

Buy EUR 84,00 (EUR 72,00) Kurs EUR 70,15 Upside 19,7 %	Wertindikatoren: EUR FCF-Value Potential: 0,00 SotP: 0,00	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Drillisch vertreibt Festnetz- und Mobilfunkdienste an Kunden in Deutschland.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 12.400 Aktienanzahl (Mio.): 177 EV: 12.205 Freefloat MC: 3.310 Ø Trad. Vol. (30T): 15,70	Aktionäre: Freefloat 26,7 % United Internet 73,3 %	Risikoprofil (WRe): 2017e Beta: 1,0 KBV: 3,2 x EK-Quote: 79 %

Gebündelte Stärken von 1&1 und Drillisch steigern Gewinn und Wachstum

Diese Note enthält: (1) einen kurzen Überblick über den deutschen Mobilfunkmarkt, (2) eine Analyse der unterschiedlichen Preisstrategien der verschiedenen Betreiber/MVNOs, (3) einen Blick auf die Geschäftspläne von Drillisch und United Internet vor dem Zusammenschluss, (4) detaillierte KPI-Modelle für das neue Unternehmen bis 2020e und (5) unser neues Finanzierungsmodell für das zusammengeschlossene Unternehmen.

Unsere Investitionshypothese für Drillisch ist recht einfach: Wir gehen davon aus, dass das EPS bis 2020e auf EUR 3,63 und der FCF pro Aktie auf EUR 3,90 steigen wird, was einen FCF/Marktkapitalisierung 2020e von 5,8% bedeutet. Das Wachstum wird durch die Kombination der Stärken von 1&1 und Drillisch getrieben, wodurch Kundenzahlen, Umsatz und Gewinn gesteigert werden sollten. **Unser Basisszenario geht davon aus, dass Drillisch weiterhin ein Capex-Light, Asset-Light und nettoschuldenfreies Unternehmen bleibt.**

Das zusammengeschlossene Unternehmen bedient rund 4,36 Mio. DSL- und 8,31 Mio. Mobilfunkkunden. Zu den Stärken von 1&1 (eigenständig) im Mobilfunk zählen die Consumer-Marke in Deutschland, die Marketing- und Vertriebskraft sowie das Customer Relationship Management. Die Stärke von Drillisch vor dem Zusammenschluss ist der MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica, der einen ausreichenden Zugang zu mobilen Datenkapazitäten und -technologien im Netz von Telefónica Deutschland gewährleistet.

Der Zusammenschluss bietet ein starkes Synergiepotenzial: Kundenbruttouzugänge können den Bedingungen des MBA-MVNO-Vertrages zugeschrieben werden, was zu niedrigeren Netzkosten für das neue Unternehmen führt. In einem zweiten Schritt könnte der Vodafone-Kundenstamm von 1&1 sukzessive auf das Telefónica-Netz übertragen werden, wodurch die Netzkosten weiter gesenkt werden. Darüber hinaus würde sich eine Optimierung der Tarife positiv auf die Umsätze auswirken, und die kombinierten Marketingaufwendungen dürften geringer ausfallen als bei den beiden eigenständigen Unternehmen.

Risiken für unseren Investment Case: Eine weitere Basisannahme ist, dass der intakte Mobilfunkmarkt in Deutschland langfristig stabil bleibt. Der Wettbewerber Telefónica Deutschland befindet sich aus unserer Sicht in einer schwierigen Position, da er nicht mit den Premiummarken Deutsche Telekom und Vodafone konkurrieren kann und in direktem Wettbewerb mit Drillisch steht, der den Kunden die gleiche Qualität zu besseren Preisen bietet. Die Möglichkeit aggressiver Preissenkungen bei Telefónica Deutschland zur Kundenrückgewinnung stellt ein Risiko für unseren Investment Case dar.

Auf einer außerordentlichen Hauptversammlung im Januar 2018 werden die Drillisch-Aktionäre gebeten, eine Option für das Management zur Erhöhung des Eigenkapitals um maximal 97,2 Mio. Aktien zu genehmigen, was 55% der derzeit ausstehenden Aktien von 176,76 Mio. bzw. einer Marktbewertung von EUR 6,5 Mrd. entspricht. Darüber hinaus werden die Aktionäre gebeten, dem Management die Erlaubnis zu erteilen, Schuldverschreibungen mit einem Nennwert von bis zu EUR 10 Mrd. zu begeben. Unserer Ansicht nach handelt es sich dabei nicht nur um eine Kapitalermächtigung, die üblich ist und dem Management mehr Flexibilität verleiht. In diesem Fall handelt es sich um eine enorme Menge an zusätzlichem Kapital. Wenn Drillisch von beiden Ermächtigungen Gebrauch macht, wird sich unser Investment Case erheblich verändern – möglicherweise zu einem investitions- und kapitalintensiven Geschäftsmodell.

Im Rahmen unseres Basisszenarios bewerten wir die Aktie mit Kaufen und einem DCF-basierten Kursziel von EUR 84.



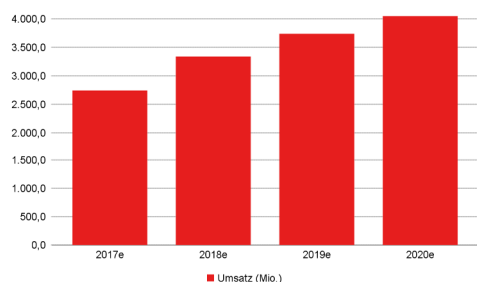
Rel. Performance vs TecDAX:

1 Monat:	-1,9 %
6 Monate:	14,5 %
Jahresverlauf:	-2,6 %
Letzte 12 Monate:	28,0 %

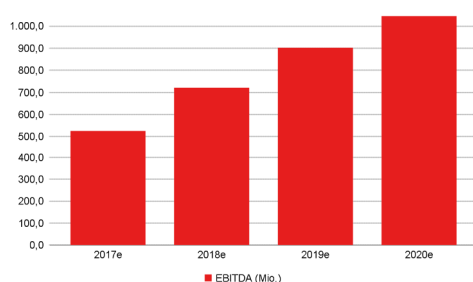
Unternehmenstermine:

12.01.18	AO HV
22.03.18	FY 2017
09.05.18	Q1
17.05.18	HV

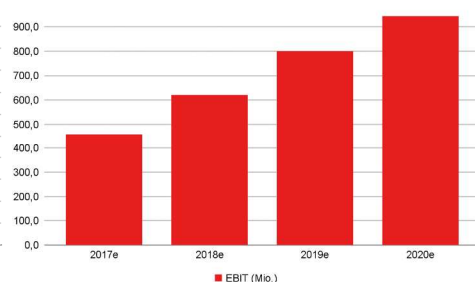
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-20e)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	54,5 %	290	630	710	2.745	3.340	3.739	4.049
Veränd. Umsatz yoy		-0,3 %	117,3 %	12,8 %	286,6 %	21,7 %	12,0 %	8,3 %
Rohermargine		100,0 %	100,0 %	100,0 %	32,2 %	32,5 %	34,1 %	35,5 %
EBITDA	71,7 %	85	105	120	525	721	902	1.045
Marge		29,4 %	16,7 %	16,9 %	19,1 %	21,6 %	24,1 %	25,8 %
EBIT	100,2 %	75	69	59	460	621	800	943
Marge		26,0 %	11,0 %	8,3 %	16,8 %	18,6 %	21,4 %	23,3 %
Nettoergebnis	121,9 %	50	46	26	300	415	535	641
EPS	65,8 %	0,91	0,84	0,48	1,70	2,35	3,03	3,63
EPS adj.	65,8 %	0,91	0,84	0,48	1,70	2,35	3,03	3,63
DPS	19,8 %	1,70	1,70	1,70	1,80	2,10	2,90	3,50
Dividendenrendite		6,4 %	4,2 %	4,5 %	2,6 %	3,0 %	4,1 %	5,0 %
FCFPS		1,21	-1,58	1,36	2,21	2,32	3,28	3,87
FCF / Marktkap.		4,1 %	-4,0 %	3,2 %	3,1 %	3,3 %	4,7 %	5,5 %
EV / Umsatz		3,3 x	3,1 x	2,7 x	4,5 x	3,7 x	3,2 x	2,9 x
EV / EBITDA		11,3 x	18,6 x	15,7 x	23,5 x	16,9 x	13,3 x	11,3 x
EV / EBIT		12,8 x	28,3 x	32,2 x	26,8 x	19,6 x	15,0 x	12,5 x
KGv		29,4 x	47,7 x	79,3 x	41,3 x	29,9 x	23,2 x	19,3 x
KGv ber.		29,4 x	47,7 x	79,3 x	41,3 x	29,9 x	23,2 x	19,3 x
FCF Potential Yield		5,4 %	3,8 %	4,1 %	2,9 %	4,1 %	5,2 %	6,1 %
Nettoverschuldung		-225	45	86	-50	-195	-405	-576
ROCE (NOPAT)		46,1 %	19,1 %	7,3 %	14,7 %	10,9 %	14,0 %	17,0 %
Guidance:	n.a.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR


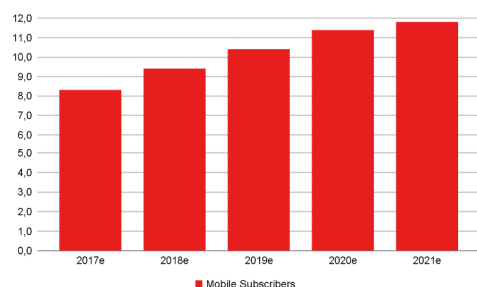
Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

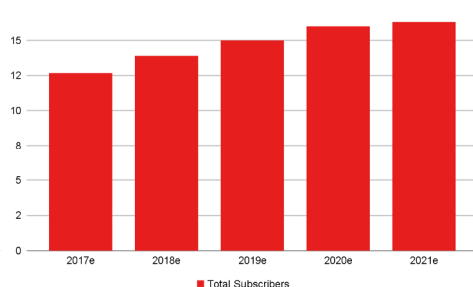
- Drillisch vertreibt Mobilfunk-, Festnetz- und Mehrwertdienste an Kunden in Deutschland. Kernmarken sind 1&1 und Smartmobil. Drillisch hat mehr als 12 Mio. Kunden.
- Drillisch verfügt über ein breites Vertragsportfolio mit Netzbetreibern: Deutsche Telekom, Versatel, Telefónica Deutschland, Vodafone und andere.
- Der MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica Deutschland basiert auf festen monatlichen Mobilfunk-Datenvolumen, die Drillisch kaufen muss. Drillisch hat daher ein sogenanntes Bestandsrisiko.
- Das monatliche Datenvolumen, das Drillisch erwerben muss, steigt mit der Zeit und ist von der monatlich genutzten mobilen Datenkapazität abhängig.

Wettbewerbsqualität

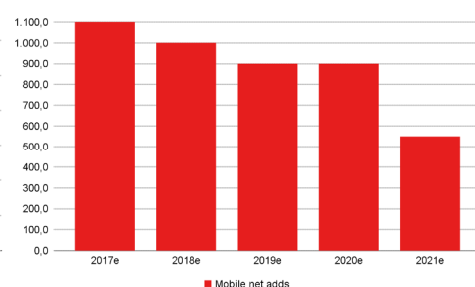
- Drillischs MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica Deutschland sichert bis 2030 den Zugang zu ausreichenden mobilen Datenkapazitäten und sämtlichen Zukunftstechnologien zu attraktiven Netzkosten.
- Strategische Flexibilität: Durch die große Kundenbasis im Mobilfunk- und Festnetz in Kombination mit den sehr guten Netzbetreiberverträgen kann Drillisch flexibel auf sich ändernde Marktbedingungen reagieren.
- Starkes Markenportfolio: 1&1, Smartmobil und yourfone. Insbesondere 1&1 ist in Deutschland eine bekannte Marke für Telekommunikationsdienstleistungen.
- Capex-Light-Geschäftsmodell mit minimalen Technologierisiken: Drillisch erwirbt alle Netzkapazitäten und übernimmt keine Investitionen in die Infrastruktur.

Mobile Subscribers
in Mio.


Quelle: Warburg Research

Total Subscribers
in Mio.


Quelle: Warburg Research

Mobile net adds
in k


Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case	4
Unternehmensüberblick	5
Wettbewerbsqualität	6
Telekommunikationsmärkte in Deutschland	6
Analyse der Mobilfunktarife	10
Allgemeine Feststellungen – SIM-Only-Tarife	10
Preiselastizität der verschiedenen Anbieter	12
Telefónica Deutschland	12
Vodafone	13
Deutsche Telekom	14
Drillisch – 1&1 Marke	15
Zusammenfassung	15
MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica Deutschland	16
Guter Zugang zum Mobil- und Festnetz	17
Erwartete Synergiepotentiale aus der Fusion von Drillisch und 1&1	18
Operative und strategische Flexibilität	19
Mögliche Risikofaktoren für unsere Investmentthese	19
Potenzial eines neuen harten Preiswettbewerbs	19
Höhe des genehmigten Kapitals	19
Corporate Governance	20
Wachstum / Finanzen	20
Einschätzung des Übernahmeprozesses	20
1&1 Telecom: Businessplan vor der Transaktion	23
Drillisch: Businessplan vor der Transaktion	24
KPI-Analyse für die Drillisch NewCo, Drillisch alt und 1&1	25
Berechnung des gewichteten ARPU für die 9M/17-Ergebnisse von 1&1	25
KPI-Analyse für 1&1 Telecommunication SE	25
KPI-Analysis für Drillisch alt	27
Berechnung des gewichteten Mobil-ARPU für die Drillisch NewCo	28
Finanz- und KPI-Modell Drillisch NewCo	29
KPI- und Finanzmodell für 2017e–2020e	29
Annahmen für die GuV	31
Free-Cash-Flow-Prognosen	31
Bewertung	32
DCF-Ansatz	32

Zusammenfassung des Investment Case

Investment Trigger

- Unser Investment Case geht davon aus, dass das EPS bis 2020e auf EUR 3,63 und der FCF pro Aktie auf EUR 3,90 steigen wird, was einen FCF/Marktkapitalisierung 2020e von 5,8% bedeutet. Das Wachstum wird durch die Kombination der Stärken von 1&1 und Drillisch getrieben, wodurch Kundenzahlen, Umsatz und Gewinn gesteigert werden sollten. **Unser Basisszenario geht davon aus, dass Drillisch weiterhin ein Capex-Light, Asset-Light und nettoschuldenfreies Unternehmen bleibt.**
- United Internet hat noch keinen Gewinnbeteiligungsvertrag abgeschlossen, sodass UI nur über Dividendenzahlungen Zugang zum Cashflow hat. Da das Unternehmen nettoschuldenfrei ist, kann der gesamte Cashflow an die Aktionäre ausgeschüttet werden.
- Ein weiterer Katalysator könnten die Q4/17-Ergebnisse sein. Für Q4/17 erwarten wir eine hohe Zahl an Nettozugängen von >250.000 neuen Netzteilnehmern. Darüber hinaus sollte die Guidance für 2018e unser Wachstumsszenario unterstützen.

Bewertung

- Unser Basisszenario ergibt ein DCF-basiertes Kursziel von EUR 84.

Wachstum

- Das Umsatzwachstum basiert im Wesentlichen auf Marktanteilsgewinnen im deutschen Telekommunikationsmarkt, die zu einem Teilnehmerwachstum führen. Darüber hinaus erwarten wir ein Wachstum des durchschnittlichen Umsatzes pro Kunde (ARPU) sowohl im Mobilfunk- als auch im Festnetz-Breitband-Bereich.
- Das EBITDA- und EBIT-Wachstum basiert auf Umsatzwachstum, Skaleneffekten bei den Vertriebs- und Marketingaufwendungen sowie der zunehmenden Auslastung der monatlich erworbenen Mobilfunkkapazitäten. Kostensynergien aus dem Zusammenschluss tragen zusätzlich zu Skaleneffekten bei.

Wettbewerbsqualität

- Die Wettbewerbsqualität basiert auf einer exzellenten Kombination aus starken Marken, gutem Zugang zu Festnetz- und Mobilfunknetzen und einem erstklassigen Customer Relationship Management.
- Zugang zum Mobilfunknetz: Drillisch hat seinen Netzzugang bis 2030 über einen MBA-MVNO-Vertrag im Netz der Telefónica Deutschland für bestehende und alle zukünftigen Netztechnologien gesichert. Drillisch hat einen zweiten MVNO-Vertrag über 4G/20 Mbit mit Telefónica und einen MVNO-Vertrag mit Vodafone über 3,5G, der auf dem Pay-as-you-go-Prinzip basiert.
- Wir gehen davon aus, dass Drillisch Ende 2017e 8,3 Mio. Mobilfunkteilnehmer und 4,36 Mio. Breitbandteilnehmer (bzw. 12,6 Mio. Kunden) bedienen wird. Der Netzzugang in Kombination mit den starken Marken und Vertriebskanälen gibt Drillisch die Flexibilität, auf sich verändernde Märkte zu reagieren, z. B. mit Produktpaketen oder anderen neuen Produktinnovationen.

Warburg vs. Konsens

Da für das neue zusammengeschlossene Unternehmen Drillisch-UI noch nicht viele Schätzungen vorliegen, macht ein Vergleich unserer Schätzungen mit dem Konsens vorerst wenig Sinn.

Unternehmensüberblick

Segments	Mobile	Fixed-Line	Group
Revenues (2018e; WRe) in EUR m	1,860	1,478	3,339
<i>in% of total</i>	<i>56%</i>	<i>44%</i>	<i>100%</i>
Operations	Distribution of mobile telecommunication services, end devices, bundled products, value-added services	Distribution of fixed-line/broadband telecommunication services, end devices, bundled products, value-added services (such as IP-TV)	
Brands	1&1; Smartmobil	1&1	1&1; Smartmobil
Competitors	Vodafone, Deutsche Telekom, Unity Media, Freenet, Telefonica Deutschland, City Carriers (Netcologne)		
Customers	Consumers and Small Businesses in Germany		
Suppliers	Network Operators such as Deutsche Telekom and Versatel; Hardware manufacturer (Apple, Samsung,...)		

Strategy	Business Operations	Competitive Quality	Competition
- Subscription based - Broadband/ fixed-line and mobile internet services - Focus on consumers in Germany - Capex-light/ non-infrastructure approach - Main focus on online/digital distribution channels - Strong brand portfolio: 1&1 and Smartmobil	- Mobile internet 1&1, Smartmobil, Yourfone 8.2m subscribers - Long-term MBA-MVNO contract with Telefonica Deutschland about all technologies and speeds - Additional pay-as-you-go contracts with Vodafone and Telefonica D - Broadband/ fixed-line - DSL/ VDSL access - Value added services: IP-TV 4.6m subscribers 1&1 - Network contracts with Deutsche Telekom, Versatel among others	- Strong brand portfolio - Great network access in mobile and fixed-line - High strategic flexibility because of a broad product portfolio combined with sufficient network capacities - Distribution network and customer relationship management - No technology or capex risks	- Deutsche Telekom - Vodafone - Unity Media - Tele Columbus - Telefonica Deutschland - City carriers such as NetCologne - Freenet - Resellers such as Aldi Talk and Tchibo

Quelle: Warburg Research

Wettbewerbsqualität

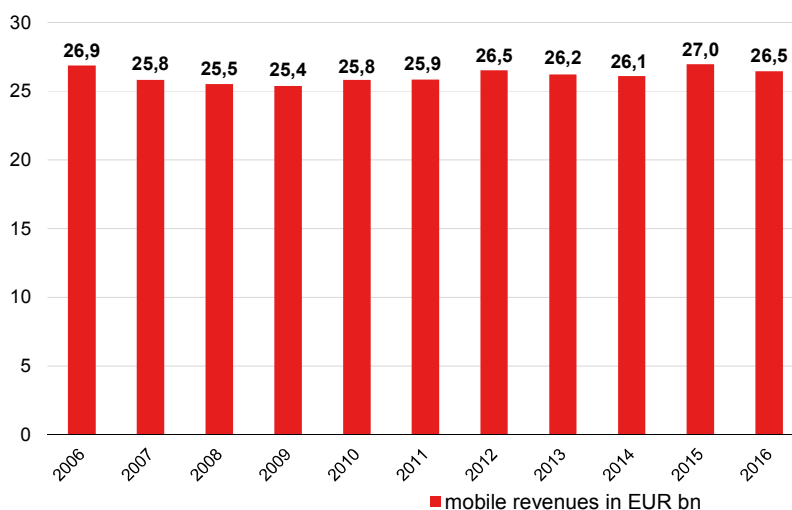
- Mobilfunkmarkt stagniert seit zehn Jahren bei EUR 26 Mrd.
- SIM-Karten-Penetration von 150% in Deutschland
- Zusammengeschlossenes Unternehmen (Drillisch NewCo) hat einen Marktanteil von 12% bei Postpaid-SIM-Karten
- Netzbetreiber und Mobilfunkprovider (MVNO) sind dabei, Verbraucher auf Tarife mit einem höheren Datenvolumen pro Monat umzustellen, was den durchschnittlichen ARPU insgesamt erhöhen dürfte.
- Eckpunkte der Wettbewerbsstärke von Drillisch: MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica D, der den langfristigen Zugang zu ausreichenden mobilen Datenkapazitäten und neuesten Technologien sichert, das Markenportfolio mit 1&1 und Smartmobil, die starken Vertriebskanäle von 1&1

Der Mobilfunkmarkt ist seit zehn Jahren nicht gewachsen.

Telekommunikationsmärkte in Deutschland

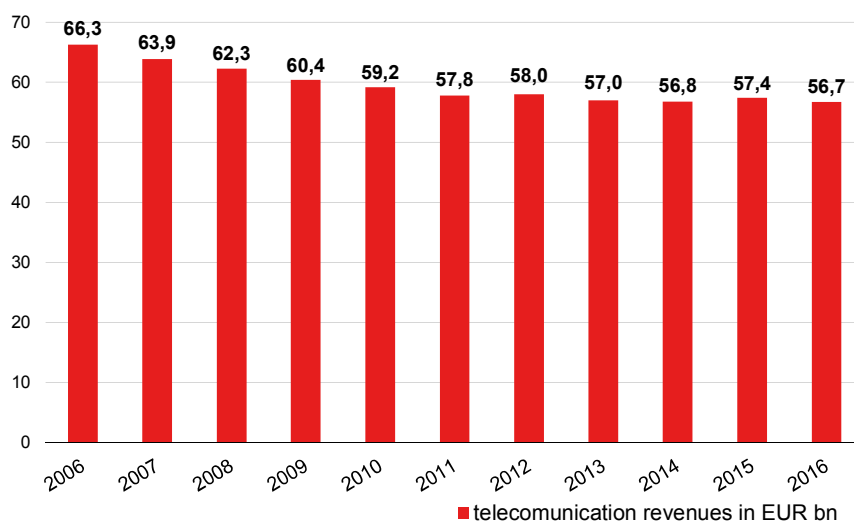
Die Mobilfunkumsätze in Deutschland sind in den letzten zehn Jahren mit ca. EUR 26 Mrd. nahezu unverändert geblieben.

Deutschland: Mobilfunkumsätze in EUR Mrd.



Quelle: Bundesnetzagentur, Warburg Research

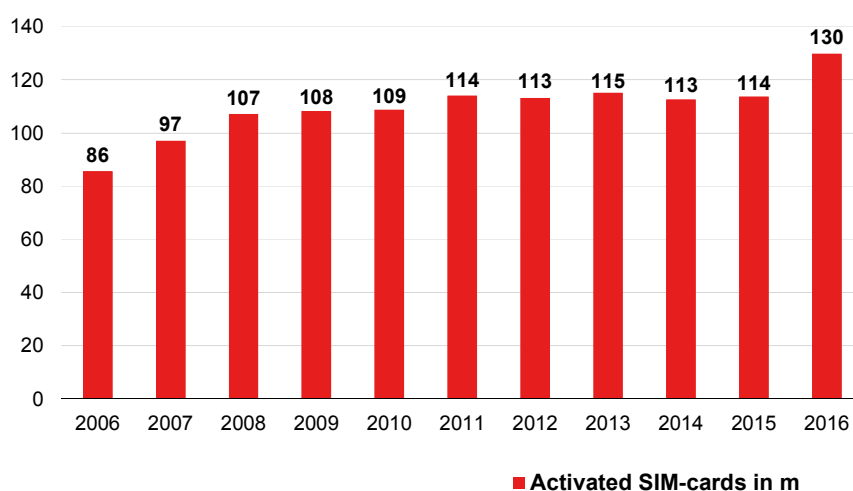
Im gleichen Zeitraum sanken die gesamten Telekommunikationsumsätze von EUR 66,2 Mrd. im Jahr 2006 auf EUR 56,7 Mrd. im Jahr 2016 – vor allem durch Regulierung und starken Wettbewerb.

Deutschland: Telekommunikationsumsätze in EUR Mrd.


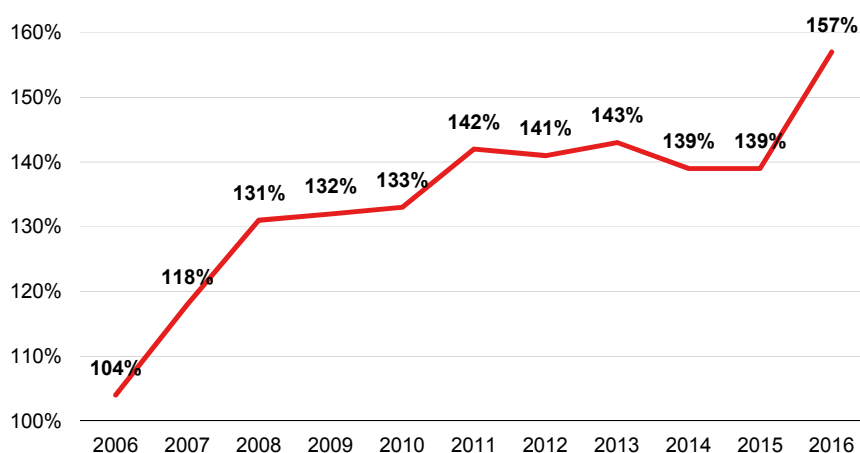
Quelle: Bundesnetzagentur, Warburg Research

Die Anzahl aktivierter SIM-Karten stieg von 109 Mio. im Jahr 2010 auf 130 Mio. im Jahr 2016. Die Statistik umfasst Prepaid- und Postpaid-SIM-Karten und impliziert eine Penetration von 157%.

Wir schätzen, dass die wichtigeren (vertragsbasierten) Postpaid-SIM-Karten einen Marktanteil von 51% bzw. 67 Mio. Karten haben. Ende September 2017 verfügte Drillisch über eine kombinierte Mobilfunkkundenbasis von 8,2 Mio., was einem Marktanteil (bei Postpaid-SIM-Karten) von 12,2% entspricht.

Deutschland: Aktivierte SIM-Karten in Mio.


Quelle: Bundesnetzagentur, Warburg Research

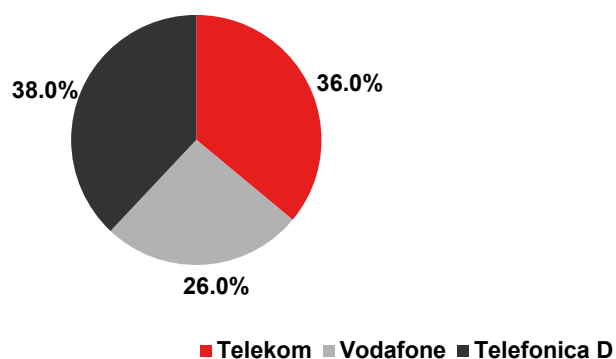
SIM-Karten-Penetration in Deutschland

Quelle: Bundesnetzagentur, Warburg Research

Der recht große Sprung in der Anzahl der SIM-Karten und der Penetration im Jahr 2016, wie in der obigen Grafik zu sehen ist, lässt sich zum Teil durch eine generelle Änderung der Zählweise erklären.

Der deutsche Markt besteht aus drei Netzbetreibern (Deutsche Telekom, Vodafone, Telefónica Deutschland), einem verbliebenen Mobilfunkanbieter, Freenet, und dem einzigen MBA-MVNO-Player Drillisch.

Der Marktanteil der drei Netzbetreiber ist nachfolgend dargestellt. Die Zahlen stammen aus den Q3/17-Finanzberichten. Der gesamte SIM-Kartenmarkt wird als Summe der gemeldeten SIM-Karten der Netzbetreiber definiert.

Netzbetreiber-SIM-Kartenmarkt in Q3/17

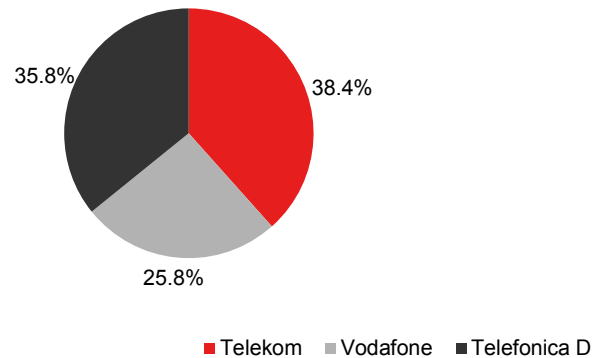
Quelle: Warburg Research

Wichtiger als die Gesamtzahl der SIM-Karten ist aus unserer Sicht die Zahl der Postpaid-Kunden. Postpaid-Kunden schließen in der Regel einen Vertrag für einen bestimmten Zeitraum ab und zahlen eine monatliche Nutzungsgebühr.

Basierend auf den Q3/17-Berichten bedienen die Netzbetreiber 66 Mio.

Mobilfunkteilnehmer. Die relevanten Marktanteile sind nachfolgend dargestellt.

Postpaid-SIM-Karten Q3/17 (Basis: 66 Mio. SIM-Karten)

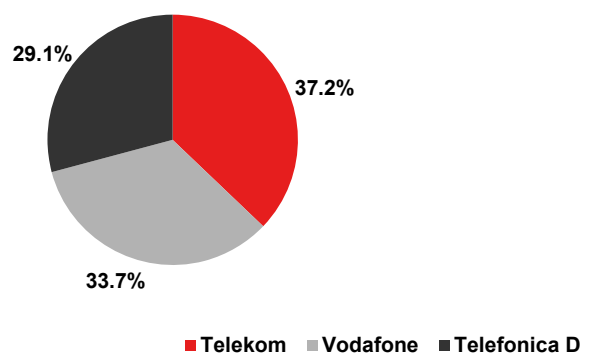


Quelle: Warburg Research

Drillisch hat mit 8,2 Mio. Teilnehmern einen Postpaid-Marktanteil von 12%.

In Q3/17 belief sich die Summe der Mobilfunkumsätze der Netzbetreiber auf EUR 4,61 Mrd. Davon hatte die Deutsche Telekom einen Marktanteil von 37,2%, Vodafone 33,7% und Telefónica Deutschland 29,1%.

Marktanteil der Netzbetreiber nach Mobilfunkumsätzen (Basis: EUR 4,61 Mrd.)



Quelle: Warburg Research

Analyse der Mobilfunktarife

Eine Analyse der aktuellen Tarifstruktur auf den deutschen Mobilfunkmärkten ist aufgrund der unterschiedlichen Paketpreisansätze der verschiedenen Anbieter schwierig.

Im europäischen Vergleich sind die **Tarife und Preise für mobiles Datenvolumen in Deutschland recht hoch**. Dies spiegelt zwar die derzeit gute Lage des deutschen Mobilfunkmarktes aus Sicht der Anbieter wider, **es besteht jedoch ein potenzieller Druck, dass sich die Lücke zwischen den Marktpreisen in Deutschland und den Preisen in anderen europäischen Ländern verkleinern oder sogar schließen könnte**. Nach unserer Einschätzung befindet sich Telefónica Deutschland in der schwierigsten Position von allen Netzbetreibern und könnte daher seine Tarifstruktur erheblich verändern – in der Hoffnung, Dynamik und Marktanteile zurückzugewinnen.

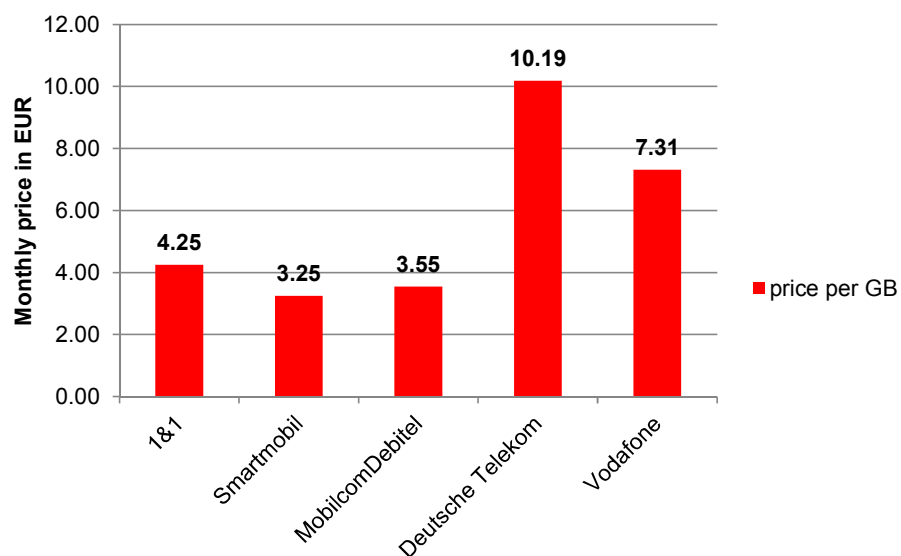
Beispielsweise suchte research.rewheel.fi in mehreren Ländern nach den günstigsten Tarifplänen für ein EUR-30-Paket. In Ländern wie Finnland, Irland, Dänemark, Bulgarien und Kroatien erhalten Verbraucher ein unbegrenztes mobiles Datenvolumen pro Monat, in Großbritannien und Frankreich ein monatliches Volumen von 100 GB, in Österreich 50 GB, in Italien 45 GB und in Deutschland nur 30 GB.

Berechnung der Paketpreise: Unser kalkulierter monatlicher Paketpreis beinhaltet die monatlichen Zahlungen für 24 Monate, Installationsgebühren und alle anderen vertraglichen Gebühren. Wir unterscheiden zwischen SIM-Only-Tarifen und Paketen mit mobilem Endgerät.

Allgemeine Feststellungen – SIM-Only-Tarife

- Die Tarife aller Anbieter sind so strukturiert, dass Pakete mit einem relativ geringen monatlichen mobilen Datenvolumen (<3 GB) eher teuer sind. Die monatlichen Preise sinken mit steigendem monatlichem Datenvolumen stark.
- Derzeit kosten Pakete für mobile Datenvolumen von weniger als 3 GB zwischen EUR 2,99 (MobilcomDebitel, Sonderangebot für 1 GB Volumen, 22 Mbit/s; O2-Netz) und EUR 36,66 (Vodafone) bzw. bezogen auf den Preis pro GB zwischen EUR 6,99 pro GB (WEB.DE und GMX) und EUR 21,22 pro GB (O2).
- Mobilfunknutzer zahlen zwischen EUR 26,26 (1&1) und EUR 72,26 (Telekom) für ein 10-GB-Paket bzw. zwischen EUR 2,62 (1&1) und EUR 7,23 (Telekom) pro GB.
- Die Marken 1&1, Smartmobil, WEB.DE und GMX (Drillisch-Marken) haben die attraktivsten Tarife.
- **Fazit:** Je höher das monatliche mobile Datenvolumen, desto niedriger sind die Preise pro GB. Die Deutsche Telekom und Vodafone sind die teuersten Anbieter, weisen aber auf ihre Premium-Netzqualität hin, um die Preisgestaltung zu rechtfertigen. Aus unserer Sicht rechtfertigt der Unterschied in der Netzqualität jedoch nicht die große Differenz bei den Paketpreisen oder den Preisen pro GB. Bei Paketen mit geringerem Volumen (<3 GB) sind einige Pakete bis zu 10-mal teurer als die billigsten. Die relativ hohen absoluten und prozentualen Preisunterschiede könnten potenziell verringert werden, wenn ein stärkerer Preiswettbewerb auf den Markt zurückkehrt.

Nachfolgend zeigen wir die Preise pro GB für ein mobiles Datenpaket von 4 GB. O2 (Telefónica Deutschland) wurde nicht berücksichtigt, da es derzeit nur mobile Datenpakete mit 1 GB oder 10 GB anbietet. Smartmobil (Drillisch) ist mit einem 5-GB-Paket und MobilcomDebitel mit einem 3-GB-Paket enthalten.

Preis pro mobilem GB in EUR für verschiedene Anbieter (5 GB Volumen)

Quelle: Warburg Research

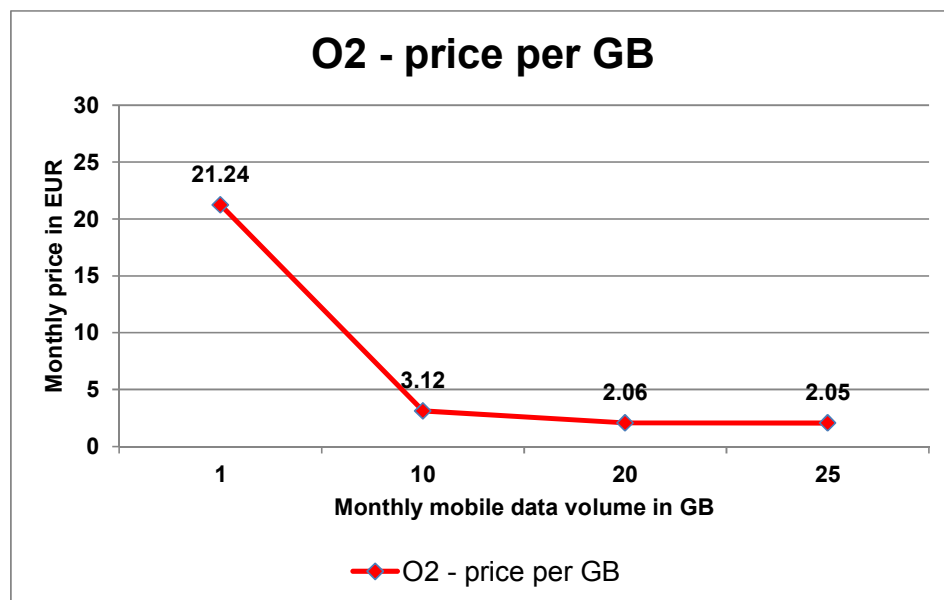
Die Marke Drillisch ist mit einem Tarif von EUR 3,25/GB die günstigste, während der vergleichbare Tarif der Telekom 3,1-mal bzw. 215% höher ist. Interessanterweise positioniert Drillisch seine Premiummarke 1&1 mit dem 4-GB-Preismodell 30% über der Marke Smartmobil (Preis pro GB). Noch wichtiger ist aus unserer Sicht der hohe Preisunterschied zwischen Deutsche Telekom und Vodafone. Die Deutsche Telekom verkauft ihr 4-GB-Paket zu einem Preis von EUR 10,19 pro GB, während Vodafone derzeit seinen 4-GB-Tarif zu einem Preis von EUR 7,31 pro GB vertreibt, was einer Preisdifferenz von 39% entspricht.

Preiselastizität der verschiedenen Anbieter

Wir definieren Preiselastizität als Preis pro mobiles GB für alternative monatliche mobile Datenvolumenpakete.

Telefónica Deutschland

Telefónica Deutschland: Preis pro GB für die Marke O2



Quelle: Warburg Research

Telefónica Deutschland will die Marke O2 als Premium-Service positionieren. Im SIM-Only-Tarif hat das 1-GB-Volumen einen sehr unattraktiven Preis von EUR 21,24 pro Monat und ist damit das teuerste aller mobilen Angebote. Im Gegensatz zum 1-GB-Paket kostet das 10-GB-Paket EUR 3,12 pro GB (bzw. EUR 31,24 als Monatstarif), was im Vergleich zu anderen Anbietern attraktiv ist: Telekom (EUR 7,23 pro GB bzw. EUR 72,26), Vodafone (8-GB-Angebot: EUR 4,64 pro GB bzw. EUR 37,10 pro Monat).

Die Tarifstruktur von Telefónica scheint offensichtlich darauf abzielen, den monatlichen ARPU zu erhöhen. Unserer Ansicht nach hofft das Unternehmen, dass Kunden sich für den 10-GB-Tarif entscheiden, auch wenn ihr Verbrauch deutlich unter dem inbegriffenen Volumen von 10 GB liegt.

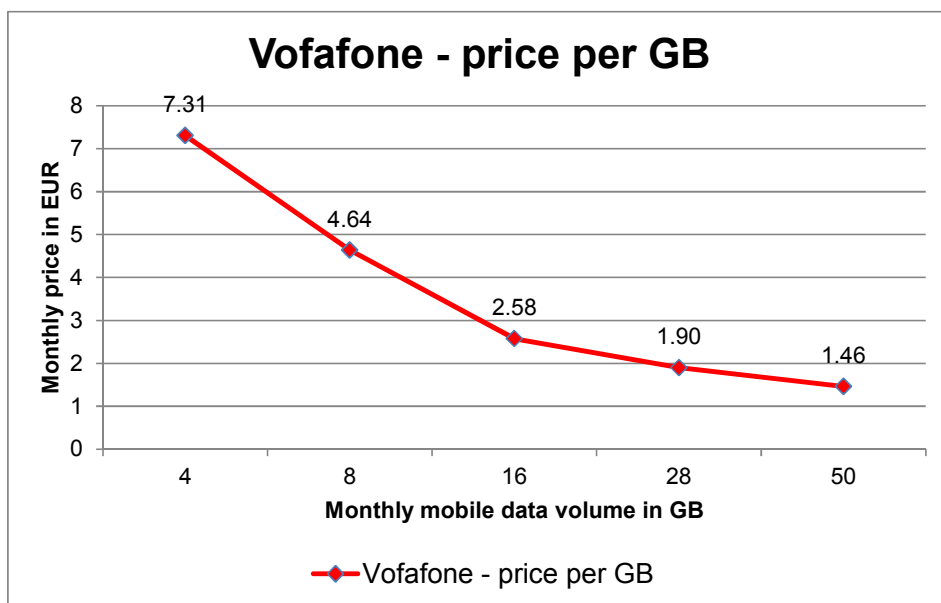
Telefónica Deutschland: SIM-Only-Tarife

Telefonica Deutschland				
monthly mobile data volume in GB	1	10	20	25
O2 - price per GB in EUR	21.24	3.12	2.06	2.05
O2 - subscription price	21.24	31.24	41.24	51.24

Quelle: Warburg Research

Vodafone

Vodafone: Preis pro GB in EUR



Quelle: Warburg Research

Vodafone: SIM-Only-Tarife

Vodafone

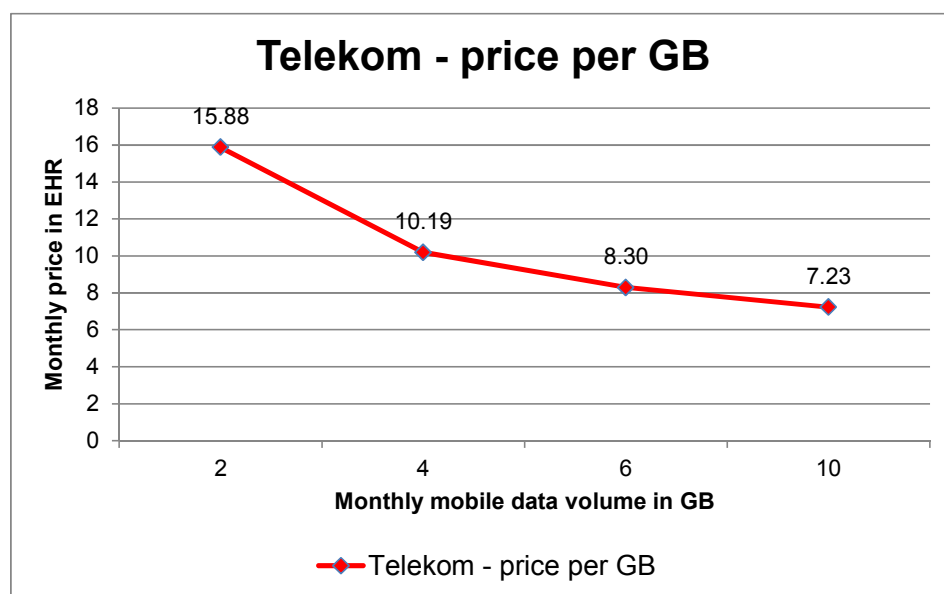
monthly mobile data volume in GB	4	8	16	28	50
Vodafone - price per GB in EUR	7.31	4.64	2.58	1.90	1.46
Vodafone - subscription price in EUR	29.22	37.10	41.22	53.22	73.10

Quelle: Warburg Research

Aus unserer Sicht ist Vodafone derzeit der aggressivste Player, der höhere Datenmengen verkauft. Der Preis pro GB sinkt von EUR 7,31 für das 4-GB-Datenvolumenpaket auf EUR 1,46 für das 50-GB-Paket. Darüber hinaus positioniert sich Vodafone derzeit aggressiv gegen die Deutsche Telekom, die nicht mehr als 10 GB an Privatkunden verkauft. Vodafone verkauft sein mobiles Datenvolumen von 16 GB für EUR 41,22 im Vergleich zu EUR 40,76 für 4 GB bei der Deutschen Telekom, was bedeutet, dass Vodafone viermal so viel Datenvolumen für fast denselben Preis bietet.

Deutsche Telekom

Deutsche Telekom: Preis pro GB in EUR



Quelle: Warburg Research

Deutsche Telekom: SIM-Only-Tarife

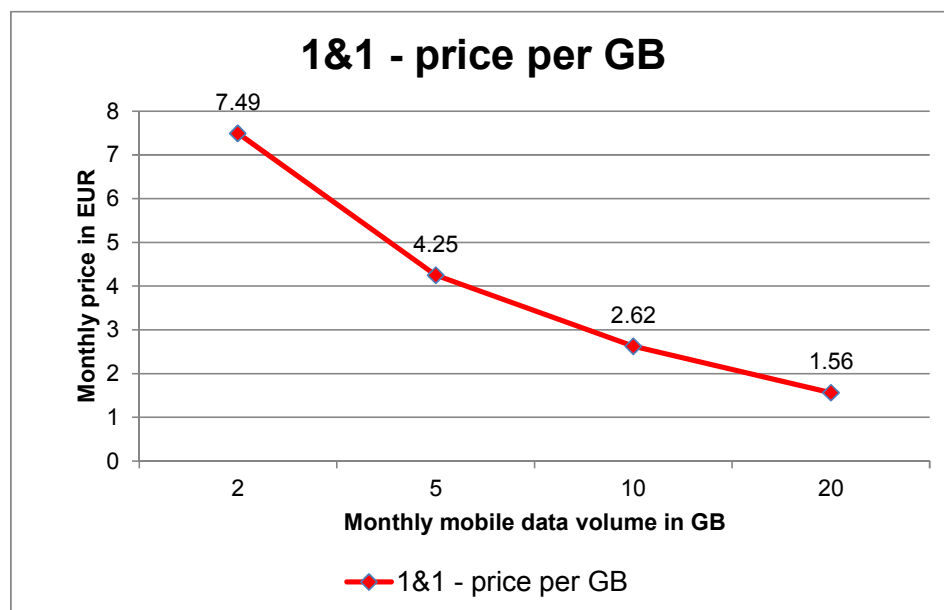
Deutsche Telekom

monthly mobile data volume in GB	2	4	6	10
Telekom - price per GB	15.88	10.19	8.30	7.23
Telekom - subscription price	31.76	40.76	49.77	72.26

Quelle: Warburg Research

Die Deutsche Telekom hat den geringsten Preistrückgang (gemessen als Preis pro GB) bei steigenden Datenvolumenpaketen. Für das 2-GB-Paket beträgt der Preis pro GB EUR 15,88 und für den 10-GB-Tarif EUR 7,23.

Die Deutsche Telekom vermarktet ihr Angebot als Premium-Service, da sie in Bezug auf Qualität und Geschwindigkeit das beste Netz betreibt. Darüber hinaus hat die Deutsche Telekom ihr Stream-on-Produkt vorgestellt, das mehrere kostenlose Musik- und Video-Streaming-Dienste umfasst. Dabei zahlen Nutzer weiterhin den monatlichen Abo-Preis, z. B. für Netflix, aber das für Netflix verbrauchte Datenvolumen zählt nicht zum monatlichen mobilen Datenvolumenpaket.

Drillisch – 1&1 Marke
1&1: Preis pro GB in EUR


Quelle: Warburg Research

1&1: SIM-Only-Tarife
Drillisch: 1&1

monthly mobile data volume in GB	2	5	10	20
1&1 - price per GB in EUR	7.49	4.25	2.62	1.56
1&1 - subscription price in EUR	14.99	21.24	26.24	31.24

Quelle: Warburg Research

Die Tarifstruktur von 1&1 ist im Zusammenhang mit Drillischs zweitwichtigster Marke Smartmobil zu sehen. Innerhalb des Drillisch-Markenportfolios soll 1&1 als Premium-Marke positioniert werden, während Smartmobil für preisbewusstere Kunden gedacht ist. Derzeit bietet Smartmobil ein mobiles Datenpaket von 1,5 GB für EUR 7,49 an und hat ein spezielles Angebot für 5 GB zu einem Preis von EUR 14,99. Die Tarifstruktur von Smartmobil ändert sich häufig. In der Woche zuvor hatte Smartmobil auch ein 3-GB-Angebot.

Wie die meisten anderen Anbieter senkt 1&1 den Preis pro GB bei steigendem Volumen erheblich. Während der Preis pro GB beim 2-GB-Angebot (EUR 14,99/Monat) EUR 7,49 beträgt, berechnet 1&1 nur EUR 2,62 pro GB für die 10-GB-Option (EUR 26,24).

Zusammenfassung

Der Vergleich von Preisen und Preisstrategien gestaltet sich schwierig, da die Anbieter häufig die monatlichen Paketpreise, das enthaltene monatliche mobile Datenvolumen oder die zusätzlichen Mehrwertdienste ändern.

Die Anbieter scheinen auch zu versuchen, Verbraucher zum Kauf eines höheren Datenvolumens zu bewegen und damit einen höheren ARPU zu erzielen. Aus unserer Sicht sind die Tarife für ein monatliches Datenvolumen von weniger als 3 GB immer noch recht teuer und weitere Preissenkungen sind wahrscheinlich.

Wichtig für unseren Drillisch-Investment-Case ist, dass Drillisch im Vergleich zu Telefónica Deutschland die gleiche Netzqualität in Paketen mit höherem Inklusivvolumen zu einem günstigeren Tarif anbietet. Unserer Meinung nach sollte der größte Teil der Bruttozugänge von Drillisch aus der Abwanderung von Tarifen der Marke Telefónica stammen.

MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica Deutschland

Im Rahmen der Bedingungen des Zusammenschlusses zwischen Telefónica und E-Plus entschied die EU, dass das fusionierte Unternehmen (Telefónica D und E-Plus) mindestens 20% der Mobilfunkkapazität für MVNOs bereitstellen muss.

Drillisch konnte sich die gesamte Netzkapazität sichern und damit seine Wettbewerbsstärke deutlich steigern. Nachfolgend fassen wir den Vertrag zwischen Drillisch und Telefónica Deutschland zusammen:

- **Vertragsdauer:** fünf Jahre mit zwei Verlängerungsoptionen für jeweils weitere fünf Jahre => garantierte Vertragslaufzeit von einem Jahr
- Der Vertrag **trat am 1. Januar 2015 in Kraft.** => Der Vertrag läuft bis 2030.
- **Vorabzahlung:** 2015 leistete Drillisch eine Vorauszahlung von EUR 150 Mio.
- **Netzkapazitäten und Gleitpfad:** Drillisch hat eine Garantie für den Erwerb von 20% der genutzten monatlichen Netzkapazität von Telefónica Deutschland abgegeben – unabhängig davon, ob Drillisch diese verkaufen kann. Die Netzkapazität wird über die mobile Datennutzung gemessen. Die Verpflichtung, die vollen 20% der genutzten Kapazität zu erwerben, tritt 2019 in Kraft. Zwischen 2015 und 2019 haben sich Drillisch und Telefónica auf einen Gleitpfad geeinigt. Die obligatorisch zu erwerbende Kapazität steigt mit der Zeit allmählich an, bis sie 20% erreicht.
- **Kapazitätsoption von 10%:** Der Vertrag beinhaltet eine 10%-Option, die es Drillisch erlaubt, zwischen 2015 und 2019 jederzeit bis zu 10% der genutzten Netzkapazität zusätzlich zu erwerben.
- **Technologie:** Drillisch erhält ohne Zeitverzögerung vollständigen Zugang zu allen Netzwerktechnologien und mobilen Datengeschwindigkeiten.
- **Ausbau der mobilen Datenkapazität:** Drillisch und Telefónica Deutschland haben sich bei Vertragsunterzeichnung auf eine Prognose für den erwarteten Ausbau der mobilen Datenkapazität bis 2019 geeinigt. Die Prognose war die Grundlage für alle Berechnungen. Darüber hinaus einigten sich beide Unternehmen darauf, dass Drillisch den gleichen Prozentsatz der genutzten mobilen Datenkapazitäten erwerben muss, auch wenn die genutzte Kapazität höher ist als die prognostizierte. Um das Bestandsrisiko für Drillisch zu begrenzen, hat Telefónica Deutschland zugesagt, erhebliche Preisnachlässe für Überkapazitäten zu gewähren.

Der Vertrag verschafft Drillisch eine hervorragende Wettbewerbsposition:

- Drillisch ist der einzige Anbieter ohne eigenes Netz, aber mit ähnlichen wirtschaftlichen Aspekten wie ein Netzbetreiber und dem gleichen Technologiezugang wie Telefónica Deutschland – bis 2030.
- Drillisch und Telefónica Deutschland haben keine Details zu den Kaufbedingungen für die mobilen Daten veröffentlicht. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese günstig sind, sodass bei voller Auslastung eine Bruttomarge von >60% erzielt werden kann.

Aus ökonomischer Sicht geht Drillisch ein Bestandsrisiko ein, da es das monatlich gelieferte mobile Datenvolumen bezahlen muss, auch wenn es nicht alle Volumina an seinen Kundenstamm verkaufen kann.

Der Vertrag wird von der EU geprüft. Telefónica Deutschland ist im Hinblick auf Vertragsverletzungen oder Nichteinhaltung der Bestimmungen in einer schwachen Position.

Guter Zugang zum Mobil- und Festnetz

Neben dem MBA-MVNO-Vertrag mit Telefónica Deutschland hat Drillisch nach dem Zusammenschluss mit 1&1 folgenden Zugang zu Mobilfunk- und Festnetzen:

- Pay-as-you-go-Verträge mit Vodafone und Telefónica Deutschland: 1&1 hat zwei sogenannte Pay-as-you-go-Verträge, d. h. 1&1 zahlt nur die monatlich genutzten mobilen Datenkapazitäten. Somit besteht kein Bestandsrisiko. Der Vertrag mit Vodafone gilt nur für 3,5G und kann 2018 gekündigt werden. Darüber hinaus hat 1&1 mit dem alten E-Plus einen Pay-as-you-go-Vertrag für 4G abgeschlossen. Auf der Grundlage dieses Vertrages liefert Telefónica Deutschland 4G-Technologie mit einer Geschwindigkeit von bis zu 20 Mbit/s.
- VDSL/DSL-Zugang: Drillisch hat Zugang zum Glasfasernetz von Versatel. Darüber hinaus kauft das Unternehmen DSL/VDSL-Verbindungen von der Deutschen Telekom.

Unserer Ansicht nach verfügt Drillisch über einen ausreichenden Zugang zu Mobilfunk- und Festnetzen, um flexibel auf mögliche Änderungen der Marktbedingungen reagieren zu können.

Mobilfunknetz-Verträge von Drillisch

Vodafone	Telefonica Deutschland	
▪ Pay-as-you-go MVNO contract for 3G and 3.5G access ▪ no LTE ▪ UI pays a fixed price per used voice minute and used mobile data volume (per Gbit)	MBA-MVNO Model ▪ Signed in 2014 as result of the EU remedy package for the takeover of E-Plus by Telefonica Deutschland ▪ 5-year period until 2019 with two renewal options for Drillisch => 15 year contract from DRI's perspective ▪ Initial Investment of EUR 150m ▪ Glide-path model: DRI is obliged to purchase 20% of the monthly used mobile data capacity from Telefonica Deutschland in 2019e. Between 2015 and 2019e there is a so called glide path model which defines DRI's monthly mobile data purchase volume obligation ▪ There are no restrictions on selling the capacity to wholesalers or other parties. Furthermore, there are no change-of-control parameters ▪ Efficient risk management: In the case that the used mobile data capacity of the network is higher as originally planned and estimated in 2014, Drillisch receives price discounts on the "access" capacity	Pay-as-you-go MVNO contract for 3G and 4G access ▪ MVNO contract is based on the contract which UI signed with E-Plus ▪ Currently limited access in terms of speed (only 22 Mbit/s) and coverage (no full LTE coverage on the TEF D network)

Quelle: Warburg Research

Erwartete Synergiepotenziale aus der Fusion von Drillisch und 1&1

1&1 von United Internet ist eine der stärksten Verbrauchermarken in Deutschland für Mobil- und Festnetzdienstleistungen sowie starke Online-Vertriebskanäle. Dennoch hatte sie keinen ausreichenden Zugang zu mobilen Datenkapazitäten und mobilen Technologien (z. B. 4G-Zugang). Daher hätte UI früher oder später einen klaren Wettbewerbsnachteil gegenüber Konkurrenten gehabt.

Wie bereits erwähnt, unterzeichnete Drillisch den MBA-MVNO-Vertrag, der für 15 Jahre ausreichende mobile Datenkapazitäten und Zugang zu allen Technologien sicherstellt. Im Hinblick auf das vorhandene Markenportfolio und die Vertriebskraft wäre es Drillisch jedoch wahrscheinlich nicht möglich gewesen, alle bereitgestellten mobilen Datenkapazitäten ohne starke Preissenkungen und Preiskämpfe zu verkaufen.

Die wichtigsten Synergiequellen liegen somit auf der Hand.

Die Kombination von 1&1 und Drillisch sollte zu einer deutlich besseren Ausnutzung des MBA-MVNO-Vertrages führen:

- Die Nettozugänge von 1&1 können sofort auf den MBA-MVNO-Vertrag übertragen werden, was einen erheblichen Einfluss auf das operative Ergebnis von Drillisch hat.
- In einer zweiten Phase können 1&1-Kunden im Vodafone-Netz (nur mit 3,5G-Technologie) schrittweise auf den MBA-MVNO-Vertrag umgestellt werden.
- Marktrepatriation: Vor dem Zusammenschluss herrschte ein harter Preiswettbewerb zwischen Drillisch und 1&1. Der Zusammenschluss sollte dazu beitragen, Preisstrategien und Tarife zu optimieren.
- Der Zusammenschluss von Drillisch und 1&1 erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die 10%-Kapazitätsoption genutzt werden kann.

Weitere Synergiepotenziale sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

Fusion von Drillisch und 1&1 Telecommunication SE: Erwartete Synergiepotenziale

MBA-MVNO contract	▪ Efficient utilization of network capacities by Drillisch from TEFD ▪ Expansion of product portfolio through secured access to future technologies ▪ Attractive purchasing terms by combining mobile data volumes	Synergies from 2018 onwards: ~ EUR 50m ~ EUR 150m p.a. expected in 2020 ~ EUR 250m p.a. expected by 2025
1 & 1 Versatel network	▪ Benefitting from 1 & 1 Versatel's second largest fibre-optic network in GER through Drillisch sales channels	
Marketing & brands	▪ Increased efficiencies in marketing and brand management by portfolio rationalization and leveraging 1 & 1 brand	
Procurement	▪ Enhanced joint purchase conditions for hardware, IT infrastructure and other services	Expected one-off implementation costs of ~EUR 50m
Cross-selling	▪ Distribution of 1 & 1 fixed broadband products through Drillisch shops	

Quelle: Warburg Research

Operative und strategische Flexibilität

Drillisch hat sich langfristigen Zugang zu Mobilfunk- und Festnetzen sowie zu den neuesten Technologien mit ausreichenden Kapazitäten gesichert. Die Verfügbarkeit von Mobilfunk- und Festnetzkapazitäten lässt sich mit der riesigen Festnetz- und Mobilfunkkundenbasis sowie deren starken Marken- und Kundenbeziehungen kombinieren. Drillisch muss nicht in neue Netze oder Kapazitäten investieren, da dies die Vertragspartner übernehmen (zum Beispiel Versatel, Deutsche Telekom, Telefónica Deutschland).

Netzzugang, Kundenstamm, Vertriebskanäle und Marken können kombiniert werden, um flexibel auf sich ändernde Marktbedingungen zu reagieren. Beispielsweise könnte Drillisch bei Bedarf mobile, Festnetz- und IP-TV-Dienste bündeln.

Unserer Ansicht nach gibt es in den Telekommunikationsmärkten kein anderes Unternehmen mit einer so starken Kombination. Die Deutsche Telekom und Vodafone zum Beispiel haben starke Marken, Netzwerke und Vertriebskanäle. Im Vergleich zu Drillisch sind beide jedoch kapitalintensiv, da sie in Netzwerke und Lizenzen investieren müssen. Aus unserer Sicht haben die Deutsche Telekom und Vodafone die gleiche Flexibilität, aber wesentlich höhere Investitionsquoten und Technologierisiken.

Mögliche Risikofaktoren für unsere Investmentthese

Potenzial eines neuen harten Preiswettbewerbs

Die erste und wichtigere der beiden Hauptannahmen unserer Investmentthese ist, dass das Wettbewerbsniveau auf dem deutschen Telekommunikationsmarkt im Laufe der Zeit unverändert bleibt.

- Im europäischen Vergleich sind die Preise für mobile Datenkapazitäten in Deutschland nach wie vor auf einem hohen Niveau. In vielen anderen europäischen Ländern liegen die Paketpreise unter dem deutschen Preisniveau, beinhalten weitaus höhere Datenkapazitäten und in vielen Ländern sogar unbegrenztes Volumen.
- In unserem Szenario wäre Telefónica Deutschland in der schwächsten Position. Das Unternehmen kann in Bezug auf Netzqualität und Marke nicht mit der Deutschen Telekom und Vodafone mithalten. Im eigenen Netz besteht ein Preiswettbewerb durch Drillisch, was zu einem strukturellen Rückgang der direkten Kundenbasis führen sollte. Diese herausfordernde Situation könnte Telefónica D dazu veranlassen, die Preise drastisch zu senken oder das monatliche Datenvolumen zu erhöhen, um Wettbewerbsdynamik und Marktanteile zurückzugewinnen. Ein solcher Schritt würde sich deutlich auf unseren Investment Case auswirken.

Höhe des genehmigten Kapitals

Die zweite Hauptannahme unseres Investment Case basiert auf dem Capex-Light-Geschäftsmodell von Drillisch, das einen starken Free Cash Flow generiert. Drillisch wird im Januar 2018 eine außerordentliche Hauptversammlung abhalten. Unter anderem wird **Drillisch die Aktionäre bitten, dem Management die Zustimmung zur optionalen Erhöhung des Eigenkapitals um maximal 97,2 Mio. Aktien zu erteilen, was 55% der derzeit ausstehenden Aktienanzahl von 176,76 Mio. Aktien bzw. einer Marktbewertung von EUR 6,5 Mrd. entspricht.**

Außerdem sollten die Aktionäre dem Management die Erlaubnis erteilen, Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von bis zu EUR 10 Mrd. zu begeben.

Unserer Ansicht nach handelt es sich dabei nicht um eine alltägliche Kapitalermächtigung, um dem Management ein gewisses Maß an Flexibilität zu geben. Es ist eine enorme Menge an zusätzlichem Kapital. Wenn Drillisch von beiden

Ermächtigungen Gebrauch macht, wird sich unser Investment Case erheblich verändern.

Drillischs gegenwärtige Strategie erscheint recht einfach (Ausnutzung des MBA-MVNO-Vertrages) und erfordert keine großen Investitionen (WRe: EUR <100 Mio.). Ein derart großer Bedarf an genehmigtem Kapital lässt jedoch vermuten, dass Drillisch möglicherweise den Erwerb von Vermögenswerten oder Unternehmen plant – vielleicht im Festnetzbereich. Dies würde unseren Investment Case deutlich verändern: von einer aktionärsfreundlichen Capex-Light-Dividendenpolitik mit starkem Free Cash Flow zu einem potenziell M&A-getriebenen, investitionsintensiven Investment Case. Dies wäre ein klarer Game-Changer.

Corporate Governance

Ein solches Szenario würde sofort die Frage der Corporate Governance aufwerfen. Ralph Dommermuth, CEO von United Internet, hält >40% der Unternehmensanteile. Versatel ist eine 100%ige Tochter von United Internet, die das zweitgrößte Glasfasernetz in Deutschland betreibt. Strategie ist es, immer mehr Haushalte, alternative Netze und Unternehmen anzuschließen. Aus strategischer Sicht könnte für Herrn Dommermuth jedoch eine Kombination von Kunden (Eigentum von Drillisch) und Netzwerk (Eigentum von United Internet) sinnvoll sein. Dommermuth wird ab Januar 2018 CEO von Drillisch.

Wachstum / Finanzen

- Beschreibung und Einschätzung des Übernahmeprozesses
- Die Zahl der mobilen Internetteilnehmer wird voraussichtlich von 8,31 Mio. Ende 2017e auf 12,16 Mio. Ende 2020e steigen.
- Für 2020e erwarten wir einen Konzernumsatz von EUR 4,59 Mrd. und ein EBITDA von EUR 1,32 Mrd.

**Erwartetes EBIT-Wachstum bis 2020e
beruht auf Kunden- und ARPU-
Wachstum sowie Kostensynergien**

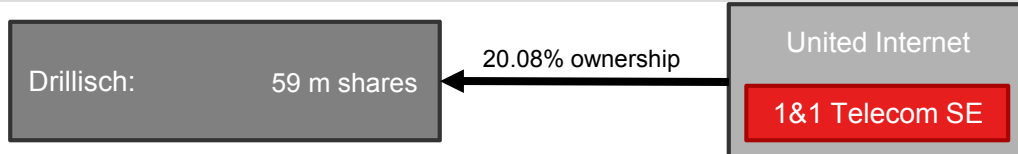
Einschätzung des Übernahmeprozesses

- Am 12. Mai 2017 gaben Drillisch und United Internet bekannt, dass Drillisch die 1&1 Telecommunication SE übernimmt. Dazu gehören das DSL/VDSL- sowie das Mobilfunkgeschäft, hauptsächlich mit Privatkunden. Nicht enthalten waren das Großhandelsgeschäft, das Glasfasernetz von Versatel und die B2B-Telekommunikationsaktivitäten von 1&1.
- Die Transaktion war als sogenannter Reverse IPO auf Basis von Bewertungs-Umtauschverhältnissen strukturiert.
- UI übertrug die oben beschriebenen Vermögenswerte an Drillisch. Im Gegenzug erhielt UI über zwei Kapitalerhöhungen 117 Mio. neue Drillisch-Aktien. Die Gesamtzahl der Drillisch-Aktien stieg von 59 Mio. auf 176 Mio. Einschließlich der 20%igen DRI-Beteiligung von UI vor der Transaktion besitzt UI nach dem Deal 72% bzw. 129,5 Mio. Drillisch-Aktien.
- Die Transaktion bewertete Drillisch mit EUR 2.988 Mio. bzw. EUR 50 je Drillisch-Aktie (vor Kapitalerhöhung) und 1&1 SE Telecommunication SE mit EUR 3.850 Mio. Das wertmäßige Umtauschverhältnis zwischen Drillisch und 1&1 Telecommunication SE betrug somit 1:1,9.
- Die Fusion wurde am 8. September abgeschlossen.
- Aufgrund des Reverse Takeovers setzt sich das 2017e-Ergebnis von Drillisch aus zwölf Monaten 1&1-Ergebnissen und vier Monaten Drillisch-Ergebnissen (alt) zusammen.

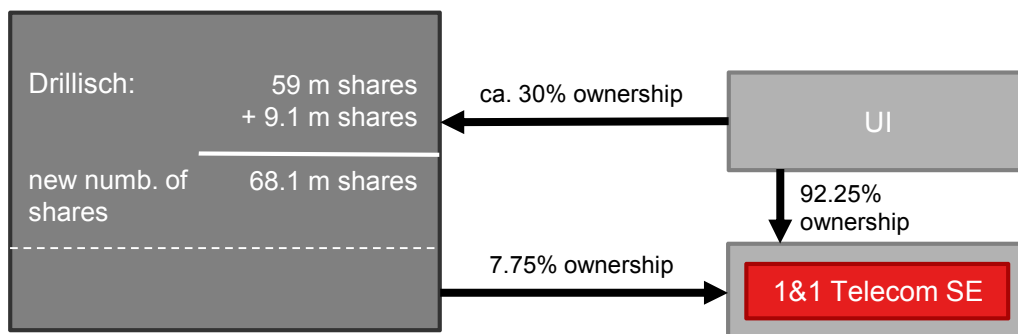
Die folgende Darstellung zeigt den Reverse-Takeover-Prozess.

Reverse-Takeover-Prozess Drillisch und 1&1

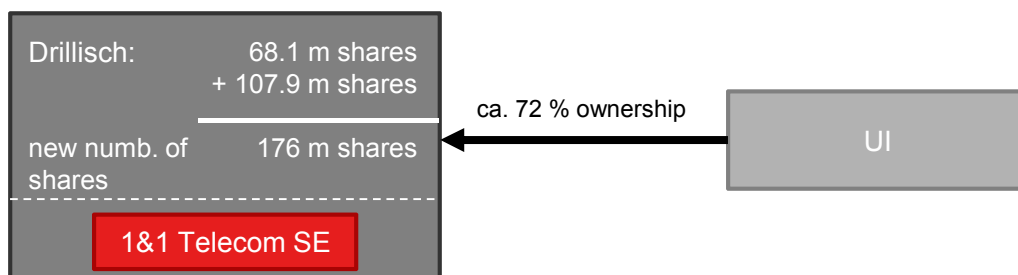
Pre transaction:



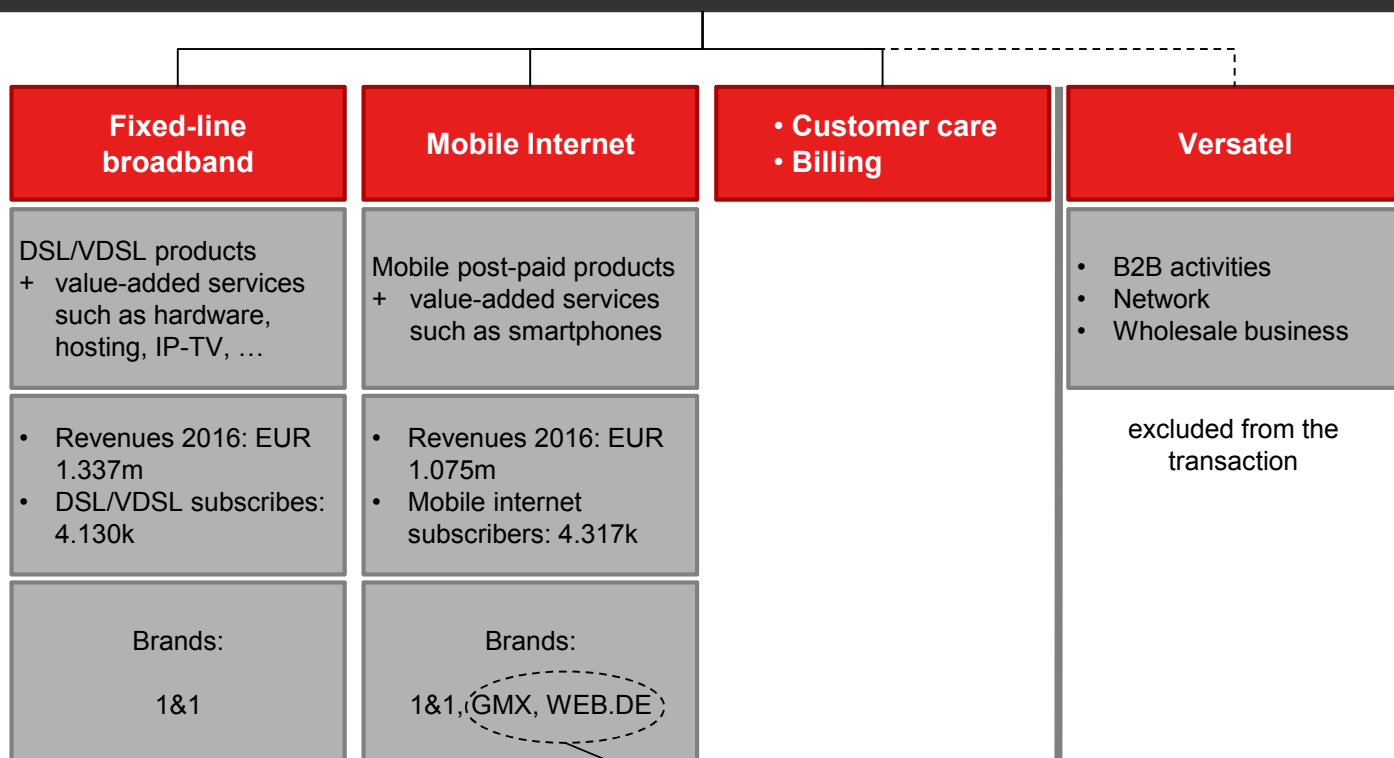
Transaction step 1:



Transaction step 2:



Quelle: Warburg Research

1&1 Telecommunication SE: An Drillisch übertragene Vermögenswerte
1&1 Telecommunication SE


brands remain at UI

Quelle: Warburg Research

1&1 Telecom: Businessplan vor der Transaktion

Die folgende Tabelle zeigt den Businessplan von 1&1 zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Transaktion. Der Businessplan wurde im Bewertungsbericht veröffentlicht.

1&1: Businessplan vor der Fusion (eigenständiges Unternehmen)

in EUR m	historical			planned					CAGR
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	'16-'21
Sales	2020	2255	2431	2671	2889	3123	3337	3522	
change		11.6%	7.8%	9.9%	8.1%	8.1%	6.9%	5.6%	7.7%
Material Expenses	1462	1558	1699	1886	2032	2200	2324	2468	
change		6.6%	9.1%	11.0%	7.7%	8.3%	5.6%	6.2%	7.8%
Gross Profit	558	697	733	785	856	922	1013	1054	
Margin	27.6%	30.9%	30.1%	29.4%	29.6%	29.5%	30.4%	29.9%	
change		24.9%	5.2%	7.1%	9.0%	7.7%	9.9%	4.0%	7.5%
Administrative and general Expense	312	396	356	335	344	356	361	367	0.6%
Other Operating Income	23	19	23	21	22	22	22	23	0.0%
Other Operating Expenses	8	28	19	17	23	24	25	26	6.1%
EBIT	261	292	380	454	510	564	649	685	
Margin	12.9%	12.9%	15.6%	17.0%	17.7%	18.1%	19.5%	19.4%	
change		11.9%	30.1%	19.5%	12.3%	10.6%	15.1%	5.5%	12.5%
Depreciation	23	22	9	18	20	26	26	26	25.2%
EBITDA	284	314	389	472	531	590	675	711	
Margin	14.0%	13.9%	16.0%	17.7%	18.4%	18.9%	20.2%	20.2%	
change		10.6%	23.9%	21.3%	12.5%	11.1%	14.4%	5.3%	12.8%
Financial result	-9	-18	-11	-6	-2	-2	-4	-3	
Non-recurring result	119								
Expense from transfer of profits	119	1	1						
EBT	252	273	369	448	508	562	645	682	
Margin	12.5%	12.1%	15.2%	16.8%	17.6%	18.0%	19.3%	19.4%	
change		8.3%	35.2%	21.4%	13.4%	10.6%	14.8%	5.7%	13.1%
Income Taxes	81	85	112	133	151	167	191	202	12.6%
Effective tax rate	32.3%	31.2%	30.3%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	
Net Income	170	188	257	315	357	395	453	479	
Margin	8.4%	8.3%	10.6%	11.8%	12.4%	12.7%	13.6%	13.6%	
change		10.6%	36.7%	22.6%	13.3%	10.6%	14.7%	5.7%	13.3%

Quelle: Warburg Research

Vor dem Zusammenschluss rechnete 1&1 als eigenständiges Unternehmen mit einer Umsatzsteigerung von 7,7% CAGR (16–21e) auf EUR 2,522 Mio. Unseres Erachtens nach basierte das erwartete Wachstum auf einem Mix aus ARPU- und Teilnehmerwachstum. Für das Festnetz prognostizierte UI ein Umsatzwachstum von 4,3% CAGR (16–21e) auf EUR 1,7 Mrd. Der Businessplan sieht die Einführung eines eigenen IP-TV-Produkts sowie die Annahme einer Migration von Bestandskunden auf Produkte mit höherer Bandbreite und höherem ARPU vor.

Im Bereich des mobilen Internets erwartete UI ein Umsatzwachstum von 12% CAGR (16–21e) auf EUR 1,82 Mrd., das aus unserer Sicht vor allem auf Kundenwachstum basieren sollte.

Während ein Umsatzwachstum (CAGR 16–21e) von +7,7% prognostiziert wurde, wurde ein EBITDA-Wachstum von 12,8% auf EUR 711 Mio. erwartet. Zwischen 2016 und 2021e sollte die EBITDA-Marge von 1&1 von 16,0% auf 20,2% steigen.

Zwischen 2016 und 2021e sollten die Umsatzkosten proportional zum Umsatz steigen. Die Margenausweitung bezog sich daher im Wesentlichen auf sonstige Aufwendungen, Marketingaufwendungen und Verwaltungsaufwendungen, die in diesem Zeitraum nahezu unverändert bleiben sollten.

Drillisch: Businessplan vor der Transaktion

Die folgende Tabelle zeigt den Businessplan von Drillisch zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Transaktion. Der Businessplan wurde im Bewertungsbericht veröffentlicht.

Drillisch: Businessplan vor der Fusion (eigenständiges Unternehmen)

in EUR m	historical			planned				CAGR	
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	16-'21
Sales	290	499	567	699	823	953	1,045	1,125	
change		72.1%	13.6%	23.3%	17.7%	15.8%	9.7%	7.7%	14.7%
Material Expenses	147	244	309	373	433	517	569	608	
change		66.0%	26.6%	20.7%	16.1%	19.4%	10.1%	6.9%	14.5%
Gross Profit	143	255	258	326	390	436	476	517	
Margin	49.3%	51.1%	45.5%	46.6%	47.4%	45.8%	45.6%	46.0%	
change		78.3%	1.2%	26.4%	19.6%	11.8%	9.2%	8.6%	14.9%
Personnel Expenses	25	38	49	52	56	59	61	62	4.8%
Other Operating Income	1	15	14	6	6	7	8	9	-8.5%
Other Operating Expenses	36	116	101	109	109	109	113	117	3.0%
Other Capitalised Services	2	2	2						
Adjusted EBITDA	85	118	125	174	235	278	313	348	
Margin	29.3%	23.6%	22.0%	24.9%	28.6%	29.2%	30.0%	30.9%	
change		38.8%	5.9%	39.2%	35.1%	18.3%	12.6%	11.2%	22.7%
Depreciation	10	36	61	49	33	31	27	23	-17.7%
EBIT	75	82	64	125	202	247	286	325	
Margin	25.9%	16.4%	11.3%	17.9%	24.5%	25.9%	27.4%	28.9%	
change		9.3%	-22.0%	95.3%	61.6%	22.3%	15.8%	13.6%	38.4%
EBT	73	66	56	124	201	247	286	325	42.1%
Taxes on Income	23	20	29	35	62	74	88	101	28.3%
Tax Rate	31.0%	30.3%	52.4%	28.4%	31.0%	30.1%	30.9%	31.2%	
Net Income	50	46	27	89	139	173	198	224	
Margin	17.2%	9.2%	4.8%	12.7%	16.9%	18.2%	18.9%	19.9%	
change		-8.0%	-41.3%	229.6%	56.2%	24.5%	14.5%	13.1%	52.7%

Quelle: Warburg Research

Zwischen 2016 und 2021e sollte der Umsatz von EUR 567 Mio. auf EUR 1.125 Mio. bzw. um 14,7% CAGR (16–21e) steigen. Das Umsatzwachstum basierte auf einer Mischung aus ARPU- und Kundenwachstum. Im gleichen Zeitraum sollte das EBITDA um das 2,77-fache auf EUR 348 Mio. bzw. um 22,8% CAGR (16–21e) steigen, was eine Erhöhung der EBITDA-Marge von 22,0% im Jahr 2016 auf 31,0% im Jahr 2021e bedeutet.

Wesentliche Treiber des EBITDA-Wachstums sind der Personalaufwand, der nur um +5,2% CAGR (16–21e) steigen sollte, und sonstige Personalkosten, die im Zeitablauf nahezu unverändert bleiben sollten.

KPI-Analyse für die Drillisch NewCo, Drillisch alt und 1&1

Wir bereits erwähnt, setzen sich die 9M-Ergebnisse von Drillisch aus (1) neun Monaten 1&1 Telecommunication SE und (2) zwei Monaten Drillisch (alt, September) zusammen.

Auf den ersten Blick erscheint eine Analyse der veröffentlichten Ergebnisse eher schwierig, da Drillisch die Offenlegung im Vergleich zur vorherigen Berichterstattung deutlich reduziert hat.

Eine Kombination der 9M-KPI-Tabelle von United Internet, den Zahlen im Bewertungsbericht und den 9M-Ergebnissen von Drillisch lässt jedoch einige Schlussfolgerungen zu.

Berechnung des gewichteten ARPU für die 9M/17-Ergebnisse von 1&1

- Wir schätzen den Umsatz von Drillisch als eigenständiges Unternehmen im September auf rund EUR 55 Mio. Dieser Wert kann von dem ausgewiesenen 9M/17-Umsatz des fusionierten Unternehmens (neun Monate 1&1, ein Monat Drillisch) in Höhe von EUR 1.965 Mio. abgezogen werden. Somit lag der Umsatz der 1&1 Telecommunications SE nach unseren Annahmen bei EUR 1.910 Mio.
- Basierend auf dem 9M/17-Bericht von United Internet belief sich die DSL/VDSL-Kundenbasis auf 4,33 Mio. und die Zahl der mobilen Internetkunden auf 4,71 Mio.
- Aus den Kundenzahlen errechnen wir eine durchschnittliche Gesamtkundenzahl in den ersten 9M/17 von 8,26 Mio.
- **Der Umsatz von 1&1 in Höhe von EUR 1,91 Mrd. lässt sich durch die durchschnittliche Anzahl der Gesamtkunden dividieren, sodass sich ein ARPU von EUR 25,68 ergibt.**

Die folgende Tabelle fasst unseren Ansatz zusammen.

Berechnung des gewichteten ARPU für 1&1Telecommunication SE

1&1 reported 9m/17 group revenues in EUR m	1,965
1 month contribution of Drillisch in EUR m (WRe)	55
Calculated 9m/17 1&1 revenues in EUR m (WRe)	1,910
1&1 total customer base as of 31.12.2016 (DSL and mobile) in m	8.54
1&16 total customer base as of 30.09.2017 (DSL and mobile) in m	9.04
Average total customer base in m	8.26
blended ARPU/month (WRe) in EUR	25.68

Quelle: Warburg Research

KPI-Analyse für 1&1 Telecommunication SE

Der (im Mai 2017 im Rahmen des angekündigten Reverse Takeover veröffentlichte) Bewertungsbericht zeigt die historischen Zahlen und den Businessplan der 1&1 Telecommunication SE.

Die folgende Tabelle zeigt die Finanzzahlen für die Jahre 2014–2017e sowie unsere Berechnungen für wichtige KPIs.

- Gewichteter ARPU: Konzernumsatz dividiert durch die Gesamtzahl der Kunden (DSL/VDSL + mobiles Internet).
- Mobil-ARPU: Mobilfunkumsätze dividiert durch die Anzahl der mobilen Internetteilnehmer. Der ARPU umfasst Umsätze aus Serviceleistungen, Mehrwertdiensten und

Hardware (Smartphones).

- Breitband-ARPU: Festnetzumsatz dividiert durch den DSL/VDSL-Kundenstamm. Der ARPU beinhaltet Service-, Hardware- und Mehrwertdienstumsätze (z. B. IP-TV).
- Die 2017e-Zahlen sind unsere Annahmen auf Basis der Q2/17- und 9M/17-Ergebnisse von UI sowie des 9M/17-Berichts von Drillisch.

KPI-Tabelle 1&1 Telecommunication SE

1&1 Telecommunication SE	2013	2104	2015	2016	2017e
Group Revenues in EUR m		2,020	2,255	2,431	2,522
change			11.6%	7.8%	3.7%
DSL complete customers in m	3.18	3.47	4.08	4.22	4.36
change		9.1%	17.6%	3.4%	3.3%
Mobile Internet customers in m	1.98	2.6	3.48	4.31	4.84
change		31.3%	33.8%	23.9%	12.3%
Revenues Other in EUR m	130	98	66	55	38
Total subscriber base in m	5.16	6.07	7.56	8.53	9.2
change		17.6%	24.5%	12.8%	7.9%
Blended ARPU/year in EUR		342	321	295	280
Blended ARPU/month EUR		28.5	26.8	24.6	23.4
change			-6.2%	-8.1%	-5.1%
Fixed-line revenues in EUR m		1,270	1,317	1,337	1,385
Revenues Other in EUR m		98	66	55	38
Fixed-line revenues DSL/VDSL in EUR m		1,172	1,251	1,282	1,347
change			6.7%	2.5%	5.1%
ARPU Broadband in EUR		29.37	27.62	25.74	26.17
Mobile Revenues in EUR m		732	905	1,075	1,175
change			23.6%	18.8%	9.3%
ARPU mobile in EUR		26.64	24.81	23.00	21.40
change			-6.9%	-7.3%	-6.9%

Quelle: Warburg Research

Es gibt einige interessante Erkenntnisse:

- Der gewichtete ARPU sank im Jahr 2015 um -6,2% auf EUR 26,80, im Jahr 2016 um -8,1% auf EUR 24,60 und für 2017e erwarten wir einen Rückgang von -5,1% auf EUR 23,40. Der Trend kann durch die Analyse des ARPU-Trends für Breitband und Mobilfunk erklärt werden.
- Der Breitband-ARPU lag 2014 bei EUR 29,37 und sank im Jahr 2016 um -12,5% auf EUR 25,74. 2015 übertrug UI die Versatel-DSL-Kundenbasis auf 1&1, die einen niedrigeren ARPU (WRe: EUR ~25) und damit einen negativen Effekt auf den Breitband-ARPU hatte. Darüber hinaus begann UI mit der Migration von Kunden auf VDSL-Verträge und höhere Bandbreiten und gewährte vielen Kunden in den ersten 12 Monaten einen Rabatt. Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass die Anteile der Bruttozugänge von WEB.DE- und GMX-DSL/VDSL-Kunden im Laufe der Zeit gestiegen sind. DSL- und VDSL-Kunden, die von WEB.DE und GMX stammen, haben in der

Regel einen niedrigeren ARPU.

- Wir gehen davon aus, dass der Breitband-ARPU im Jahr 2017e leicht von EUR 25,74 auf EUR 26,17 ansteigen wird, da die den Kunden gewährten 12-Monats-Rabatte auslaufen und immer mehr Kunden den vollen Vertragspreis zahlen. Dies wirkt sich positiv auf den ARPU aus.
- Der Mobil-ARPU sank deutlich von EUR 26,64 im Jahr 2014 auf EUR 21,40 im Jahr 2017e (WRe) bzw. um fast -20%. Als wesentliche Gründe hierfür sehen wir zum einen den starken Preiswettbewerb zwischen Drillisch und United Internet und zum anderen den allmählichen Anstieg des WEB.DE- und GMX-Anteils bei den Bruttozugängen im Laufe der Zeit. Kunden, die über WEB.DE und GMX gewonnen werden, haben einen wesentlich niedrigeren ARPU und melden sich in der Regel für ein SIM-Only-Produkt an.

KPI-Analyse für Drillisch alt

Die folgende Tabelle zeigt die quartalsweise veröffentlichten ARPU-Zahlen von Drillisch alt (eigenständiges Unternehmen) für den Zeitraum Q1/16–Q2/17.

Drillisch alt: ARPU gemäß den Quartalsabschlüssen

	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16	Q1/17	Q2/17
MVNO subscribers in k	2,712	2,922	3,138	3,359	3,548	3,707
<i>change qoq</i>		7.7%	7.4%	7.0%	5.6%	4.5%
ARPU gross in EUR	14.31	15.18	15.44	15.02	14.54	14.52
ARPU net in EUR	12.66	13.27	13.22	12.63	12.16	12.2

Quelle: Warburg Research

- Brutto-ARPU: Grundlage sind die theoretischen MVNO-Umsätze, die Drillisch ohne Rabatte in den ersten 12 Monaten der Vertragslaufzeit erzielen würde. Der Brutto-ARPU entspricht den theoretischen (oder Brutto-)MVNO-Umsätzen dividiert durch die durchschnittliche Anzahl der MVNO-Teilnehmer.
- Netto-ARPU: MVNO-Umsätze, die in der Periode abgerechnet wurden, dividiert durch die durchschnittliche Anzahl der MVNO-Teilnehmer.
- **Der Netto-ARPU erreichte mit EUR 13,27 in Q2/16 einen Spitzenwert und stabilisierte sich in Q1/17 und Q2/17 bei EUR 12.**
- Die historische ARPU-Tabelle von Drillisch bestätigt unsere eigenen KPI-Berechnungen für Q3/17, die wir aus dem veröffentlichten Bewertungsbericht abgeleitet haben.

Drillisch: Historische Zahlen und Erwartungen für 2017e (eigenständiges Unternehmen)

Drillisch stand alone	2014	2015	2016	2017e
MVNO Revenues in EUR m	n.a.	398	483	575
<i>change</i>			21%	19%
Hardware Revenues in EUR m	n.a.	63	50	35
<i>change</i>			-21%	-30%
Other Revenues ind EUR m	n.a.	38	33	20
<i>change</i>			-13%	-39%
Group Revenues in EUR m	290	499	566	630
<i>change</i>		72%	13%	11%
Total customer base in k	2,070	2,678	3,430	3,945
Other customers in k	142	91	71	55
MVNO customers in k	1,928	2,587	3,359	3,890
Budget customers in k	1,211	1,932	2,863	3,243
volume customers in k	655	717	496	464
Blended ARPU/year in EUR	140	186	147	151
blended ARPU/month in EUR	11.67	15.53	12.28	12.54

Quelle: Warburg Research

- Die Umsatzzahlen wurden dem Bewertungsbericht entnommen.
- Die 2017e-Erwartungen sind unsere Annahmen für Drillisch als eigenständiges Unternehmen.
- Die ARPU-Zahlen für 2015 sind durch die Akquisition von yourfone verzerrt.
- **Der gewichtete ARPU für 2016 und 2017e liegt bei EUR 12,28 und EUR 12,54. Die ARPU-Berechnung berücksichtigt jedoch auch Hardwareumsätze. Ohne Hardwareumsätze würde der ARPU ungefähr auf dem gleichen Niveau liegen wie in der historischen Quartalstabelle von Drillisch.**

Berechnung des gewichteten Mobil-ARPU für die Drillisch NewCo

Unsere Berechnungen und Annahmen in den obigen Kapiteln erlauben es uns, einen gewichtet Mobil-ARPU für die Drillisch NewCo zu berechnen.

Mobil-ARPU der Drillisch Newco

Drillisch -old- ARPU 2017e in EUR	12.2
Drillisch -old- average MVNO customer base 2017e in k	3,625
1&1 ARPU mobile 2017e in EUR	21.40
1&1 average customer base 2017e in k	4575
ARPU mobile for Drillisch NewCo 2017e in EUR	17.33

Quelle: Warburg Research

Aus den oben gezeigten Daten lässt sich der Mobil-ARPU für die Drillisch NewCo ableiten. Der berechnete Mobil-ARPU von EUR 17,33 ist der implizite Pro-forma-ARPU-Wert für den Zeitraum 01.01.2017 bis 31.12.2017.

Finanz- und KPI-Modell Drillisch NewCo

KPI- und Finanzmodell für 2017e–2020e

Wir gliedern unser Modell in zwei Teile: Festnetz und mobiles Internet.

Festnetz: In den vorangegangenen Abschnitten haben wir einen ARPU 2017e von EUR 26,20 für Breitbandteilnehmer berechnet. In Q1/18 sollte 1&1 ein IP-TV-Produkt einführen. Außerdem werden Bestandskunden im Laufe der Zeit auf Verträge mit höherer Bandbreite umgestellt. Daher gehen wir davon aus, dass sich der ARPU leicht auf EUR 28 erhöhen sollte. Die Breitband-Teilnehmerbasis sollte im Laufe der Zeit nahezu stabil bleiben. Für 2021e modellieren wir eine Breitbandkundenbasis von 4,69 Mio.

Der Festnetzumsatz soll von EUR 1,47 Mrd. im Jahr 2018e auf EUR 1,57 Mrd. im Jahr 2020e steigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,6% entspricht. Für 2018e prognostizieren wir einen Beitrag zum Konzernumsatz von 44%, der bis 2022e auf 34% sinken sollte.

Mobiles Internet: Für 2017 haben wir einen ARPU von EUR 17,33 abgeleitet (kombiniert für den 1&1- und Drillisch-Altkundenstamm). Die Zahl der Mobilfunkteilnehmer sollte von 8,31 Mio. um 7,9% CAGR (17e–22e) auf 12,16 Mio. steigen. Im gleichen Zeitraum sollte der ARPU von EUR 17,33 im Jahr 2017 auf EUR 21,00 steigen. Im Laufe der Zeit sollte der Anteil der Bundles (SIM-Karte plus Mobiltelefon) den ARPU-Anteil erhöhen.

Drillisch NewCo: KPI- und Finanzmodell 2017e–2022e

New Drillisch	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Fixed-Line						
Broadband subs in m	4.36	4.48	4.58	4.68	4.69	4.69
Broadband subs net additions in m		0.12	0.10	0.10	0.00	0.01
Broadband ARPU in EUR	26.2	27.5	28.0	28.0	28.0	28.0
fixed-line revenues in EUR m		1,478.9	1,538.9	1,572.5	1,574.2	1,575.8
change			4%	2%	0.1%	0.1%
in% of group revenues		44%	41%	39%	36%	34%
Mobile Internet						
Mobile Internet subs in m	8.31	9.41	10.41	11.31	11.81	12.16
Mobile Internet net adds in m		1.10	1.00	0.90	0.50	0.35
change		13%	11%	9%	4%	3%
mobile internet ARPU in EUR	17.3	17.5	18.5	19.0	20.0	21.0
mobile internet revenues in EUR m		1,860.6	2,200.0	2,476.1	2,774.4	3,020.2
change			18%	13%	12%	9%
in% of group revenues		56%	59%	61%	64%	66%
Revenues Other		0	0	0	0	0
Group						
Group revenues in EUR m		3,339.5	3,738.9	4,048.6	4,348.6	4,596.1
change			12%	8%	7%	6%
EBITDA in EUR m	630.0	733.0	935.0	1,086.0	1,198.3	1,329.2
change		16%	28%	16%	10%	11%
margin		21.9%	25.0%	26.8%	27.6%	28.9%
Total subscribers	12.7	13.9	15.0	16.0	16.5	16.9
change		10%	8%	7%	3%	2%

Quelle: Warburg Research

Annahmen für die GuV

Die Erstellung eines Modells für Drillisch ist derzeit eher schwierig. Erstens hat Drillisch noch keine Pro-Forma-Berichterstattung für das zusammengeschlossene Unternehmen bereitgestellt. Zweitens berichtete Drillisch als eigenständiges Unternehmen nach dem Gesamtkostenverfahren und United Internet nach dem Umsatzkostenverfahren. Drillisch NewCo verwendet letztere Methode.

Daher wird unser aktuelles und neues GuV-Modell für das neue Unternehmen voraussichtlich in den nächsten Monaten angepasst.

Der Materialaufwand beinhaltet im Wesentlichen Netzwerkkosten, Kosten für Endgeräte und Hardware sowie Abschreibungen. Für 2018e erwarten wir einen Materialaufwand von 67,5% des Umsatzes. Bis 2020e soll die Quote aufgrund einer besseren Ausnutzung des MBA-MVNO-Vertrages mit Telefónica Deutschland auf 64,5% sinken.

Die zweitgrößte Kostenposition sind die Vertriebs- und Marketingaufwendungen, die wir für 2018e auf 11,2% schätzen und die bis 2019e auf 9,7% zurückgehen sollten.

Die Abschreibungen werden mit EUR 100 Mio. modelliert, einschließlich normaler Abschreibungen sowie PPA-getriebener Positionen infolge des Reverse Takeovers.

Im Jahr 2018e sollte das Unternehmen keine Nettoverschuldung aufweisen, sodass das Finanzergebnis nur eine untergeordnete Rolle spielen sollte.

Auf Basis unseres aktuellen Modells leiten wir für 2020e ein EPS von EUR 3,63 ab, gegenüber EUR 2,35 im Jahr 2018e.

Free-Cash-Flow-Prognosen

In diesem Abschnitt definieren wir Free Cash Flow (FCF) als:

$$\text{FCF} = \text{EBITDA} - \text{Capex} - \text{Finanzergebnis} - \text{zahlungswirksame Steuern}$$

Momentan verfolgt Drillisch ein Capex-Light-Geschäftsmodell. Wir gehen davon aus, dass die normalisierten Investitionsausgaben bei etwa EUR 45 Mio. pro Jahr liegen. Veränderungen im Working Capital spielen nur eine untergeordnete Rolle. Drillisch erhält monatliche, regelmäßige Zahlungen von seinen Vertragskunden. Die Zahlungen an Telefónica schwanken von Quartal zu Quartal, sollten sich aber im Laufe der Zeit ausgleichen. Die Geschäftsaktivitäten und Wachstumspläne von Drillisch sollten sich daher nur geringfügig auf Working-Capital-Veränderungen auswirken.

Darüber hinaus benötigt Drillisch für seine Geschäftstätigkeit keine zusätzlichen liquiden Mittel, weshalb wir Drillisch als zinstragendes, schuldenfreies Unternehmen modellieren. Diese Annahme impliziert ein finanzielles Ergebnis von Null.

Basierend auf unseren Annahmen sollte der FCF pro Aktie bis 2020e auf EUR 3,94 steigen.

Drillisch: Free-Cash-Flow-Prognosen

figures in EUR m	2018e	2019e	2020e
EBITDA	721	902	1,045
Capex	-45	-45	-47
Taxes	-205	-264	-302
Free Cashflow	471	593	697
Free Cashflow per share in EUR	2.67	3.36	3.94

Quelle: Warburg Research

Bewertung

- Unser Basisszenario ergibt einen fairen Wert von EUR 84.
- In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass Drillisch ein nicht infrastrukturbasiertes Capex-Light-Geschäftsmodell bleibt.

**DCF-Bewertung ergibt einen fairen
Wert von EUR 84**

DCF-Ansatz

Wir bewerten Drillisch anhand eines DCF-Ansatzes.

WACC: Der WACC wird mit 6,72% inklusive eines BETA von 1,0 berechnet.

Für unsere Prognosen bis 2020e haben wir ein detailliertes Modell im Abschnitt Wachstum/Finanzen bereitgestellt. Das Umsatzwachstum wird durch ARPU-Steigerungen und Kundennettozugänge, EBIT-Wachstum durch Kostensynergien und Skaleneffekte getrieben.

Zwischen 2020e und 2029e rechnen wir mit einer Umsatzwachstumsrate von 2,2% CAGR, was einem Umsatz von EUR 4,9 Mrd. entspricht. Nach dem derzeitigen Geschäftsmodell ergibt sich der Umsatz aus der Multiplikation von ARPU und Teilnehmerzahl. Das Teilnehmerwachstum sollte auf eine natürliche Grenze stoßen, bei der sich die Kundenbasis nicht wesentlich erhöhen kann, ohne dass der durchschnittliche Gewinn pro Teilnehmer sinkt. Das ARPU-Wachstum ist sowohl durch die intensive Wettbewerbslandschaft als auch durch den technologischen Fortschritt begrenzt.

Wir gehen von einer stabilen EBITDA-Marge von 30% aus, was einer EBIT-Marge von 28,5% entspricht.

Basierend auf unserer Annahme wird ein DCF-basiertes Kursziel von EUR 84 abgeleitet.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	2.745	3.340	3.739	4.004	4.205	4.331	4.417	4.506	4.596	4.688	4.758	4.829	4.902	1,5 %
Umsatzwachstum	286,6 %	21,7 %	12,0 %	7,1 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
EBIT	460	621	800	933	1.030	1.104	1.149	1.217	1.287	1.313	1.332	1.352	1.397	28,5 %
EBIT-Marge	16,8 %	18,6 %	21,4 %	23,3 %	24,5 %	25,5 %	26,0 %	27,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,5 %	
Steuerquote (EBT)	33,3 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	936
NOPAT	307	416	536	625	690	740	769	815	862	879	893	906	936	
Abschreibungen	65	100	102	104	109	113	115	117	119	122	119	97	74	1,5 %
Abschreibungsquote	2,4 %	3,0 %	2,7 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	-2	0	0	4	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Liquiditätsveränderung	-65	60	12	3	3	2	1	1	1	1	1	1	1	
- Working Capital	26	45	45	40	42	43	44	45	55	61	67	72	74	1,5 %
- Investitionen	0,9 %	1,3 %	1,2 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	
Investitionsquote	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	949
Sonstiges	409	412	581	690	750	807	839	886	925	939	944	929	935	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	409	386	510	567	578	583	568	562	550	523	493	454	428	8.329
Barwert FCF	8,73 %													
Anteil der Barwerte	8,73 %			35,52 %										55,75 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	6,72 %	Beta	1,00

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	6.611		
Terminal Value	8.329		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	0	Aktienzahl (Mio.)	176,8
Eigenkapitalwert	14.938	Wert je Aktie (EUR)	84,51

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,19	7,7 %	66,92	68,09	69,35	70,72	72,20	73,81	75,57	1,19	7,7 %	66,86	68,14	69,43	70,72	72,01	73,30	74,59
1,10	7,2 %	72,30	73,74	75,31	77,01	78,87	80,90	83,15	1,10	7,2 %	72,81	74,21	75,61	77,01	78,41	79,81	81,21
1,05	7,0 %	75,32	76,93	78,68	80,59	82,68	84,99	87,54	1,05	7,0 %	76,20	77,66	79,13	80,59	82,05	83,51	84,97
1,00	6,7 %	78,59	80,39	82,36	84,51	86,88	89,50	92,41	1,00	6,7 %	79,92	81,45	82,98	84,51	86,04	87,57	89,10
0,95	6,5 %	82,15	84,17	86,39	88,83	91,52	94,52	97,87	0,95	6,5 %	84,01	85,61	87,22	88,83	90,43	92,04	93,64
0,90	6,2 %	86,04	88,32	90,83	93,60	96,68	100,13	104,02	0,90	6,2 %	88,53	90,22	91,91	93,60	95,29	96,98	98,67
0,81	5,7 %	95,00	97,94	101,20	104,85	108,96	113,62	118,96	0,81	5,7 %	99,19	101,08	102,96	104,85	106,74	108,63	110,52

Wertermittlung							
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
KBV	4,4 x	6,2 x	7,4 x	3,2 x	3,1 x	3,0 x	2,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,25	-0,46	-1,29	0,23	1,72	3,05	4,17
EV / Umsatz	3,3 x	3,1 x	2,7 x	4,5 x	3,7 x	3,2 x	2,9 x
EV / EBITDA	11,3 x	18,6 x	15,7 x	23,5 x	16,9 x	13,3 x	11,3 x
EV / EBIT	12,8 x	28,3 x	32,2 x	26,8 x	19,6 x	15,0 x	12,5 x
EV / EBIT adj.*	12,8 x	28,3 x	32,2 x	26,8 x	19,6 x	15,0 x	12,5 x
Kurs / FCF	24,1 x	n.a.	31,3 x	31,8 x	30,2 x	21,4 x	18,1 x
KGV	29,4 x	47,7 x	79,3 x	41,3 x	29,9 x	23,2 x	19,3 x
KGV ber.*	29,4 x	47,7 x	79,3 x	41,3 x	29,9 x	23,2 x	19,3 x
Dividendenrendite	6,4 %	4,2 %	4,5 %	2,6 %	3,0 %	4,1 %	5,0 %
FCF Potential Yield (on market EV)	5,4 %	3,8 %	4,1 %	2,9 %	4,1 %	5,2 %	6,1 %
*Adjustiert um:	-						

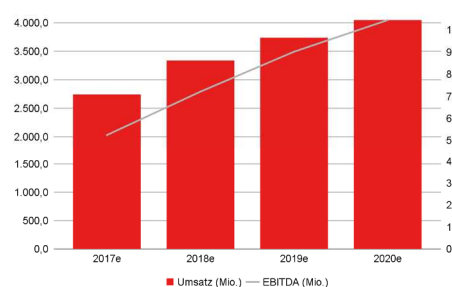
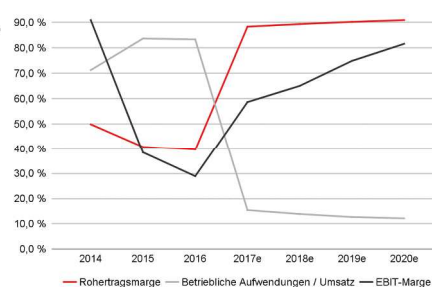
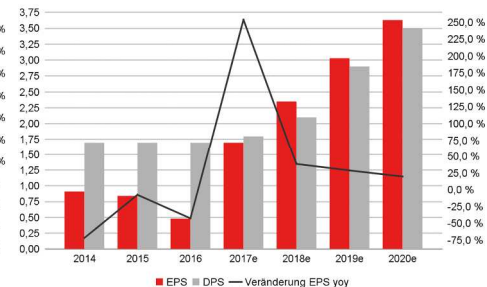
GuV

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	290	630	710	2.745	3.340	3.739	4.049
Veränd. Umsatz yoy	-0,3 %	117,3 %	12,8 %	286,6 %	21,7 %	12,0 %	8,3 %
Herstellungskosten	0	0	0	1.861	2.254	2.464	2.611
Bruttoergebnis	290	630	710	884	1.085	1.275	1.437
<i>Bruttomarge</i>	<i>100,0 %</i>	<i>100,0 %</i>	<i>100,0 %</i>	<i>32,2 %</i>	<i>32,5 %</i>	<i>34,1 %</i>	<i>35,5 %</i>
Forschung und Entwicklung	0	0	0	0	0	0	0
Vertriebskosten	0	0	0	349	374	381	393
Verwaltungskosten	0	0	0	74	87	90	97
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0	0	0	23	27	30	32
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	22	23	26	28
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	85	105	120	525	721	902	1.045
<i>Marge</i>	<i>29,4 %</i>	<i>16,7 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>19,1 %</i>	<i>21,6 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>25,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	5	4	7	9	11	11
EBITA	84	101	117	518	712	891	1.034
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9	32	58	58	91	91	91
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	75	69	59	460	621	800	943
<i>Marge</i>	<i>26,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>18,6 %</i>	<i>21,4 %</i>	<i>23,3 %</i>
EBIT adj.	75	69	59	460	621	800	943
Zinserträge	1	1	1	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	4	4	4	4	1	1	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	-6	0	0	0
EBT	73	66	56	450	620	799	942
<i>Marge</i>	<i>25,1 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>16,4 %</i>	<i>18,6 %</i>	<i>21,4 %</i>	<i>23,3 %</i>
Steuern gesamt	23	20	29	150	205	264	302
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	50	46	26	300	415	535	641
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	50	46	26	300	415	535	641
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	50	46	26	300	415	535	641
<i>Marge</i>	<i>17,2 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>10,9 %</i>	<i>12,4 %</i>	<i>14,3 %</i>	<i>15,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	55	55	55	177	177	177	177
EPS	0,91	0,84	0,48	1,70	2,35	3,03	3,63
EPS adj.	0,91	0,84	0,48	1,70	2,35	3,03	3,63

*Adjustiert um:

Guidance: n.a.**Kennzahlen**

	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	71,2 %	83,6 %	83,3 %	15,4 %	13,9 %	12,7 %	12,2 %
Operating Leverage	-81,7 x	-0,1 x	-1,2 x	2,4 x	1,6 x	2,4 x	2,2 x
EBITDA / Interest expenses	23,8 x	26,1 x	27,8 x	131,3 x	721,1 x	902,1 x	1045,3 x
Steuerquote (EBT)	31,0 %	30,4 %	52,4 %	33,3 %	33,0 %	33,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	185,9 %	203,2 %	352,2 %	106,0 %	89,3 %	95,7 %	96,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	827.566	1.798.703	2.028.606	7.842.857	9.541.429	10.682.571	11.567.429

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

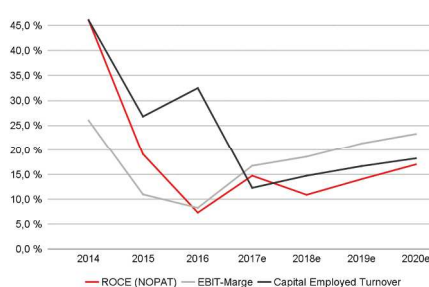
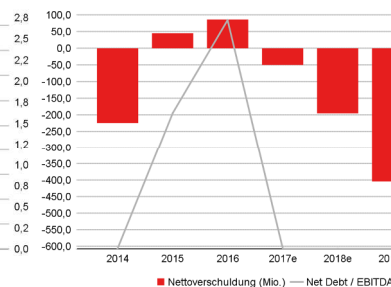
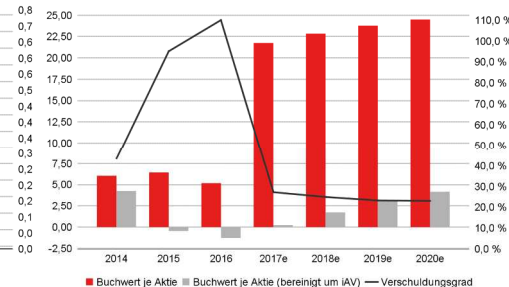
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	99	378	354	3.803	3.732	3.661	3.592
davon übrige imm. VG	31	271	255	829	758	687	618
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	107	99	2.974	2.974	2.974	2.974
Sachanlagen	3	11	11	23	39	53	67
Finanzanlagen	0	0	1	6	6	6	6
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	101	390	365	3.832	3.777	3.720	3.665
Vorräte	5	32	10	51	58	60	74
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	48	89	93	225	275	297	311
Liquide Mittel	317	123	93	100	245	405	576
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4	55	35	684	692	695	700
Umlaufvermögen	374	299	230	1.060	1.269	1.457	1.660
Bilanzsumme (Aktiva)	476	689	595	4.892	5.047	5.177	5.325
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	59	60	60	194	194	194	194
Kapitalrücklage	231	296	296	2.449	2.544	2.544	2.544
Gewinnrücklagen	31	31	31	1.101	883	927	950
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	10	-34	-104	100	415	535	641
Buchwert	331	353	283	3.844	4.037	4.201	4.329
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	331	353	283	3.844	4.037	4.201	4.329
Rückstellungen gesamt	9	19	24	111	114	117	120
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2	1	2	0	0	0	0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	91	167	178	50	50	0	0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	50	50	50	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	22	81	45	280	275	287	300
Sonstige Verbindlichkeiten	23	69	66	607	571	572	577
Verbindlichkeiten	144	336	312	1.048	1.010	976	996
Bilanzsumme (Passiva)	476	689	595	4.892	5.047	5.177	5.325

Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	10,4 x	13,7 x	11,1 x	228,8 x	38,1 x	32,9 x	29,0 x
Capital Employed Turnover	2,7 x	1,6 x	1,9 x	0,7 x	0,9 x	1,0 x	1,1 x
ROA	49,1 %	11,9 %	7,2 %	7,8 %	11,0 %	14,4 %	17,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	46,1 %	19,1 %	7,3 %	14,7 %	10,9 %	14,0 %	17,0 %
ROE	18,1 %	13,5 %	8,3 %	14,5 %	10,5 %	13,0 %	15,0 %
Adj. ROE	18,1 %	13,5 %	8,3 %	14,5 %	10,5 %	13,0 %	15,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-225	45	86	-50	-195	-405	-576
Nettofinanzverschuldung	-226	44	85	-50	-195	-405	-576
Net Gearing	-67,9 %	12,8 %	30,5 %	-1,3 %	-4,8 %	-9,6 %	-13,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	41,6 %	70,5 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	6,0	6,4	5,2	21,7	22,8	23,8	24,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,2	-0,5	-1,3	0,2	1,7	3,1	4,2

ROCE Development**Netto Verschuldung in Mio. EUR****Buchwert je Aktie in EUR**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

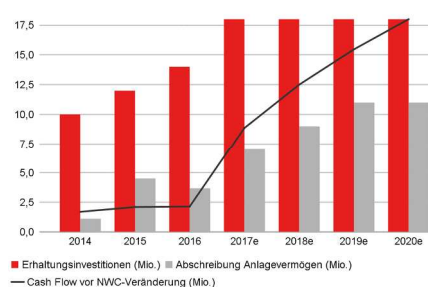
Quelle: Warburg Research

Cash flow

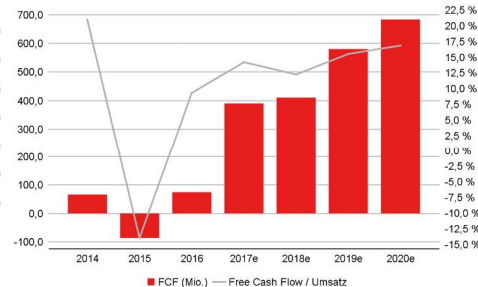
In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	50	46	26	300	415	535	641
Abschreibung Anlagevermögen	1	5	4	7	9	11	11
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9	32	58	58	91	91	91
Veränderung langfristige Rückstellungen	1	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	9	4	0	0	0	0	0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	69	86	88	365	515	637	743
Veränderung Vorräte	1	-27	22	-5	-7	-3	-13
Veränderung Forderungen aus L+L	-2	-41	-4	10	-50	-23	-14
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4	58	-37	43	-4	13	15
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	0	11	3	0	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	3	-9	-8	51	-60	-12	-12
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	72	76	81	416	456	625	731
Investitionen in iAV	-9	-160	-9	-10	-20	-20	-22
Investitionen in Sachanlagen	-2	-4	-5	-16	-25	-25	-25
Zugänge aus Akquisitionen	0	-7	-20	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	1	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	1	0	1	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-5	-169	-25	-26	-45	-45	-47
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0	0	10	-128	0	-50	0
Dividende Vorjahr	-77	-90	-93	-300	-318	-371	-513
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	140	-10	-4	0	98	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	63	-101	-86	-428	-221	-421	-513
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	130	-194	-30	-38	190	159	171
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	317	123	93	55	245	405	576

Kennzahlen

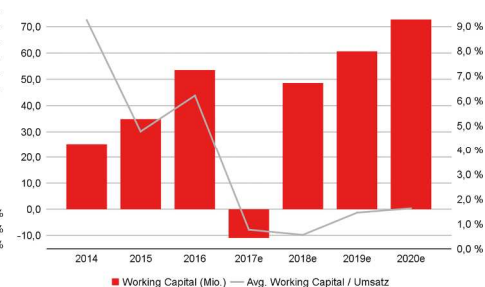
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Kapitalfluss							
FCF	66	-87	75	390	411	580	684
Free Cash Flow / Umsatz	21,0 %	-13,9 %	9,4 %	14,2 %	12,3 %	15,5 %	16,9 %
Free Cash Flow Potential	52	74	77	357	498	620	726
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	122,2 %	-189,9 %	251,7 %	130,1 %	98,9 %	108,4 %	106,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,4 %	0,3 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,0 %	3,1 %	2,5 %	3,5 %	2,0 %	4,0 %	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	3,8 %	26,1 %	2,0 %	0,9 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %
Maint. Capex / Umsatz	3,5 %	1,9 %	2,0 %	0,7 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
CAPEX / Abschreibungen	110,9 %	454,7 %	22,8 %	40,0 %	45,0 %	44,1 %	46,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,2 %	4,8 %	6,2 %	0,8 %	0,6 %	1,5 %	1,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	218,1 %	109,4 %	206,2 %	80,4 %	100,0 %	103,6 %	103,7 %
Vorratumschlag	0,0 x	0,0 x	0,0 x	36,5 x	39,1 x	40,9 x	35,5 x
Receivables collection period (Tage)	60	51	48	30	30	29	28
Payables payment period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	55	44	42	42
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	-45	-36	-34	-32

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“) 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 Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („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 Anlageempfehlungen 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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 (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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 zählt 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 der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung 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. § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder 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 Anlageempfehlung** 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	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	108	53
Halten	88	43
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	203	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	34	79
Halten	8	19
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	43	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [08.01.2018]

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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Small Cap Research pschmidt@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
Car Suppliers, Construction 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, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

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

SALES TRADING

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

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@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 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
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 Reuters www.thomsonreuters.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