

<b>Hold</b>  <b>EUR 35,00</b> (EUR 37,00)  Kurs EUR 33,92 <b>Upside 3,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 35,00 FCF-Value Potential 18e: 35,00	<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: 1.857 Aktienanzahl (Mio.): 55 EV: 1.927 Freefloat MC: 1.484 Ø Trad. Vol. (30T): 7,56 Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 79,9 % M Brucherseifer+Management 1,9 % United Internet Ventures AG 20,7 % Allianz Global Investors 6,4 % Alken Luxemburg 4,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2016e Beta: 1,1 KBV: 6,2 x EK-Quote: 48 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,6 x Net Debt / EBITDA: 0,6 x

## Wettbewerbsqualität verbessert sich mit günstigeren Einkaufskonditionen

In dieser Note nehmen wir eine Feinabstimmung unserer Annahmen für 2016e-2018e vor und werden unsere detaillierten Erwartungen für 2019e vorstellen. Im Zeitraum 2016e-2018e reduzieren wir überwiegend unsere Umsatzprognosen in Bezug auf niedrigere ARPU-Annahmen (siehe Tabelle unten). Das Bruttoergebnis, EBITDA und EBIT bleiben aufgrund höherer Bruttomargenerwartungen nahezu unverändert.

In unserem DCF-Modell reduzieren wir unsere langfristige Erwartung für das Umsatzwachstum. Bisher hatten wir ein Umsatzwachstum im Zeitraum 2015e-2028e von CAGR 5,4% erwartet. Nun antizipieren wir ein CAGR Umsatzwachstum 2015e-2028e von 3,3%. Wir haben unsere Annahme überarbeitet und gehen davon aus, dass Drillisch bereits in 2022e (vorher 2027e) einen stabilen Zustand erreichen wird. Wir sind langfristig vorsichtiger geworden. Wir glauben, dass es für Drillisch schwierig werden wird, den Mobilfunktelekommunikationsmarkt nach 2022e weiterhin zu übertreffen. Dementsprechend reduzieren wir unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 37 auf EUR 35. In diesem Bewertungsansatz haben wir keinen strategischen Wert für den MBA-MVNO-Vertrag eingepreist.

Darüber hinaus analysieren wir die Qualität der Q1/16 Ergebnisse und versuchen den potenziellen non-operativen Bruttoergebnisbeitrag zu berechnen. In Q3/15 und Q4/15 waren die positiven Effekte durch sogenannte Sondereffekte relativ hoch. Basierend auf unseren Feststellungen können vom Bruttoergebnis von EUR 68 in Q1/16 lediglich EUR 3 Mio. auf das operative Geschäft zurückgeführt werden.

Zudem beschreiben wir die wirtschaftlichen Konsequenzen des MBA-MVNO-Vertrags mit Telefonica Deutschland. Drillisch ist verpflichtet einen festgelegten Prozentsatz der gesamten mobilen Datennutzung (nicht nur die von Drillisch) im Telefonica Deutschland Netz zu kaufen. Dieser erhöht sich sukzessiv entlang eines sogenannten Gleidpfades. Die aktuelle mobile Datennutzung ist jedoch höher als ursprünglich erwartet und Drillisch muss größere mobile Datenvolumen kaufen als in 2014 erwartet. Um solche Kapazitätsunsicherheiten zu bewältigen erhält Drillisch hohe Abschläge auf das zusätzliche mobile Datenvolumen. Dementsprechend sinken die durchschnittlichen Stückkosten für mobile Daten und Drillisch kann die Einzelhandelspreise reduzieren, während die durchschnittliche Bruttomarge je Kunde stabil bleibt. Dadurch befindet sich Drillisch in einer relativ guten Wettbewerbsposition.

Die Halten-Empfehlung wird mit einem neuen DCF-basierten Kursziel von EUR 35 bekräftigt (alt: EUR 37).

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	Feinabstimmung unserer Annahmen, siehe Kennzahlen-Abschnitt
<b>Umsatz</b>	735	-3,9 %	843	-4,0 %	909	-4,6 %	
<b>EBITDA</b>	115	-0,2 %	151	0,3 %	182	0,3 %	
<b>EBIT</b>	64	-0,3 %	101	0,5 %	132	0,5 %	
<b>EPS</b>	0,75	-1,3 %	1,21	0,8 %	1,61	0,0 %	



**Rel. Performance vs TecDAX:**

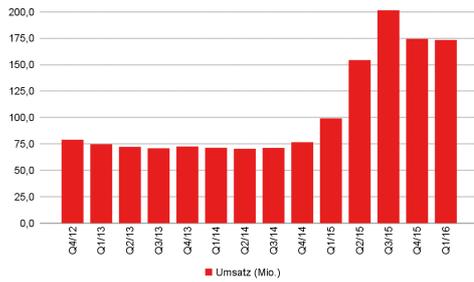
1 Monat:	-5,1 %
6 Monate:	-7,7 %
Jahresverlauf:	-1,6 %
Letzte 12 Monate:	-3,9 %

**Unternehmenstermine:**

11.08.16	Q2
10.11.16	Q3

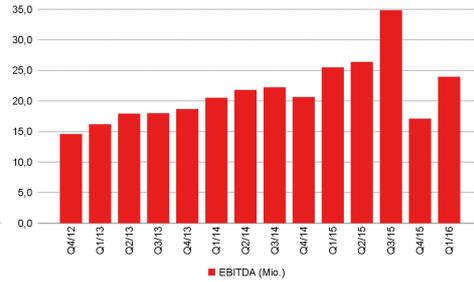
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	11,3 %	324	290	290	630	706	810	867
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	12,2 %	14,6 %	7,2 %
<b>Rohertragsmarge</b>		34,3 %	41,8 %	49,9 %	40,8 %	40,6 %	39,8 %	42,7 %
<b>EBITDA</b>	20,2 %	62	71	85	105	115	151	183
<b>Marge</b>		19,1 %	24,4 %	29,4 %	16,7 %	16,2 %	18,7 %	21,1 %
<b>EBIT</b>	24,2 %	55	61	75	69	64	101	133
<b>Marge</b>		17,1 %	21,1 %	26,0 %	11,0 %	9,0 %	12,5 %	15,3 %
<b>Nettoergebnis</b>	24,1 %	23	156	50	46	41	67	88
<b>EPS</b>	24,2 %	0,44	3,25	0,91	0,84	0,74	1,22	1,61
<b>EPS adj.</b>	31,0 %	0,44	0,84	0,91	0,84	1,02	1,50	1,89
<b>DPS</b>	1,9 %	1,30	1,60	1,70	1,70	1,70	1,80	1,80
<b>Dividendenrendite</b>		14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,2 %	5,0 %	5,3 %	5,3 %
<b>FCFPS</b>		0,02	0,77	1,21	-1,58	1,25	1,74	2,21
<b>FCF / MarktKap.</b>		0,5 %	5,2 %	4,1 %	-4,0 %	3,7 %	5,1 %	6,5 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,4 x	1,2 x	3,3 x	3,1 x	2,7 x	2,4 x	2,1 x
<b>EV / EBITDA</b>		7,1 x	5,0 x	11,3 x	18,6 x	16,8 x	12,7 x	10,0 x
<b>EV / EBIT</b>		7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	30,3 x	19,1 x	13,7 x
<b>KGV</b>		20,0 x	4,7 x	29,4 x	47,7 x	45,8 x	27,8 x	21,2 x
<b>KGV ber.</b>		20,0 x	18,2 x	29,4 x	47,7 x	33,3 x	22,6 x	18,1 x
<b>FCF Yield Potential</b>		13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,3 %	5,5 %	7,0 %
<b>Nettoverschuldung</b>		253	-99	-225	45	70	68	-52
<b>ROCE (NOPAT)</b>		18,5 %	21,7 %	46,1 %	19,1 %	11,4 %	19,7 %	28,0 %
<b>Guidance:</b>		EBITDA 2016e: EUR 115 Mio. - EUR 120 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,7						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



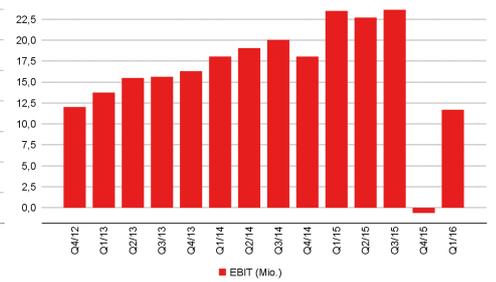
Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

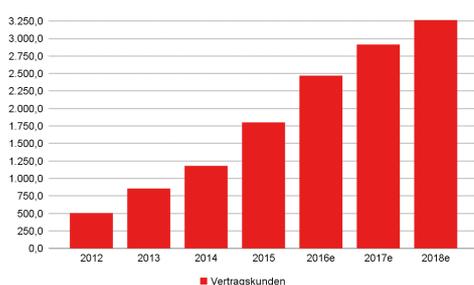
## Unternehmenshintergrund

- Drillisch 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

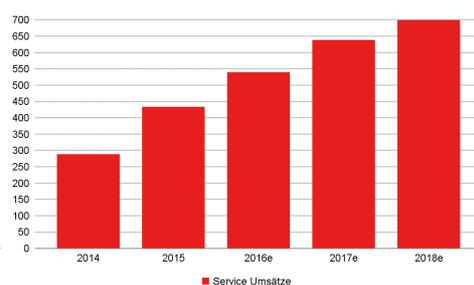
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Attraktive Einkaufsbedingungen: Drillischs Einkaufskonditionen sollten sehr wettbewerbsfähig sein. Drillisch unterbietet die Tarife der Netzbetreiber um mehr als 25% u. kann sich als Preis-Leistungsführer positionieren.

**Budgetkunden**  
in Tsd.



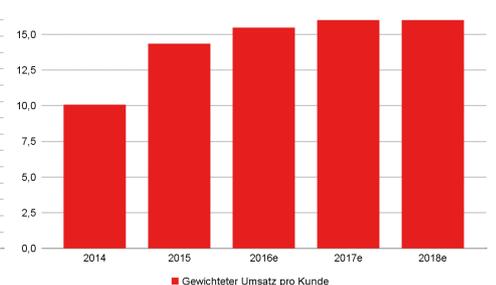
Quelle: Warburg Research

**Service Umsätze**  
in EUR m



Quelle: Warburg Research

**Gewichteter Umsatz pro Kunde**  
in EUR



Quelle: Warburg Research

---

Einführung und Zusammenfassung	4
Aktuelle Diskussionen zu Drillisch und unsere Einschätzung	5
<b>Ergebnisqualität und “nicht-operative Posten” in 2015</b>	<b>5</b>
<b>Entwicklung des Bruttoergebnisses des Konzerns in Q1/16</b>	<b>6</b>
<b>Budget-Kunden AGPPU-Performance</b>	<b>8</b>
<b>Unsere Sichtweise der Mechanismen des MBA-MVNO-Vertrages</b>	<b>8</b>
<b>Wirtschaftliche Konsequenzen des MBA-MVNO-Vertrages</b>	<b>9</b>
<b>Drillischs EBITDA-Guidance 2017e</b>	<b>10</b>
<b>Bewertung</b>	<b>11</b>
<b>FCF Value Potential</b>	<b>11</b>
<b>DCF-Ansatz</b>	<b>11</b>
<b>Finanzkennzahlen</b>	<b>14</b>
<b>Bruttoergebnis und Kundenannahmen 2015-2019e</b>	<b>14</b>
<b>Konzernumsatz, EBITDA und EBIT-Prognosen</b>	<b>15</b>

## Einführung und Zusammenfassung

In unserer letzten Note (*“Challenger strategy comes at higher cost than originally expected”* 06.05.2016) haben wir betont, dass die gemischte Ergebnisqualität in Q3 und Q4/15 auf ein hohes Niveau positiver non-operativer und einmaliger Effekte zurückzuführen ist. Wir glauben, dass 2015 ein Übergangsjahr für Drillisch gewesen ist, angetrieben durch die Einführung des MBA MVNO-Vertrags mit Telefonica Deutschland und Akquisitionen (yourfone, The Phone House). Darüber hinaus haben wir unser Kursziel auf EUR 35 reduziert, da wir davon ausgehen, dass die Challenger-Strategie mit höheren Kosten verbunden ist.

In dieser Note analysieren wir zwei weitere wichtige Aspekte, die wir mit dem CFO Andreas Driesen und dem Leiter IR Oliver Keil besprochen haben:

- **Haben Sondereffekte weiterhin Q1/16 beeinflusst?** Das Bruttoergebnis des Konzerns lag in Q1/16 bei EUR 68 Mio. Da wir ein MVNO Bruttoergebnis von EUR 60 Mio. berechnen, gibt es eine Abweichung von EUR 8 Mio. zwischen dem Kerngeschäft und den Ergebnissen auf Konzernniveau. Wir schätzen, dass EUR 3 Mio. durch das Vertriebsgeschäft von The Phone House beitragen wurden (niedrige Marge, Geschäft mit niedriger Qualität), EUR 1 Mio. durch das alte Geschäft mit Mobilfunkanbietern (strukturell rückläufig), EUR 0,5 Mio. durch sonstige Dienstleistungen (Add-on Mobilfunkdienste wie Versicherung, Endgeräte und Sonstiges) und EUR 0,5 Mio. durch aktivierte Eigenleistungen. Basierend auf unseren Berechnungen kann ein Bruttoergebnisbeitrag von ca. EUR 3 Mio. nicht genauer erklärt werden. Dies sind jedoch lediglich 4,4% des Konzernbruttoergebnisses in Q1/16. Bei unseren Gesprächen mit dem Unternehmen hat Drillisch ausgeschlossen, dass der nicht erklärbare Bruttoergebnisbeitrag auf Rückstellungen oder sonstige einmalige Beiträge durch die jüngsten Akquisitionen bezogen ist (yourfone, The Phone House Company).
- **Wirtschaftliche Konsequenzen des MBA MVNO-Vertrags:** Wir haben erneut den Mechanismus des MBA MVNO-Vertrags mit Telefonica Deutschland besprochen. Drillisch ist dazu verpflichtet, einen festgelegten Prozentsatz der gesamten mobilen Datennutzung pro Monat im Telefonica Deutschland Netz zu erwerben. Dieser erhöht sich sukzessive entlang des sogenannten Gleitpfades. Die erwarteten Kapazitäten im Gleitpfad-Zeitraum wurden in 2014 festgelegt. Selbst wenn die gesamte mobile Datennutzung höher als in 2014 vorausgesagt ausfällt, bleibt der ursprünglich festgelegte Prozentsatz unverändert. Dementsprechend ist Drillisch verpflichtet, ein höheres mobiles Datenvolumen zu kaufen als geplant. Der Vertragsmechanismus setzt Drillisch somit einem hohen Kapazitätsrisiko aus. Um das Risiko zu bewältigen, glauben wir, dass Drillisch hohe Preisabschläge von über 60% auf die durchschnittlichen Stückkosten für mobile Daten für das zusätzliche mobile Datenvolumen erhält. Demzufolge, umso höher die genutzte Kapazität im Telefonica Deutschland Netz, umso niedriger sind die durchschnittlichen Gesamtkosten für mobile Daten für Drillisch. Auch für die AGPPU gibt es Konsequenzen. Wir glauben, dass die durchschnittliche Bruttomarge je SIM-Karte in Verbindung mit der Abonentenbasis aufgrund der wirtschaftlichen Konsequenzen des MBA MVNO-Vertrags eine höhere wirtschaftliche Relevanz hat als die absolute AGPPU-Zahl.

Darüber hinaus werden unsere Erwartungen 2016e-2018e leicht überarbeitet und wir führen unsere detaillierten Erwartungen für 2019e ein. Im Zeitraum 2016e-2018e reduzieren wir überwiegend unsere Umsatzprognosen basierend auf niedrigeren ARPU-Annahmen. Das Bruttoergebnis, EBITDA und EBIT bleiben aufgrund höherer Bruttomargenerwartungen nahezu unverändert.

Wir reduzieren in unserem DCF-Modell unsere langfristige Erwartung für das Umsatzwachstum. Bisher hatten wir eine Umsatzwachstums-CAGR von 5,4% im Zeitraum 2015-2028e antizipiert. Nun erwarten wir ein CAGR-Umsatzwachstum von 3,3% für diesen Zeitraum. Wir haben unsere Annahme überarbeitet und gehen davon aus, dass Drillisch in 2022e (alt: 2027e) einen stabilen Zustand erreichen wird. Dementsprechend reduzieren wir unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 37 auf EUR

35.

Unser Investment Case bleibt unverändert. Drillisch hat im mobilen Telekommunikationsmarkt in Deutschland eine Challenger-Strategie basierend auf dem MBA-MVNO-Vertrag mit Telefonica Deutschland eingeführt. Der Anzahl der Mobilfunkabonnenten, das Konzern-EBITDA und der FCF sollten mit Zeit ansteigen. Wir antizipieren jedoch ein EBITDA 17e von EUR 151 Mio., das unter der Guidance von Drillisch mit EUR 160-170 Mio. liegt. Die Halten-Empfehlung wird mit einem Kursziel von EUR 35 bekräftigt.

## Aktuelle Diskussionen zu Drillisch und unsere Einschätzung

### Ergebnisqualität und “nicht-operative Posten” in 2015

Wie wir in unserer letzten Note erläutert haben, war die Ergebnisqualität in Q3/15 und Q4/15 gemischt, unserer Einschätzung nach basierend auf dem hohen Anteil nicht-operativer Posten wie einer einmaligen Zahlung von Telefonica Deutschland für die Übernahme der Filialen, die Zahlung von rund EUR 11 Mio. von Telefonica Deutschland für die Übernahme von yourfone, unter die etwa 35 Tsd. qualitativ minderwertige Kundenverträge fielen, und positive Effekte durch die Konsolidierung von TPH (The Phone House Company), die sich in Q4/15 auf das Bruttoergebnis des Konzerns auswirkten.

In der nachfolgenden Tabelle wird deutlich, dass es in Q3/15 und Q4/15 einen großen Unterschied zwischen dem MVNO-Bruttoergebnis und dem Konzern-Bruttoergebnis gab (= Gesamtbruttoergebnis). In Q3/15 ging der Großteil der EUR 21 Mio. auf die Zahlung von Telefonica Deutschland zurück und in Q4/15 entfielen EUR 18 Mio. auf Bilanzierungs- und Konsolidierungseffekte bei TPH.

#### Drillisch: Kunden und Bruttoergebnis 2015

Drillisch Customers and Gross Profit	Q1/15	Q2/15	Q3/15	Q4/15	2015
<b>Budget customers in k</b>	<b>1.497</b>	<b>1.629</b>	<b>1.770</b>	<b>1.932</b>	<b>1.932</b>
<i>change in% qoq</i>		9%	9%	9%	
net additions		132	141	162	
<b>Volume customers in k</b>	<b>732</b>	<b>698</b>	<b>679</b>	<b>655</b>	<b>655</b>
<i>change in %</i>		-5%	-3%	-4%	
net additions		-34	-19	-24	
<b>MVNO customers in k</b>	<b>2.229</b>	<b>2.327</b>	<b>2.449</b>	<b>2.587</b>	<b>2.587</b>
<i>change in%</i>		4%	5%	6%	
net additions		98	122	138	
Other in k	132	122	98	91	91
<b>Total customers in k</b>	<b>2.361</b>	<b>2.449</b>	<b>2.547</b>	<b>2.678</b>	<b>2.678</b>
net additions		88	98	131	
<b>AGPPU budget customers in EUR</b>	<b>9,2</b>	<b>9,28</b>	<b>9,12</b>	<b>8,77</b>	<b>9,08</b>
<b>AGPPU blended in EUR</b>	<b>7,23</b>	<b>7,38</b>	<b>7,47</b>	<b>7,28</b>	<b>7,34</b>
<b>Gross Profit MVNO in EUR m</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>212</b>
<b>Gross Profit Other in EUR m</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>43</b>
<b>Gross Profit total in EUR m</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>76</b>	<b>75</b>	<b>254</b>

Quelle: Warburg Research

## Definitionen

- Budgetkunden: Kunden, die eine monatliche, festgelegte Gebühr (= Budget) für ein bestimmtes Paket für mobiles Daten-, Sprach- und SMS-Volumen zahlen.
- Volumenkunden: Kunden, die nur das tatsächlich im Monat genutzte Sprach- und mobile Datenvolumen zahlen („pay as you go“-Kunden).
- MVNO-Kunden: MVNO steht für Mobile Virtual Network Operator. MVNO-Kunden umfassen alle Drillisch-Kunden, die einen MVNO-Tarif haben.
- Gesamtkunden: Drillisch hat noch eine geringe Anzahl Mobilfunkprovider-Kunden. Die Gesamtkunden setzen sich aus der Summe aus MVNO- und anderen (Mobilfunkprovider) Kunden zusammen.
- AGPPU-Budgetkunden: AGPPU = Average Gross Profit Per User. Drillisch veröffentlicht keine ARPU-Zahlen (ARPU = Average Revenue Per User). Stattdessen veröffentlicht das Unternehmen den KPI AGPPU. AGPPU-Budgetkunden steht für Average Gross Profit per „Budget“ User. Das AGPPU der Budgetkunden ist >3x höher als der AGPPU von Volumenkunden.
- AGPPU Blended: Der AGPPU Blended wird als das Bruttoergebnis mit allen MVNO-Kunden innerhalb einer bestimmten Zeitspanne geteilt durch die MVNO-Kundenbasis am Ende des Zeitraumes definiert. Drillisch veröffentlicht den KPI AGPPU Blended.
- Gross Profit MVNO: Drillisch definiert das MVNO-Geschäft als sein Kerngeschäft. Daher ist das Gross Profit MVNO das Bruttoergebnis des Kerngeschäfts und damit ein wichtiger KPI zur Analyse der operativen Performance. Der KPI Gross Profit MVNO wird von Drillisch nicht veröffentlicht, kann jedoch wie folgt ungefähr annäherungsweise berechnet werden: AGPPU Blended mal MVNO-Kunden.
- Gross Profit Other: Das Gross Profit Other ist die Differenz zwischen dem Gross Profit Total und dem Gross Profit MVNO. Es handelt sich um den Bruttoergebnisbeitrag, der außerhalb Drillischs Kerngeschäft generiert wird. Unseres Erachtens ist diese Zahl wichtig, um Drillischs Ergebnisqualität zu analysieren. 2015 gab es viele positive und negative Einmaleffekte, die eine Analyse des zugrundeliegenden operativen Geschäfts erschwerten.
- Gross Profit Total: Hierbei handelt es sich um das in der GuV ausgewiesene Bruttoergebnis.

## Entwicklung des Bruttoergebnisses des Konzerns in Q1/16

In Q1/16 hielten die nicht operativen Effekte möglicherweise an, jedoch in deutlich geringerem Ausmaß, das u. E. sogar vernachlässigbar ist.

Auf Basis unserer Berechnung werden EUR 8 Mio. des Bruttoergebnisses des Konzerns nicht durch das MVNO-Geschäft getrieben. Unserer Einschätzung nach werden EUR 1 Mio. durch das alte MSP-Geschäft und EUR 3 Mio. von TPH beigesteuert. Infolgedessen können EUR 4 Mio. von den EUR 8 Mio. nicht mit MVNO-Aktivitäten, TPH oder dem alten MSP-Geschäft erklärt werden. Unter der Annahme, dass EUR 0,5 Mio. von Drillischs Bruttoergebnis durch Hardware-Verkäufe, Versicherungspakete und andere Dienstleistungen im Mobilfunkgeschäft generiert werden, sind noch rund EUR 3,5 Mio. übrig. Zudem ist es wichtig, dass Drillisch sein Bruttoergebnis mit der Formel Konzern-Bruttoergebnis = Konzernumsatz – Materialaufwand + aktivierte Eigenleistungen berechnet.

Die aktivierten Eigenleistungen beliefen sich in Q1/16 auf EUR 0,5 Mio. Nach Abzug dieses Wertes sind nur noch EUR 3 Mio. von EUR 68 Mio. (oder nur noch 4,4%) übrig, die nicht erklärt werden können. Drillisch schloss jedoch aus, dass die EUR 3 Mio. durch Reserven aus Akquisitionen im Jahr 2015 getrieben wurden.

Es gab Diskussionen über Drillischs Ergebnisqualität und die Frage, ob Drillischs Ergebnisse stark von nicht operativen und nicht zahlungswirksamen Effekten beeinflusst werden.

Unsere Berechnungen ergeben, dass in Q1/16 4,4% oder EUR 3 Mio. des Bruttoergebnisses nicht erklärt werden können.

In unserer TMI-Coverage (Telecom Media Internet) gibt es kein anderes Unternehmen, bei dem wir so detaillierte Einblicke in die Verteilung des Bruttoergebnisses haben. Zudem erscheinen 4,4% nicht so hoch, als dass Sorgen um die Ergebnisqualität berechtigt wären, wenn man davon ausgeht, dass dieser Wert im Laufe der Zeit sinkt.

<b>Drillisch: Quartalsüberblick Kunden und Bruttoergebnis</b>					
<b>Drillisch Quarterly Overview</b>	<b>Q1/15</b>	<b>Q2/15</b>	<b>Q3/15</b>	<b>Q4/15</b>	<b>Q1/16</b>
<b>Budget customers in k</b>	<b>1,497</b>	<b>1,629</b>	<b>1,770</b>	<b>1,932</b>	<b>2100</b>
<i>change in % qoq</i>		9%	9%	9%	9%
net additions		132	141	162	168
<b>Volume customers in k</b>	<b>732</b>	<b>698</b>	<b>679</b>	<b>655</b>	<b>612</b>
<i>change in %</i>		-5%	-3%	-4%	-7%
net additions		-34	-19	-24	-43
<b>MVNO customers in k</b>	<b>2,229</b>	<b>2,327</b>	<b>2,449</b>	<b>2,587</b>	<b>2712</b>
<i>change in %</i>		4%	5%	6%	5%
net additions		98	122	138	125
Other in k	132	122	98	91	85
<b>Total customers in k</b>	<b>2,361</b>	<b>2,449</b>	<b>2,547</b>	<b>2,678</b>	<b>2797</b>
net additions		88	98	131	119
<b>AGPPU budget customers in EUR</b>	<b>9.2</b>	<b>9.28</b>	<b>9.12</b>	<b>8.77</b>	<b>8.7</b>
<b>AGPPU volume customers in EUR</b>	<b>3.07</b>	<b>3.06</b>	<b>3.31</b>	<b>3.07</b>	<b>2.88</b>
<b>AGPPU blended in EUR</b>	<b>7.23</b>	<b>7.38</b>	<b>7.47</b>	<b>7.28</b>	<b>7.32</b>
<b>Gross Profit MVNO in EUR m</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>60</b>
Gross Profit Other in EUR m	0	4	21	18	8
<b>Gross Profit total in EUR m</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>76</b>	<b>75</b>	<b>68</b>
<b>Warburg calculation: Expected contribution to GP</b>					
The Phone House					3
old Mobile Service Provider Business					1
Own work capitalized					0.5
Other services					0.5
Contribution total					5
<b>Remaining non-explainable Gross Profit</b>					<b>3</b>

Quelle: Warburg Research

### Warburg-Research-Annahmen zur Berechnung des erwarteten Beitrags zum Bruttoergebnis:

- The Phone House: Drillisch hat The Phone House im Jahr 2015 übernommen. Unter anderem betreibt The Phone House ein Distributionsgeschäft für Verträge mit Mobilfunknutzern. Nach einem Blick auf die aktuellen Finanzberichte (Quelle: Bundesanzeiger.de) schätzen wir, dass TPH pro Quartal ein Bruttoergebnis von rund EUR 3 Mio. generiert (WRe).
- Altes Mobilfunkprovider-Geschäft: Drillisch hat noch rund 85 Tsd. klassische MVNO-Kunden. Unter der Annahme eines ARPU von EUR 15/Monat und einer Bruttoergebnismarge von 30% wird der Bruttoergebnisbeitrag mit EUR 1 Mio. pro Quartal berechnet (WRe).
- Aktivierte Eigenleistung: Diese Zahl wird aus Drillischs GuV entnommen.
- Sonstige Dienstleistungen: Neben Mobilfunkverträgen bietet Drillisch Versicherungspakte für Endgeräte, Hardware und weitere Zusatzdienstleistungen an. Wir schätzen, dass dadurch ein Bruttoergebnis von EUR 0,5 Mio. generiert wird.

Wir identifizieren jedoch noch andere potenzielle Risiken für die Drillisch-Aktie. Der Wettbewerb ist stärker geworden und wir sehen das Erreichen eines 2017e Konzern-EBITDA von EUR 160-170 Mio. als herausfordernd an. Aktuell erwarten wir ein Konzern-EBITDA von EUR 151 Mio.

**Fazit Ergebnisqualität.** Wie bereits erwähnt, gab es in Q3/15 und Q4/15 hohe einmalige Effekte, die nachvollziehbar sind (wie oben von uns beschrieben). Auf Basis unserer Berechnungen können 4,4% (EUR 3 Mio.) des Konzern-Bruttoergebnisses in Q1/16 nicht erklärt werden. Drillisch hat ausgeschlossen, dass der Restbetrag von EUR 3 Mio. durch Reserven oder einmalige Ergebnisbeiträge aus Akquisitionen in 2015 generiert wird.

Wenn es sich bei den EUR 3 Mio. um eine Run-Rate für die nächsten Quartale handelt, können rund EUR 12 Mio. oder 4,4% des für 2016 erwarteten Konzern-Bruttoergebnisses nicht genauer erklärt werden.

### Budget-Kunden AGPPU-Performance

Vor Kurzem hat Drillisch seine Preise für Datenpakete erheblich gesenkt. Der Preis für sein Hauptprodukt (2 GB LTE-Datenvolumen im Monat) sank von EUR 15/Monat auf EUR 6,40/Monat, mit einer Preisgarantie von 24 Monaten. Das bedeutet, dass Neukunden einen ARPU (EUR 6,40) unter dem aktuellen AGPPU generieren (EUR 8,70). Dementsprechend dürfte das Konzern-AGPPU im Laufe der Zeit zurückgehen, während wir eine eher stagnierende Entwicklung modelliert haben und einige Analysten sogar von einem steigenden AGPPU ausgehen. Auf den ersten Blick könnte man schlussfolgern, dass es ein klares negatives Zeichen für den zugrundeliegenden Investment Case ist, dass das EBITDA- und EBIT-Wachstum in 2017e eintritt.

### Unsere Sichtweise der Mechanismen des MBA-MVNO-Vertrages

Durch seinen MBA-MVNO-Vertrag mit Telefonica Deutschland ist Drillisch verpflichtet, im Monat ein bestimmtes mobiles Datenvolumen zu einem Festpreis pro GB von Telefonica Deutschland zu kaufen. Darüber hinaus besteht bis 2019 ein Gleitpfad, der festlegt, dass das monatlich zu kaufende mobile Datenvolumen jeden Monat ansteigt und im Jahr 2019 20% des insgesamt genutzten mobilen Datenvolumens im Telefonica-Deutschland-Netz erreicht.

Dies ist jedoch weniger vorhersehbar als es scheinen mag, da die Verpflichtung, ein bestimmtes mobiles Datenvolumen in einem festgelegten Zeitraum zu kaufen, NICHT auf einer definierten Gesamtnetzwirkkapazität basiert, sondern auf der insgesamt genutzten mobilen Datenkapazität im Netzwerk innerhalb eines bestimmten Zeitraumes, die nicht nur Drillischs Nutzung, sondern auch die Nutzung durch Dritte einschließt (Telefonica Deutschland, United Internet und andere).

Daher hat Drillisch einen Vertrag unterzeichnet, unter dem das Unternehmen die zu kaufende mobile Datenkapazität für die nächsten drei oder vier Monate vorhersehen kann (wie in der ursprünglichen Version des Gleitpfades 2014 festgelegt). Da die Kaufverpflichtung jedoch an die genutzte mobile Datenkapazität gebunden ist, ist für Drillisch unvorhersehbar, welches Datenvolumen es in 12 oder 24 Monaten kaufen muss.

Das Extravolumen könnte erheblich höher sein, als ursprünglich im 2014er Plan vorgesehen. Daher ist Drillisch mit einem „MBA-MVNO-Vertragsvolumenrisiko“ konfrontiert, da höhere Volumina (als ursprünglich geplant und erwartet) bezahlt und an den Markt verkauft werden müssen.

Um dieses Volumenrisiko infolge des MBA-MVNO-Vertrags zu steuern, hat Drillisch mit Telefonica Deutschland ein zusätzliches Preisschema ausgehandelt, um das „MBA-MVNO-Vertragsvolumenrisiko“ oder potenzielles zusätzliches mobiles Datenvolumen abzudecken.

Wir schätzen, dass Drillisch unter dem geplanten Kapazitäts-Gleitpfad einen Rabatt von 60% auf die durchschnittlichen Kosten pro Einheit erhält.

Unseres Erachtens wird überschüssiges mobiles Datenvolumen (oder zusätzliches mobiles Datenvolumen) wie folgt definiert:

Die DIFFERENZ aus der geplanten oder prognostizierten genutzten mobilen Datenkapazität im Telefonica-Deutschland-Netzwerk zum Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung UND der aktuellen und tatsächlichen Nutzung mobiler Datenkapazität (binnen eines bestimmten Zeitraumes) MAL Drillischs vertraglich festgelegte Kaufverpflichtung für mobiles Datenvolumen.

## **Wirtschaftliche Konsequenzen des MBA-MVNO-Vertrages**

Wie bereits beschrieben ist Drillisch mit einem „MBA-MVNO-Vertragsvolumenrisiko“ konfrontiert, da das Unternehmen noch nicht genau weiß, welche Menge an mobilem Datenvolumen es zukünftig von Telefonica Deutschland kaufen muss.

Umso höher die Lieferung von zusätzlichem mobilem Datenvolumen (im Vergleich zum ursprünglichen Plan bei der Vertragsunterzeichnung), umso so niedriger sind die durchschnittlichen Beschaffungskosten für Drillisch pro mobilem GB.

Ist der mobile Datenverbrauch im Telefonica-Netzwerk also höher als geplant, muss Drillisch mehr mobiles Datenvolumen von Telefonica erwerben. Gleichzeitig sinken die durchschnittlichen Kaufkosten pro GB aufgrund der enormen Rabatte für überschüssige Kapazitäten erheblich.

Unserem Verständnis nach ist die genutzte mobile Datenkapazität im Telefonica-Deutschland-Netzwerk tatsächlich höher als erwartet. Dementsprechend erhält Drillisch höhere Datenvolumen zu niedrigeren durchschnittlichen Kaufpreisen als geplant. Infolgedessen kann Drillisch die Verkaufspreise für Datenpakete reduzieren, während die Bruttomarge unverändert bleiben dürfte.

Daher könnte das AGPPU nicht der einzige angemessene Indikator sein, um die operative Performance von Drillisch zu verfolgen. Die monatlichen Netzwerkaufwendungen für Drillisch sind festgelegt, da das monatliche Liefervolumen einer bestimmten Menge an mobilen Daten festgelegt ist. Dieses Volumen muss an den Mobilfunkmarkt zu einer ausreichenden Bruttoergebnismarge (WRe: mindestens >60%)

und an eine ausreichende Kundenbasis veräußert werden. Unseres Erachtens ist nicht der absolute Bruttogewinn pro Nutzer entscheidend, sondern die Bruttomarge pro verkaufter SIM-Karte und die Kundenanzahl. Die durchschnittliche Bruttomarge pro verkaufter SIM-Karte ist vom ARPU, der durchschnittlichen mobilen Datennutzung pro SIM-Karte und den durchschnittlichen Einkaufskosten für mobile Daten abhängig.

Geht das AGPPU im Laufe der Zeit also zurück, ist dies nicht zwingend ein negatives Zeichen, solange...

- das Neukundenwachstum höher als ursprünglich erwartet ausfällt
- die durchschnittliche Bruttomarge stabil auf einem ausreichenden Niveau bleibt (oder im Laufe der Zeit sogar ansteigt).

Die Bruttoergebnismarge des Konzerns ist jedoch weiterhin vom AGPPU \* Kundenbasis abhängig. Wie bereits erläutert, sollte ein zukünftig niedrigeres AGPPU mit einer höheren Kundenbasis (und einem höheren Nettokundenzuwachs pro Quartal einhergehen.

### **Drillischs EBITDA-Guidance 2017e**

Drillisch erwartet für 2017e ein EBITDA Von EUR 160-170 Mio., was über unserer Prognose von EUR 151 Mio. liegt. Wir rechnen damit, dass sich der Wettbewerb verstärkt und das Kundenwachstum daher höhere Kosten verursacht als ursprünglich geplant.

Drillisch aktiviert direkte Kundengewinnungskosten nicht. Nur ein Teil des Barwerts des zahlungswirksamen Vorteils für den Kunden, der aus dem Geräteverkauf entsteht, wird aktiviert, beeinflusst jedoch nicht die GuV (oder EBITDA, EBIT, EBIT). Zum Zeitpunkt des Geräteverkaufs wird der gesamte Betrag gleichzeitig im Umsatz und den Materialkosten angezeigt (=> Bruttoergebnis = 0). Im selben Zeitraum wird er unter Forderungen gebucht und dann über die Vertragslaufzeit abgeschrieben.

---

## Bewertung

### FCF Value Potential

Gemäß unserer langfristigen Annahmen wird Drillisch bereits in 2020e von einem Wachstumsmodus zu einem stabilen Modus wechseln. Folglich entspricht der FCFVP-basierte faire Wert für 2018e (EUR 35) unserem DCF-basierten fairen Wert von EUR 35,50.

### DCF-Ansatz

- Wichtige Änderungen unseres Modells: In unserem vorherigen Ansatz haben wir ein anhaltendes Umsatzwachstum von +5% in 2020e, +5% in 2021e, +3% in jedem Jahr zwischen 2022e – 2025e und 2% in 2026e und 2027e berücksichtigt. Wir werden konservativer in Bezug auf die langfristigen Wachstumsaussichten und erwarten nun, dass Drillisch einen stabilen Modus in 2020e erreicht (Umsatzwachstum 2020e: +4%, Umsatzwachstum in 2021e: +2%, anschließend: Umsatzwachstum: +0%). Erstens haben wir in den vergangenen Wochen einen zunehmenden und intensiven Wettbewerb durch Drillisch und United Internet beobachtet. Zweitens erwarten wir langfristig kein Marktwachstum für Service-Umsätze. Bisher sind wir davon ausgegangen, dass Drillisch den Markt nach 2022e weiterhin übertreffen kann. Um etwas konservativer zu werden, antizipieren wir nun eine Performance des Unternehmens im Rahmen unserer Annahme für den Gesamtmarkt.
- In unserem alten Modell hatten wir eine langfristige EBIT-Marge von 20,5% erwartet und wir lassen unsere Annahme unverändert.
- Wir haben weder einen strategischen noch Options-Wert für Drillischs herausragenden und einzigartigen MBA-MVNO-Vertrag mit Telefonica Deutschland reflektiert. Wir glauben, dass die Logik der Mobilfunkbranche eine Fusion zwischen Drillisch und United Internet wäre. Ein Zusammenschluss beider Unternehmen sollte sich aufgrund eines besseren Preisumfelds und Kostensynergien wertsteigernd auswirken. Es ist jedoch eine Frage der Bewertung und wir glauben nicht, dass dieser Fall kurzfristig eintreten wird.
- Der WACC wird aufgrund der höheren Visibilität hinsichtlich des MBA-MVNO-Vertrags und seiner finanziellen Auswirkungen von 7,5% auf 6,9% reduziert.
- Dementsprechend erhalten wir ein neues DCF-basiertes Kursziel von EUR 35,00 (alt: 37).

### 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 ewige Verrentung 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.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	23	156	50	46	41	66	88	
+ Abschreibung + Amortisation	6	10	10	36	51	50	50	
- Zinsergebnis (netto)	-35	117	-3	-3	-5	-5	-5	
- Erhaltungsinvestitionen	6	10	10	12	14	15	15	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>58</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,3 %	5,5 %	7,0 %	
WACC	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>441</b>	<b>356</b>	<b>961</b>	<b>1.961</b>	<b>1.927</b>	<b>1.925</b>	<b>1.820</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>844</b>	<b>566</b>	<b>765</b>	<b>1.078</b>	<b>1.204</b>	<b>1.542</b>	<b>1.871</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	44	44	44	44	69	66	-54	
- Pensionsverbindlichkeiten	1	1	1	1	2	2	2	
- 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>1.079</b>	<b>800</b>	<b>1.000</b>	<b>1.313</b>	<b>1.133</b>	<b>1.474</b>	<b>1.923</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>19,70</b>	<b>14,62</b>	<b>18,27</b>	<b>23,98</b>	<b>20,70</b>	<b>26,92</b>	<b>35,11</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-39,0 %	-20,6 %	2,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	9,84 %	15,00	11,47	14,00	17,97	13,99	18,33	24,69
	8,84 %	16,21	12,28	15,10	19,52	15,72	20,55	27,38
	7,84 %	17,73	13,30	16,48	21,46	17,89	23,32	30,76
WACC	<b>6,84 %</b>	<b>19,70</b>	<b>14,62</b>	<b>18,27</b>	<b>23,98</b>	<b>20,70</b>	<b>26,92</b>	<b>35,11</b>
	5,84 %	22,34	16,39	20,66	27,35	24,47	31,74	40,97
	4,84 %	26,07	18,89	24,05	32,12	29,79	38,56	49,24
	3,84 %	31,75	22,69	29,20	39,37	37,89	48,94	61,83

▪ FCF Value Potential berücksichtigt Wachstumspotenzial bis 2019e nicht

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	706	810	867	903	939	967	977	977	977	977	977	977	977	
Umsatzwachstum	12,2 %	14,6 %	7,2 %	4,1 %	4,0 %	3,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	64	100	133	207	221	227	230	230	215	215	205	205	200	
EBIT-Marge	9,0 %	12,4 %	15,3 %	22,9 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	22,0 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	20,5 %	
Steuerquote (EBT)	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	44	69	91	143	152	157	158	158	148	148	142	142	138	
Abschreibungen	51	50	50	41	38	34	29	27	24	23	23	22	22	
Abschreibungsquote	7,2 %	6,2 %	5,8 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,8 %	2,5 %	2,4 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	7	4	-2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investitionen	14	16	19	21	23	24	25	25	24	22	23	22	22	
Investitionsquote	2,0 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	74	99	124	159	165	166	163	160	148	149	142	142	138	138
Barwert FCF	74	92	108	130	126	119	109	100	87	82	73	68	62	909
Anteil der Barwerte	12,80 %			44,67 %										42,52 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	10,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>6,84 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,08</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	1.229		
Terminal Value	909		
Zinstr. Verbindlichkeiten	90		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	60	Aktienzahl (Mio.)	59,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>2.107</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>35,52</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
1,28	7,8 %	30,05	30,37	30,72	31,09	31,49	31,91	32,36	1,28	7,8 %	28,87	29,61	30,35	31,09	31,83	32,57	33,32
1,18	7,3 %	31,90	32,29	32,71	33,16	33,63	34,14	34,69	1,18	7,3 %	30,78	31,57	32,36	33,16	33,95	34,74	35,53
1,13	7,1 %	32,92	33,35	33,81	34,30	34,82	35,39	36,00	1,13	7,1 %	31,84	32,66	33,48	34,30	35,11	35,93	36,75
1,08	6,8 %	34,00	34,47	34,98	35,52	36,10	36,73	37,41	1,08	6,8 %	32,98	33,82	34,67	35,52	36,37	37,21	38,06
1,03	6,6 %	35,16	35,68	36,23	36,83	37,48	38,18	38,94	1,03	6,6 %	34,20	35,07	35,95	36,83	37,71	38,59	39,47
0,98	6,3 %	36,40	36,97	37,58	38,25	38,97	39,75	40,60	0,98	6,3 %	35,51	36,42	37,34	38,25	39,16	40,07	40,99
0,88	5,8 %	39,15	39,85	40,62	41,44	42,34	43,33	44,41	0,88	5,8 %	38,47	39,46	40,45	41,44	42,43	43,42	44,41

■ ...

## Finanzkennzahlen

### Bruttoergebnis und Kundenannahmen 2015-2019e

Bevor wir näher auf unsere Annahmen eingehen, fassen wir unsere wichtigsten Erkenntnisse zusammen.

In den letzten Kapiteln haben wir betont, dass statt des absoluten AGPPU als Hauptkriterium für die Analyse der operativen Performance, die Funktion *Konzernbruttoergebnis = Blended AGPPU \* Abonnenten* unserer Ansicht nach einer der wichtigsten KPIs ist, unter der Bedingung, dass die durchschnittliche Bruttoergebnismarge je Abonnent bei >60% liegt. Darüber hinaus haben wir betont, dass es wichtig ist, die wirtschaftlichen Effekte des MBA-MVNO-Vertrags zu verstehen.

Unter den Bedingungen des Vertrags ist Drillisch dazu verpflichtet (auf monatlicher Basis) einen festgelegten Prozentsatz der genutzten mobilen Datenkapazität im Telefonica-Netz zu kaufen. Dementsprechend kann das Kaufvolumen von Mobilfunkdaten höher ausfallen als ursprünglich in 2014 geplant. Drillisch erhält bei überschüssigen oder zusätzlichen Kapazitäten einen enormen Rabatt (WRe: >50%). Umso höher die Abweichung zwischen dem aktuell genutzten Volumen und dem ursprünglich geplanten Volumen, umso niedriger sind die Standardkosten für die mobilen Daten.

- **Budgetkunden:** Drillisch hat seine Paketpreise deutlich reduziert. Kunden können derzeit z.B. 2 GB LTE Datenvolumen (inkl. Voice und SMS Flatrate) für EUR 7,99 erwerben (normales Preisniveau: EUR 14,99). Wir folgern daraus, dass Drillisch in den kommenden Quartalen aggressiver auftreten wird. Wir erhöhen unsere Annahmen für den Zuwachs an Nettoneukunden wie folgt: In 2016e erhöhen wir unsere Annahme von 2017e: alt: +445 Tsd. auf neu +510 Tsd.; 2018e: alt: +350 Tsd. auf +490 Tsd.
- **AGPPU Budgetkunden:** Wir passen unsere AGPPU-Annahmen für Kunden leicht an. In 2016e antizipieren wir ein AGPPU von EUR 8,65 (alt: EUR 8,75) in 2017e und EUR 8,70 (alt: EUR 9,05) in 2018e. Unsere AGPPU-Annahme liegt über dem aktuellen AGPPU für das günstigste Paket von Smartmobil (Einzelhandelspreis EUR 7,99/Monat). Der entsprechende Nettoumsatz für Drillisch liegt bei EUR 6,40. (AGPPU Budgetkunden 2016e: EUR 8,76). Unserer Ansicht nach buchen vielen Kunden zusätzliche Dienstleistungen für die sie eine zusätzliche Gebühr zahlen müssen. Darüber hinaus vertreibt Drillisch Datenpakete mit Preisen über EUR 20 (SIM-only, kein Endgerät enthalten). Folglich sollte Drillisch das AGPPU im Laufe der Zeit bei ca. EUR 8,70 halten können.
- **Insgesamt gehen wir davon aus, dass der Budgetkundenstamm von 1,932 Mio. in 2015 mit einer CAGR von 18,5% auf 3,82 Mio. in 2019e wachsen sollte. Im gleichen Zeitraum sollte das Konzernbruttoergebnis von EUR 254 Mio. in 2015 mit einer CAGR von 12,5% auf 413 Mio. wachsen.**
- **Unsere EBITDA- und EBIT-Annahmen für 2016e, 2017e und 2018e bleiben unverändert. Dies ist auf unveränderte Annahmen für das Konzernbruttoergebnis zurückzuführen.**

<b>Drillisch: Customers and Gross Profit</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>Budget customers in k</b>	<b>1,932</b>	<b>2,470</b>	<b>2,980</b>	<b>3,470</b>	<b>3,820</b>
<i>change in% yoy</i>		28%	21%	16%	10%
net additions		538	510	490	350
<b>Volume customers k</b>	<b>655</b>	<b>608</b>	<b>558</b>	<b>488</b>	<b>408</b>
<i>change in %</i>		-7%	-8%	-13%	-16%
net additions		-47	-50	-70	-80
<b>MVNO customers in k</b>	<b>2,587</b>	<b>3,078</b>	<b>3,538</b>	<b>3,958</b>	<b>4,228</b>
<i>change in%</i>		19%	15%	12%	7%
net additions		491	460	420	270
<b>Other in k</b>	<b>91</b>	<b>59</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>0</b>
<b>Total customers in k</b>	<b>2,678</b>	<b>3,137</b>	<b>3,578</b>	<b>3,978</b>	<b>4,228</b>
net additions		459	441	400	250
<b>AGPPU budget customers in EUR</b>	<b>9.08</b>	<b>n.m.</b>	<b>8.65</b>	<b>8.67</b>	<b>8.70</b>
<i>change in %</i>		n.a.	n.a.	0%	0%
<b>AGPPU volume customers in EUR</b>	<b>3.13</b>	<b>n.m.</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
<i>change in %</i>		n.a.	n.a.	-4%	-8%
<b>AGPPU blended in EUR</b>	<b>7.34</b>	<b>7.7</b>	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>	<b>8.0</b>
<i>change in %</i>		4%	-0.8%	3%	2%
<b>Gross Profit MVNO in EUR m</b>	<b>212</b>	<b>260</b>	<b>302</b>	<b>352</b>	<b>393</b>
Gross Profit Other in EUR m	43	26	21	19	20
<b>Gross Profit total in EUR m</b>	<b>254</b>	<b>287</b>	<b>323</b>	<b>371</b>	<b>413</b>
<i>change yoy</i>		13%	13%	15%	11%

## Konzernumsatz, EBITDA und EBIT-Prognosen

- In 2015 lag der ARPU bei EUR 14,30 (WRe, Drillisch veröffentlicht den ARPU nicht direkt). Wir erwarten, dass der ARPU bis 2017e auf EUR 15,0 leicht wächst und anschließend in 2018e auf EUR 14,50 und in 2019e auf EUR 14,20 wieder leicht sinkt. In unserem vorherigen Modell hatten wir erwartet, dass der ARPU bis 2017e auf EUR 16,0 ansteigt und dann im Laufe der Zeit auf dem Niveau von EUR 16,0 bleibt. Aufgrund unserer reduzierten ARPU-Annahmen wird der Konzernumsatz leicht nach unten korrigiert: 2016e von EUR 737 Mio. auf EUR 706 Mio., 2017e von EUR 843 Mio. auf EUR 809 Mio.
- Konzernbruttoergebnis: Wir lassen unser Konzernbruttoergebnis nahezu unverändert (2017e: alt: EUR 323 Mio.; neu EUR 323 Mio. und 2018e: alt: EUR 373 Mio., neu: EUR 371 Mio.). Das bedeutet, dass wir höhere Bruttomargen erwarten als in unserem vorherigen Modell. Dies reflektiert die sinkenden Stückkosten von Drillisch, basierend auf der zusätzlichen Kapazität, die das Unternehmen kaufen muss.

In 2019e reduzieren wir unsere EBIT-Annahme leicht von EUR 212 Mio. auf EUR 207 Mio. (siehe detailliertes Modell unten).

## Drillisch: Annahmen 2015 – 2019e

Drillisch (figures in EUR m)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>Total Customers in k</b>	<b>2,678</b>	<b>3,137</b>	<b>3,578</b>	<b>3,978</b>	<b>4,228</b>
ARPU in EUR	14.3	14.7	15.0	14.5	14.2
<b>Service Revenues in EUR m</b>	<b>434</b>	<b>514</b>	<b>604</b>	<b>657</b>	<b>699</b>
<i>change</i>		19%	17%	9%	6%
Other Revenues in EUR m	196	192	205	210	216
<b>Group Revenues in EUR m</b>	<b>630</b>	<b>706</b>	<b>809</b>	<b>867</b>	<b>915</b>
<i>change%</i>		12%	15%	7%	6%
Own work capitalised	2	2	3	4	5
<b>Total Output</b>	<b>632</b>	<b>708</b>	<b>812</b>	<b>871</b>	<b>920</b>
<i>change</i>		12%	15%	7%	6%
<b>Material expenses</b>	<b>375</b>	<b>422</b>	<b>490</b>	<b>501</b>	<b>507</b>
in% of Total Output	59%	60%	60%	57%	55%
<i>change</i>		12%	16%	2%	1%
<b>Gross Profit</b>	<b>257</b>	<b>287</b>	<b>323</b>	<b>371</b>	<b>413</b>
in% of Total Output	41%	40%	40%	43%	45%
<i>change</i>		12%	13%	15%	11%
Personnel expenses	47	57	59	63	65
Other Operating Income	20	10	9.5	9	10.5
Other Operating Expenses	125	125	122	134	118
Marketing Expenses	64	60	60	64	50
Other Operating Expenses	60	65	62	70	68
<b>EBITDA</b>	<b>105</b>	<b>115</b>	<b>151</b>	<b>183</b>	<b>241</b>
<i>change</i>		9%	32%	21%	32%
margin	16.7%	16.2%	18.7%	21.1%	26.3%
D&A	36	51	51	51	33
<b>EBIT</b>	<b>69</b>	<b>64</b>	<b>100</b>	<b>132</b>	<b>208</b>
<i>change</i>		-8%	58%	32%	58%
margin	11.0%	9.0%	12.4%	15.2%	22.7%

Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	706	810	867	903	939	967	977	977	977	977	977	977	977	
Umsatzwachstum	12,2 %	14,6 %	7,2 %	4,1 %	4,0 %	3,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	64	100	133	207	221	227	230	230	215	215	205	205	200	
EBIT-Marge	9,0 %	12,4 %	15,3 %	22,9 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	22,0 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	20,5 %	
Steuerquote (EBT)	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	44	69	91	143	152	157	158	158	148	148	142	142	138	
Abschreibungen	51	50	50	41	38	34	29	27	24	23	23	22	22	
Abschreibungsquote	7,2 %	6,2 %	5,8 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,8 %	2,5 %	2,4 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	7	4	-2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investitionen	14	16	19	21	23	24	25	25	24	22	23	22	22	
Investitionsquote	2,0 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	74	99	124	159	165	166	163	160	148	149	142	142	138	138
Barwert FCF	74	92	108	130	126	119	109	100	87	82	73	68	62	909
Anteil der Barwerte	<b>12,80 %</b>			<b>44,67 %</b>										<b>42,52 %</b>

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	10,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Akte)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>6,84 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,08</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2028e	1.229		
Terminal Value	909		
Zinstr. Verbindlichkeiten	90		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	60	Aktienzahl (Mio.)	59,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>2.107</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>35,52</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

		Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
Beta	WACC	-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,28</b>	7,8 %	30,05	30,37	30,72	31,09	31,49	31,91	32,36	<b>1,28</b>	7,8 %	28,87	29,61	30,35	31,09	31,83	32,57	33,32
<b>1,18</b>	7,3 %	31,90	32,29	32,71	33,16	33,63	34,14	34,69	<b>1,18</b>	7,3 %	30,78	31,57	32,36	33,16	33,95	34,74	35,53
<b>1,13</b>	7,1 %	32,92	33,35	33,81	34,30	34,82	35,39	36,00	<b>1,13</b>	7,1 %	31,84	32,66	33,48	34,30	35,11	35,93	36,75
<b>1,08</b>	6,8 %	34,00	34,47	34,98	<b>35,52</b>	36,10	36,73	37,41	<b>1,08</b>	6,8 %	32,98	33,82	34,67	<b>35,52</b>	36,37	37,21	38,06
<b>1,03</b>	6,6 %	35,16	35,68	36,23	36,83	37,48	38,18	38,94	<b>1,03</b>	6,6 %	34,20	35,07	35,95	36,83	37,71	38,59	39,47
<b>0,98</b>	6,3 %	36,40	36,97	37,58	38,25	38,97	39,75	40,60	<b>0,98</b>	6,3 %	35,51	36,42	37,34	38,25	39,16	40,07	40,99
<b>0,88</b>	5,8 %	39,15	39,85	40,62	41,44	42,34	43,33	44,41	<b>0,88</b>	5,8 %	38,47	39,46	40,45	41,44	42,43	43,42	44,41

■ ...

## 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 ewige Verrentung 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.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	23	156	50	46	41	66	88	
+ Abschreibung + Amortisation	6	10	10	36	51	50	50	
- Zinsergebnis (netto)	-35	117	-3	-3	-5	-5	-5	
- Erhaltungsinvestitionen	6	10	10	12	14	15	15	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>58</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,3 %	5,5 %	7,0 %	
WACC	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>441</b>	<b>356</b>	<b>961</b>	<b>1.961</b>	<b>1.927</b>	<b>1.925</b>	<b>1.820</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>844</b>	<b>566</b>	<b>765</b>	<b>1.078</b>	<b>1.204</b>	<b>1.542</b>	<b>1.871</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	44	44	44	44	69	66	-54	
- Pensionsverbindlichkeiten	1	1	1	1	2	2	2	
- 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>1.079</b>	<b>800</b>	<b>1.000</b>	<b>1.313</b>	<b>1.133</b>	<b>1.474</b>	<b>1.923</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>19,70</b>	<b>14,62</b>	<b>18,27</b>	<b>23,98</b>	<b>20,70</b>	<b>26,92</b>	<b>35,11</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-39,0 %	-20,6 %	2,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	9,84 %	15,00	11,47	14,00	17,97	13,99	18,33	24,69
	8,84 %	16,21	12,28	15,10	19,52	15,72	20,55	27,38
	7,84 %	17,73	13,30	16,48	21,46	17,89	23,32	30,76
WACC	<b>6,84 %</b>	<b>19,70</b>	<b>14,62</b>	<b>18,27</b>	<b>23,98</b>	<b>20,70</b>	<b>26,92</b>	<b>35,11</b>
	5,84 %	22,34	16,39	20,66	27,35	24,47	31,74	40,97
	4,84 %	26,07	18,89	24,05	32,12	29,79	38,56	49,24
	3,84 %	31,75	22,69	29,20	39,37	37,89	48,94	61,83

▪ FCF Value Potential berücksichtigt Wachstumspotenzial bis 2019e nicht

**Wertermittlung**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	3,9 x	3,4 x	4,4 x	6,2 x	6,2 x	6,8 x	5,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,24	2,42	4,25	-0,46	-0,74	-0,58	1,68
EV / Umsatz	1,4 x	1,2 x	3,3 x	3,1 x	2,7 x	2,4 x	2,1 x
EV / EBITDA	7,1 x	5,0 x	11,3 x	18,6 x	16,8 x	12,7 x	10,0 x
EV / EBIT	7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	30,3 x	19,1 x	13,7 x
EV / EBIT adj.*	7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	30,3 x	19,1 x	13,7 x
Kurs / FCF	188,4 x	19,1 x	24,1 x	n.a.	29,3 x	21,0 x	16,7 x
KGV	20,0 x	4,7 x	29,4 x	47,7 x	45,8 x	27,8 x	21,2 x
KGV ber.*	20,0 x	18,2 x	29,4 x	47,7 x	33,3 x	22,6 x	18,1 x
Dividendenrendite	14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,2 %	5,0 %	5,3 %	5,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,3 %	5,5 %	7,0 %
*Adjustiert um:	-						

**Unternehmensspezifische Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Service Umsätze	n.a.	n.a.	0	0	0	0	0
Vertragskunden	0	0	0	0	0	0	0
Gewichteter Umsatz pro Kunde	n.a.	n.a.	0	0	0	0	0

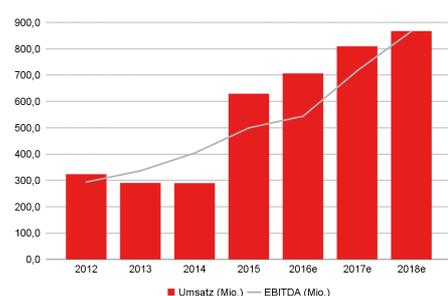
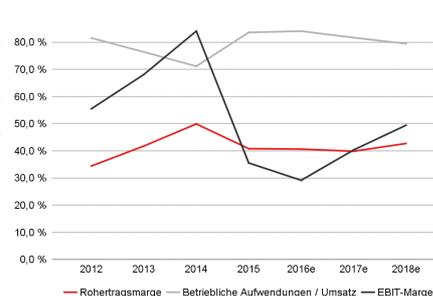
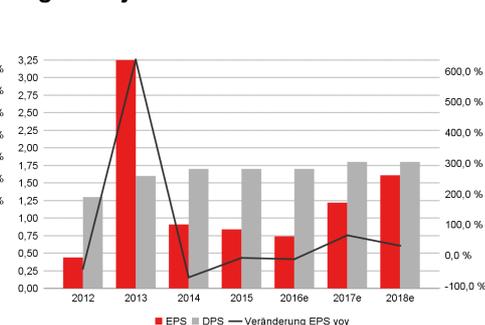
**GuV**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>324</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	<b>630</b>	<b>706</b>	<b>810</b>	<b>867</b>
Veränd. Umsatz yoy	-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	12,2 %	14,6 %	7,2 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	2	2	2	2	2	3	4
<b>Gesamterlöse</b>	<b>326</b>	<b>293</b>	<b>291</b>	<b>632</b>	<b>709</b>	<b>813</b>	<b>872</b>
Materialaufwand	215	171	147	375	422	490	501
<b>Rohrertrag</b>	<b>111</b>	<b>121</b>	<b>144</b>	<b>257</b>	<b>287</b>	<b>323</b>	<b>371</b>
<b>Rohrertragsmarge</b>	<b>34,3 %</b>	<b>41,8 %</b>	<b>49,9 %</b>	<b>40,8 %</b>	<b>40,6 %</b>	<b>39,8 %</b>	<b>42,7 %</b>
Personalaufwendungen	23	24	25	47	57	59	63
Sonstige betriebliche Erträge	8	4	1	20	10	10	9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34	30	36	125	125	122	134
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>115</b>	<b>151</b>	<b>183</b>
<b>Marge</b>	<b>19,1 %</b>	<b>24,4 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>18,7 %</b>	<b>21,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	5	5	4	4
<b>EBITA</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>147</b>	<b>179</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	9	9	32	46	46	46
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>64</b>	<b>101</b>	<b>133</b>
<b>Marge</b>	<b>17,1 %</b>	<b>21,1 %</b>	<b>26,0 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>15,3 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>64</b>	<b>101</b>	<b>133</b>
Zinserträge	1	1	1	1	0	0	0
Zinsaufwendungen	12	50	4	4	5	5	5
Sonstiges Finanzergebnis	-24	166	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>21</b>	<b>178</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>59</b>	<b>97</b>	<b>128</b>
<b>Marge</b>	<b>6,4 %</b>	<b>61,3 %</b>	<b>25,1 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>11,9 %</b>	<b>14,8 %</b>
Steuern gesamt	-3	22	23	20	18	30	40
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>67</b>	<b>88</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>67</b>	<b>88</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>23</b>	<b>156</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>67</b>	<b>88</b>
<b>Marge</b>	<b>7,2 %</b>	<b>53,7 %</b>	<b>17,2 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>10,2 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	48	55	55	55	55	55
<b>EPS</b>	<b>0,44</b>	<b>3,25</b>	<b>0,91</b>	<b>0,84</b>	<b>0,74</b>	<b>1,22</b>	<b>1,61</b>
EPS adj.	0,44	0,84	0,91	0,84	1,02	1,50	1,89

\*Adjustiert um:

**Guidance: EBITDA 2016e: EUR 115 Mio. - EUR 120 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,7****Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	81,6 %	76,4 %	71,2 %	83,6 %	84,1 %	81,7 %	79,4 %
Operating Leverage	-2,1 x	-1,0 x	-81,7 x	-0,1 x	-0,7 x	4,0 x	4,4 x
EBITDA / Interest expenses	5,3 x	1,4 x	23,8 x	26,1 x	25,5 x	33,6 x	40,6 x
Steuerquote (EBT)	-12,9 %	12,5 %	31,0 %	30,4 %	31,0 %	30,7 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	294,8 %	49,3 %	185,9 %	203,2 %	228,3 %	147,3 %	111,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	924.834	829.911	827.566	1.798.703	2.018.286	2.312.857	2.478.286

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR**Operative Performance**  
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

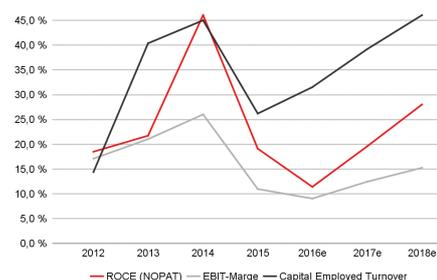
**Bilanz**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	108	101	99	378	341	305	271
davon übrige imm. VG	41	34	31	271	234	198	164
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	107	107	107	107
Sachanlagen	1	1	3	11	11	13	16
Finanzanlagen	260	0	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>369</b>	<b>103</b>	<b>101</b>	<b>390</b>	<b>353</b>	<b>319</b>	<b>288</b>
Vorräte	8	6	5	32	35	37	39
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42	45	48	89	99	115	121
Liquide Mittel	77	187	317	123	73	75	94
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	26	11	4	55	62	64	72
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>153</b>	<b>249</b>	<b>374</b>	<b>299</b>	<b>269</b>	<b>291</b>	<b>327</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>523</b>	<b>352</b>	<b>476</b>	<b>689</b>	<b>622</b>	<b>610</b>	<b>614</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	54	53	59	60	60	60	65
Kapitalrücklage	92	96	231	296	296	296	391
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-96	-148	-181
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-56	37	10	-34	41	66	88
Buchwert	120	218	331	353	301	273	363
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>120</b>	<b>218</b>	<b>331</b>	<b>353</b>	<b>301</b>	<b>273</b>	<b>363</b>
Rückstellungen gesamt	11	11	9	19	21	22	26
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	1	2	1	2	2	2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	330	87	91	167	141	141	40
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16	16	22	81	87	100	107
Sonstige Verbindlichkeiten	45	21	23	69	72	74	78
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>402</b>	<b>135</b>	<b>144</b>	<b>336</b>	<b>321</b>	<b>337</b>	<b>251</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>523</b>	<b>352</b>	<b>476</b>	<b>689</b>	<b>622</b>	<b>610</b>	<b>614</b>

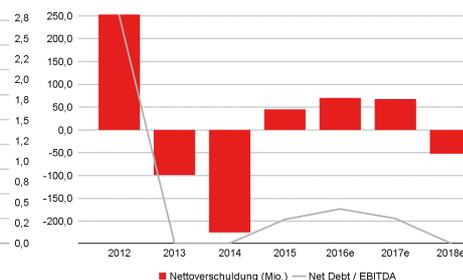
**Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	12,4 x	9,8 x	10,4 x	13,7 x	13,4 x	13,6 x	14,3 x
Capital Employed Turnover	0,9 x	2,4 x	2,7 x	1,6 x	1,9 x	2,4 x	2,8 x
ROA	6,4 %	151,5 %	49,1 %	11,9 %	11,6 %	21,0 %	30,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	18,5 %	21,7 %	46,1 %	19,1 %	11,4 %	19,7 %	28,0 %
ROE	16,4 %	92,2 %	18,1 %	13,5 %	12,5 %	23,3 %	27,8 %
Adj. ROE	16,4 %	23,8 %	18,1 %	13,5 %	17,1 %	28,5 %	32,5 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	253	-99	-225	45	70	68	-52
Nettofinanzverschuldung	252	-100	-226	44	69	66	-54
Net Gearing	210,0 %	-45,4 %	-67,9 %	12,8 %	23,3 %	24,8 %	-14,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	407,8 %	n.a.	n.a.	41,6 %	59,8 %	43,8 %	n.a.
Buchwert je Aktie	2,3	4,5	6,0	6,4	5,5	5,0	6,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,2	2,4	4,2	-0,5	-0,7	-0,6	1,7

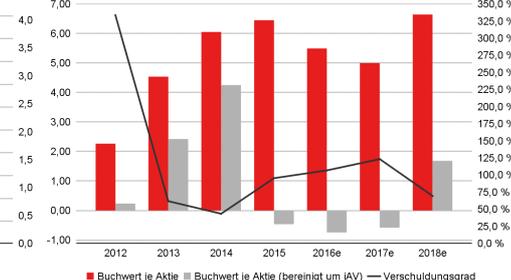
**ROCE Development**



**Netto Verschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

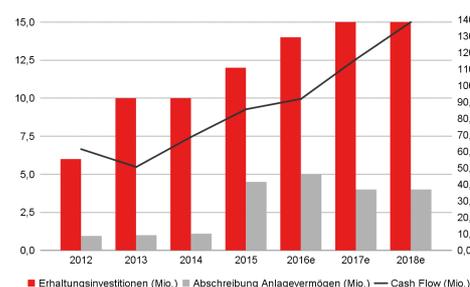
**Cash flow**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	23	156	50	46	41	66	88
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	1	5	5	4	4
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	9	9	32	46	46	46
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	1	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	31	-115	9	4	0	0	0
<b>Cash Flow</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>86</b>	<b>92</b>	<b>116</b>	<b>139</b>
Veränderung Vorräte	1	2	1	-27	-3	-2	-3
Veränderung Forderungen aus L+L	0	-3	-2	-41	-10	-17	-6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-22	-2	4	58	6	14	10
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-16	10	0	0	-3	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-37	6	3	-9	-10	-4	2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>24</b>	<b>57</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>140</b>
Investitionen in iAV	-20	-17	-9	-160	-9	-10	-12
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-2	-4	-5	-6	-7
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	-7	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	-75	0	0	1	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	106	370	1	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>8</b>	<b>350</b>	<b>-5</b>	<b>-169</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	92	-183	0	0	-26	0	-101
Dividende Vorjahr	-36	-62	-77	-90	-93	-93	-99
Erwerb eigener Aktien	-32	-8	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	-44	140	-10	0	0	98
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>25</b>	<b>-298</b>	<b>63</b>	<b>-101</b>	<b>-119</b>	<b>-93</b>	<b>-103</b>
Veränderung liquide Mittel	57	110	130	-194	-51	2	19
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>77</b>	<b>187</b>	<b>317</b>	<b>123</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>94</b>

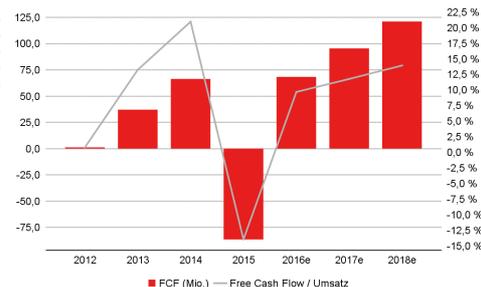
**Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	1	37	66	-87	68	95	121
Free Cash Flow / Umsatz	0,8 %	13,2 %	21,0 %	-13,9 %	9,7 %	11,8 %	14,0 %
Free Cash Flow Potential	58	39	52	74	82	105	128
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	10,6 %	24,7 %	122,2 %	-189,9 %	167,7 %	142,8 %	137,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,9 %	1,0 %	0,4 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,8 %	24,2 %	4,0 %	3,1 %	2,9 %	3,2 %	5,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	6,7 %	6,4 %	3,8 %	26,1 %	2,0 %	2,0 %	2,2 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	3,4 %	3,5 %	1,9 %	2,0 %	1,9 %	1,7 %
CAPEX / Abschreibungen	337,7 %	191,8 %	110,9 %	454,7 %	27,5 %	32,0 %	38,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	4,3 %	9,1 %	9,2 %	4,8 %	5,4 %	5,4 %	5,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	260,7 %	286,7 %	218,1 %	109,4 %	113,3 %	115,5 %	113,4 %
Vorratsumschlag	27,1 x	27,5 x	26,8 x	11,6 x	12,0 x	13,3 x	12,7 x
Receivables collection period (Tage)	47	57	60	51	51	52	51
Payables payment period (Tage)	27	34	54	79	75	74	78
Cash conversion cycle (Tage)	-28	-34	-53	-48	-45	-47	-52

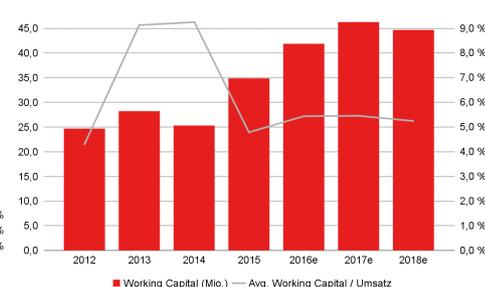
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („die Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

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

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958**

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.

Es wurden 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

**QUELLEN**

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

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

### Hinweis gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research 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- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für die diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung – vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 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.

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	121	64
Halten	60	32
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>188</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	24	73
Halten	7	21
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>33</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [19.07.2016]**



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**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

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

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@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

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

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

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables 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

**Alexander Wahl** +49 40 309537-230  
Other awahl@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@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

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

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666  
USA pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@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 omerkel@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

**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