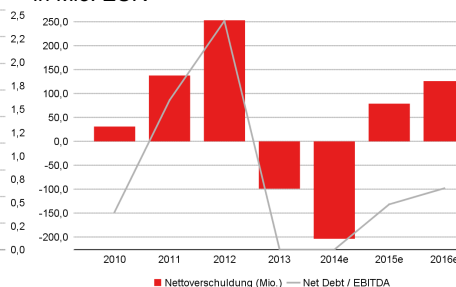
Bilanz							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	78	78	108	101	101	317	304
davon übrige imm. VG	11	11	41	34	34	250	237
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	67	67	67	67
Sachanlagen	1	1	1	1	2	3	9
Finanzanlagen	123	236	260	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	203	316	369	103	103	321	314
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
Umlaufvermögen	72	78	153	249	355	185	190
Bilanzsumme (Aktiva)	275	394	523	352	457	506	504
Passiva							
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
Eigenkapital	140	165	120	218	323	272	232
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
Verbindlichkeiten	134	228	402	135	134	234	272
Bilanzsumme (Passiva)	275	394	523	352	457	506	504

Kennzahlen							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	-28,2 x	79,7 x	12,4 x	9,8 x	9,2 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 %
Kapitalverzinsung							
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 %
Bilanzqualität							
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

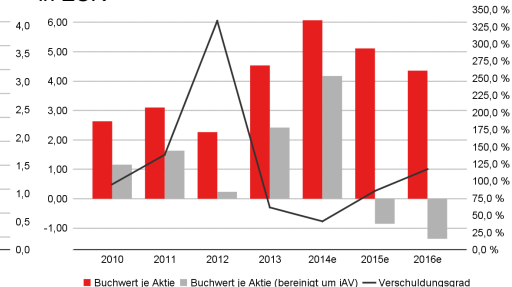
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

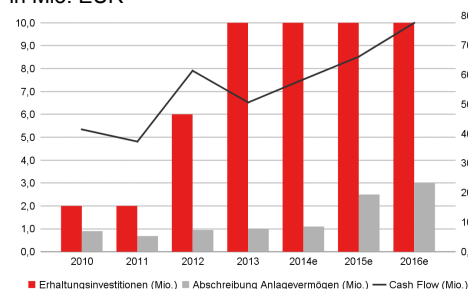
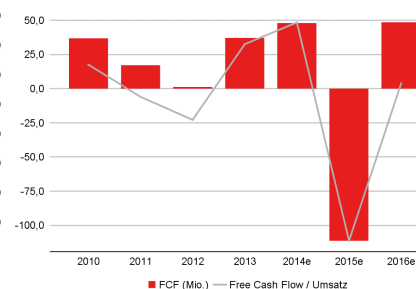
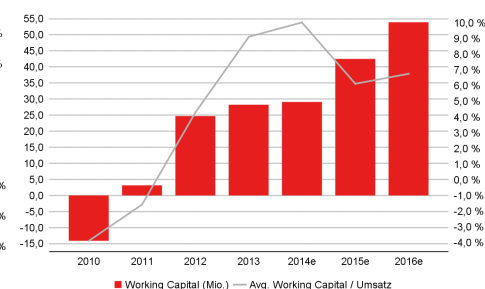
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	31	41	23	156	49	45	56
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	1	1	1	3	3
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	3	5	9	9	19	19
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	5	-7	31	-115	0	0	0
Cash Flow	41	37	61	51	58	66	78
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
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	41	20	24	57	58	53	64
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1	-70	8	350	-10	-239	-15
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-39	43	25	-298	56	-36	-66
Veränderung liquide Mittel	1	-7	57	110	104	-222	-17
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	28	21	77	187	291	69	52

Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
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 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
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.

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

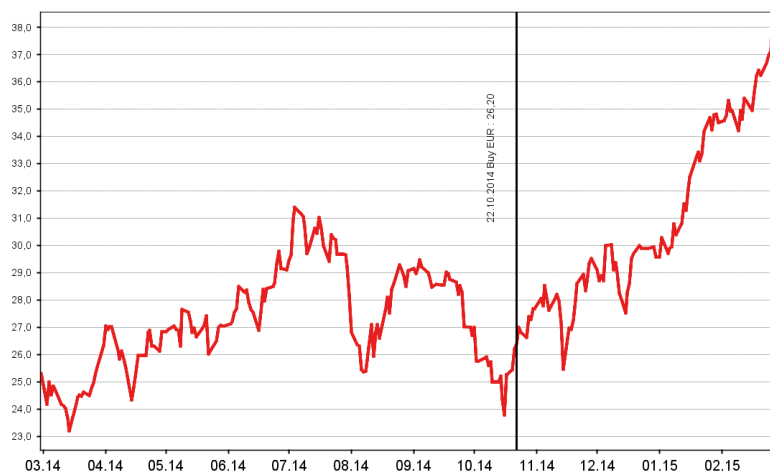
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	56
Halten	70	37
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	189	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	86	59
Halten	51	35
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	147	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [27.02.2015]


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 aplasier@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