

Hold EUR 35,00 Kurs EUR 33,60 Upside 4,2 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 35,00 FCF-Value Potential 18e: 35,00	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Virtual Mobile Network Operator
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 1.840 Aktienanzahl (Mio.): 55 EV: 1.910 Freefloat MC: 1.470 Ø Trad. Vol. (30T): 7,84 Mio.	Aktionäre: Freefloat 79,9 % M Brucherseifer+Management 1,9 % United Internet Ventures AG 20,7 % Allianz Global Investors 6,4 % Alken Luxemburg 4,8 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,1 KBV: 6,1 x EK-Quote: 48 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,6 x Net Debt / EBITDA: 0,6 x

Beeindruckende Kernzahlen für Q2/16 veröffentlicht

Drillisch hat am Mittwochabend die KPI für Q2/16 veröffentlicht, inkl. blended AGPPU (durchschnittliches Bruttoergebnis je Nutzer), Nettoneukunden und dem operativen Cashflow. Unserer Ansicht nach waren alle drei Zahlen beeindruckend.

- Der Budgetkundenstamm ist um +238 Tsd. auf 2,33 Mio. gewachsen. In Q1/16 lagen die Nettoneukunden bei +168 Tsd. und wir haben für Q2/16 +170 Tsd. erwartet. Die starke Kundenperformance ist wahrscheinlich auf attraktive Angebote (2 GB, Voice und SMS-Flat für EUR 7,99), Marketingkampagnen im TV, Radio und Internet, einer Verbesserung des Markenbewusstseins und einer Beschleunigung des Kundenzulaufs in Drillischs stationärem Handel zurückzuführen.
- Blended AGPPU ist qoq um +7,2% auf EUR 7,85 gewachsen. Wir hatten EUR 7,22 erwartet. Unserer Ansicht nach gibt es zwei Hauptgründe für die herausragende Outperformance. Erstens (wie in unserer letzten Note beschrieben) erhält Drillisch hohe Rabatte auf die zusätzliche Kapazität, die das Unternehmen von Telefonica Deutschland kaufen muss. Zweitens, selbst wenn Kunden ein EUR 7,99 Angebot (EUR 6,40 exkl. MwSt.) unterzeichnen, sollte der ARPU (durchschnittlicher Umsatz je Nutzer) höher sein, da sich die meisten Kunden für zusätzliche Dienstleistungen entscheiden. Wir sollten erwähnen, dass wir ab 2018 ein blended AGPPU von EUR 8 antizipieren.
- Der operative Cashflow lag bei EUR 71,8 Mio. Man sollte bedenken, dass es positive Quartalseffekte gibt. Folglich sollte der operative Cashflow bei EUR 45-50 Mio. liegen.

Das MVNO Bruttoergebnis (durch das Kerngeschäft generierte Bruttoergebnis) liegt unseren Berechnungen zufolge in Q2/16 bei EUR 68 Mio. Das sind EUR 5 Mio. mehr als unsere Annahme von EUR 63 Mio. Dementsprechend sollte Drillisch, unter der Annahme, dass sonstige Kostenpositionen (Personal, Marketing, sonstige operative Aufwendungen) wie erwartet bleiben, ein EBITDA von >EUR 26 Mio. erreicht haben, was unserer aktuellen Annahme für Q2/16 entspricht.

Drillisch hat herausragende Kernzahlen für Q2/16 veröffentlicht. Unserer Ansicht nach deutet insbesondere die AGPPU-Zahl darauf hin, dass die operative Performance in den kommenden Quartalen besser ausfallen könnte, als es unser Modell derzeit reflektiert. Die Halten-Empfehlung wird mit einem DCF-basierten Kursziel von EUR 35 bekräftigt.

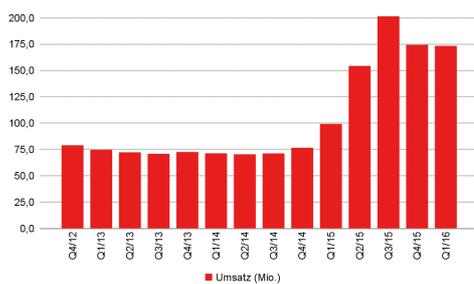


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	-10,5 %
6 Monate:	-7,0 %
Jahresverlauf:	-3,5 %
Letzte 12 Monate:	-4,5 %

Unternehmenstermine:	
11.08.16	Q2
10.11.16	Q3

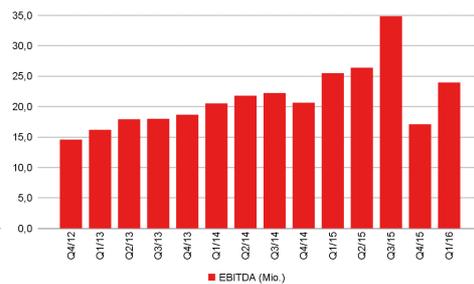
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	11,3 %	324	290	290	630	706	810	867
Veränd. Umsatz yoy		-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	12,2 %	14,6 %	7,2 %
Rohertragsmarge		34,3 %	41,8 %	49,9 %	40,8 %	40,6 %	39,8 %	42,7 %
EBITDA	20,2 %	62	71	85	105	115	151	183
Marge		19,1 %	24,4 %	29,4 %	16,7 %	16,2 %	18,7 %	21,1 %
EBIT	24,2 %	55	61	75	69	64	101	133
Marge		17,1 %	21,1 %	26,0 %	11,0 %	9,0 %	12,5 %	15,3 %
Nettoergebnis	24,1 %	23	156	50	46	41	67	88
EPS	24,2 %	0,44	3,25	0,91	0,84	0,74	1,22	1,61
EPS adj.	31,0 %	0,44	0,84	0,91	0,84	1,02	1,50	1,89
DPS	1,9 %	1,30	1,60	1,70	1,70	1,70	1,80	1,80
Dividendenrendite		14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,2 %	5,1 %	5,4 %	5,3 %
FCFPS		0,02	0,77	1,21	-1,58	1,25	1,74	2,21
FCF / MarktKap.		0,5 %	5,2 %	4,1 %	-4,0 %	3,7 %	5,2 %	6,5 %
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	16,7 x	12,6 x	10,0 x
EV / EBIT		7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	30,0 x	18,9 x	13,7 x
KGV		20,0 x	4,7 x	29,4 x	47,7 x	45,4 x	27,5 x	21,2 x
KGV ber.		20,0 x	18,2 x	29,4 x	47,7 x	32,9 x	22,4 x	18,1 x
FCF Yield Potential		13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,3 %	5,5 %	7,0 %
Nettoverschuldung		253	-99	-225	45	70	68	-52
ROCE (NOPAT)		18,5 %	21,7 %	46,1 %	19,1 %	11,4 %	19,7 %	28,0 %
Guidance:		EBITDA 2016e: EUR 115 Mio. - EUR 120 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,7						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



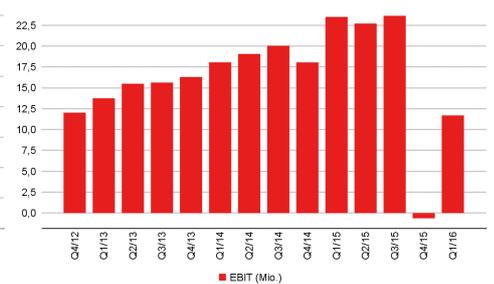
Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

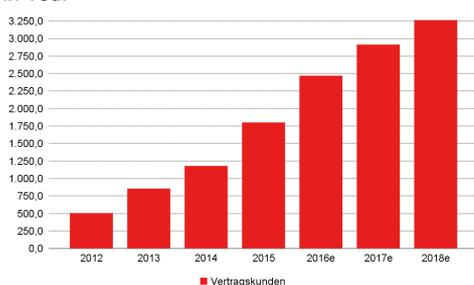
Unternehmenshintergrund

- ...
- 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

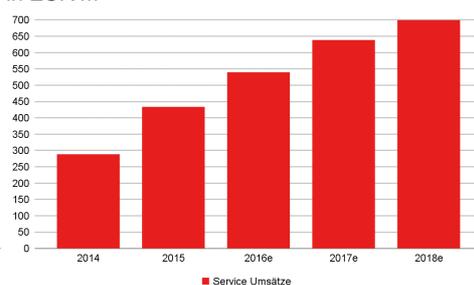
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Attraktive Einkaufsbedingungen: Drillischs Einkaufskonditionen sollten sehr wettbewerbsfähig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

Budgetkunden
in Tsd.



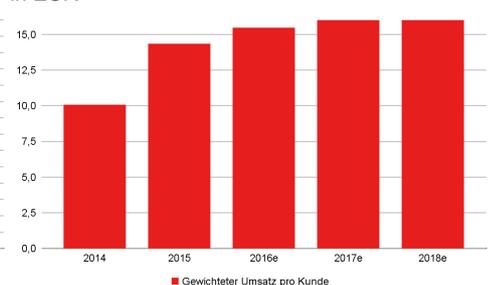
Quelle: Warburg Research

Service Umsätze
in EUR m



Quelle: Warburg Research

Gewichteter Umsatz pro Kunde
in EUR



Quelle: Warburg Research

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 (Akte)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
WACC	6,84 %	Beta	1,08

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
Eigenkapitalwert	2.107	Wert je Aktie (EUR)	35,52

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

■ ...

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	
= Free Cash Flow Potential	58	39	52	74	82	105	128	
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 %	
= Enterprise Value (EV)	441	356	961	1.961	1.910	1.908	1.820	
= Fair Enterprise Value	844	566	765	1.078	1.204	1.542	1.871	
- 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	
= Faire Marktkapitalisierung	1.079	800	1.000	1.313	1.133	1.474	1.923	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	19,70	14,62	18,27	23,98	20,70	26,92	35,11	
Premium (-) / Discount (+) in %					-38,4 %	-19,9 %	2,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	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	6,84 %	19,70	14,62	18,27	23,98	20,70	26,92	35,11
	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	6,1 x	6,7 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	16,7 x	12,6 x	10,0 x
EV / EBIT	7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	30,0 x	18,9 x	13,7 x
EV / EBIT adj.*	7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	30,0 x	18,9 x	13,7 x
Kurs / FCF	188,4 x	19,1 x	24,1 x	n.a.	29,0 x	20,8 x	16,7 x
KGV	20,0 x	4,7 x	29,4 x	47,7 x	45,4 x	27,5 x	21,2 x
KGV ber.*	20,0 x	18,2 x	29,4 x	47,7 x	32,9 x	22,4 x	18,1 x
Dividendenrendite	14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,2 %	5,1 %	5,4 %	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
Umsatz	324	290	290	630	706	810	867
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
Aktiviere Eigenleistungen	2	2	2	2	2	3	4
Gesamterlöse	326	293	291	632	709	813	872
Materialaufwand	215	171	147	375	422	490	501
Rohertrag	111	121	144	257	287	323	371
Rohertragsmarge	34,3 %	41,8 %	49,9 %	40,8 %	40,6 %	39,8 %	42,7 %
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
EBITDA	62	71	85	105	115	151	183
Marge	19,1 %	24,4 %	29,4 %	16,7 %	16,2 %	18,7 %	21,1 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	5	5	4	4
EBITA	61	70	84	101	110	147	179
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	9	9	32	46	46	46
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	55	61	75	69	64	101	133
Marge	17,1 %	21,1 %	26,0 %	11,0 %	9,0 %	12,5 %	15,3 %
EBIT adj.	55	61	75	69	64	101	133
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
EBT	21	178	73	66	59	97	128
Marge	6,4 %	61,3 %	25,1 %	10,5 %	8,4 %	11,9 %	14,8 %
Steuern gesamt	-3	22	23	20	18	30	40
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	23	156	50	46	41	67	88
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	23	156	50	46	41	67	88
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	23	156	50	46	41	67	88
Marge	7,2 %	53,7 %	17,2 %	7,3 %	5,8 %	8,3 %	10,2 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	48	55	55	55	55	55
EPS	0,44	3,25	0,91	0,84	0,74	1,22	1,61
EPS adj.	0,44	0,84	0,91	0,84	1,02	1,50	1,89

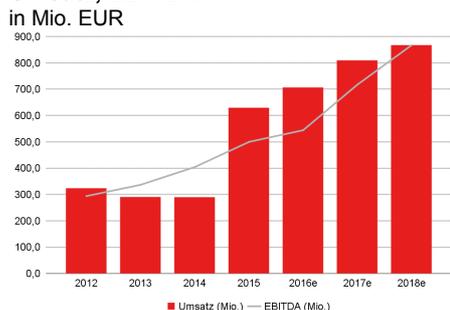
*Adjustiert um:

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

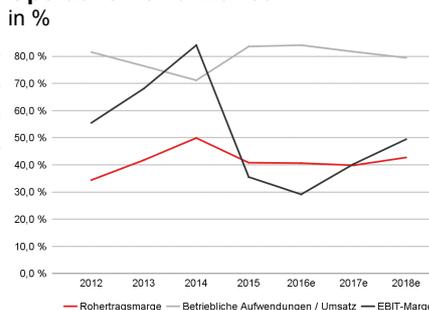
Kennzahlen

	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

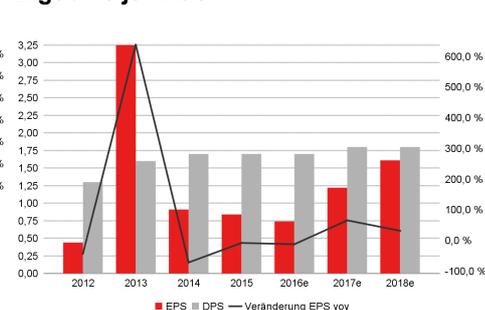
Umsatz, EBITDA



Operative Performance



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

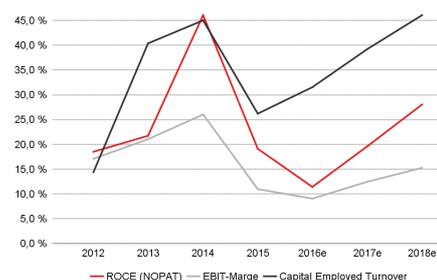
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

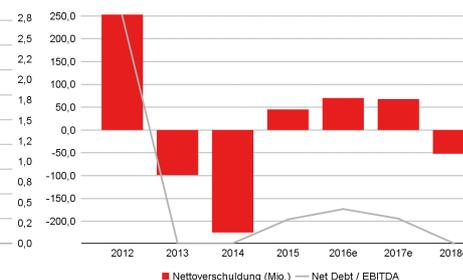
Bilanz							
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	108	101	99	378	341	305	271
davon übrige imm. VG	41	34	31	271	234	198	164
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	107	107	107	107
Sachanlagen	1	1	3	11	11	13	16
Finanzanlagen	260	0	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	369	103	101	390	353	319	288
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
Umlaufvermögen	153	249	374	299	269	291	327
Bilanzsumme (Aktiva)	523	352	476	689	622	610	614
Passiva							
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
Eigenkapital	120	218	331	353	301	273	363
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
Verbindlichkeiten	402	135	144	336	321	337	251
Bilanzsumme (Passiva)	523	352	476	689	622	610	614

Kennzahlen							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
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 %
Kapitalverzinsung							
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 %
Bilanzqualität							
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

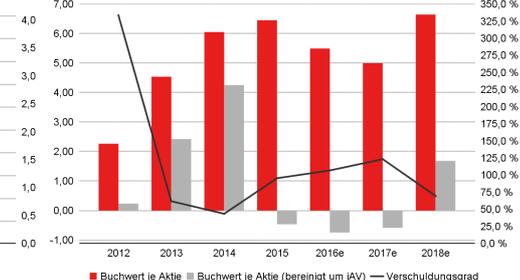
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

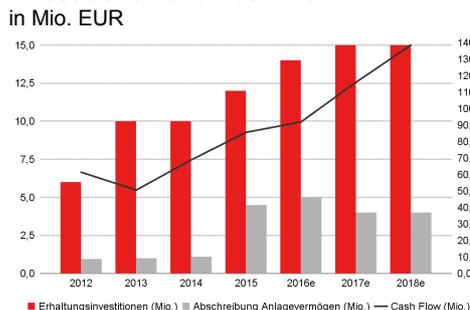
Cash flow

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
Cash Flow	61	51	69	86	92	116	139
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
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	24	57	72	76	82	111	140
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	8	350	-5	-169	-14	-16	-19
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	25	-298	63	-101	-119	-93	-103
Veränderung liquide Mittel	57	110	130	-194	-51	2	19
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	77	187	317	123	73	75	94

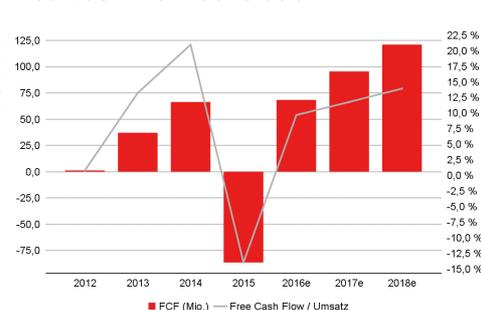
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
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 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
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

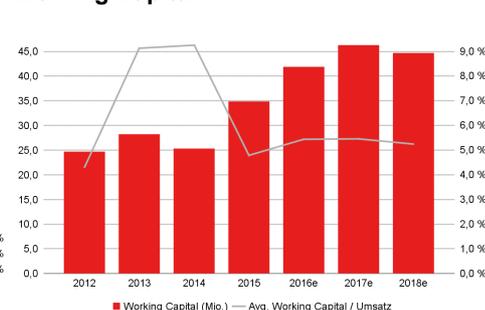
Investitionen und Cash Flow



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.

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	120	64
Halten	61	32
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	188	100

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
Gesamt	33	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [21.07.2016]


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 Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@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