

Hold (Buy) EUR 42,00 (EUR 40,00) Kurs EUR 41,31 Upside 1,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 42,00 FCF-Value Potential 17e: 31,70	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Virtual Mobile Network Operator
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.197 Aktienanzahl (Mio.): 53 EV: 2.226 Freefloat MC: 2.109 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 17,36	Aktionäre: Freefloat 96,0 % M. Brucherseifer 2,0 % Union Investment 5,1 % Fidelity 4,1 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,3 KBV: 6,3 x EK-Quote: 60 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,3 x Net Debt / EBITDA: 0,3 x

Begrenztes Upside; Herabstufung auf Halten

Thema: Wir führen unsere detaillierten Prognosen für 2017 ein, siehe hierzu die Tabelle unten. Auf der Grundlage dieser Annahmen erwarten wir ein EBITDA-Wachstum von EUR 85 Mio. in 2014 auf EUR 170 Mio. in 2017e. Zudem heben wir unsere mittelfristigen Prognosen an. Bisher hatten wir für 2019e ein EBITDA von EUR 254 Mio. erwartet. Wir heben diese Annahme auf 268 Mio. an. Wir haben unserer Schätzungen für Material-, Marketing- und sonstige Aufwendungen (in 2019e) angepasst. Infolgedessen heben wir unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 40 auf EUR 42 an. In Anbetracht des begrenzten Potenzials zu unserem Kursziel stufen wir die Aktie von Kaufen auf Halten herunter.

Investment Case: Drillisch implementiert eine Challenger-Strategie und wechselt in einen Wachstumsmodus im deutschen mobilen Telekommunikationsmarkt. In unserem Szenario steigert Drillisch seine Kundenbasis von 2 Mio. per Ende 2014 auf 4,85 Mio. per Ende 2019e. Auf dieser Grundlage wird ein EBITDA-Wachstum von EUR 85 Mio. in 2014 auf EUR 268 Mio. in 2019 erwartet. Wesentliche Faktoren für die erfolgreiche Ausführung sind ein günstiger Netzwerkvertrag mit Telefonica und die Implementierung eines neuen bundesweiten stationären Vertriebskanals.

Trotz des für die nächsten Jahre erwarteten starken Wachstums und der hohen Wettbewerbsqualität **stufen wir die Aktie von Kaufen auf Halten herunter**. Erstens ist das Upside zu unserem Kursziel von EUR 42 begrenzt. Zweitens ist in unseren Augen der nächste wirklich relevante Newsflow der Q3-Bericht. In Q3 sind der Netzwerkvertrag mit Telefonica und die stationäre Vertriebsorganisation voll in Betrieb. Gute Ergebnisse bei der Beschleunigung des Kundenwachstums dürften jedoch bereits im aktuellen Kursniveau eingepreist sein.

Überraschungs-/Aufwärtspotenzial: Aufwärtspotenzial für unseren aktuellen Bewertungsansatz könnte entstehen, wenn es Drillisch gelingt, mittelfristig ein höheres EBITDA zu generieren als von uns angenommen. Zusätzlich ist der Netzwerkvertrag mit Telefonica ein einzigartiges Asset im deutschen mobilen Telekommunikationsmarkt. Dies ist vermutlich einer der Gründe, warum United Internet eine 20%-Beteiligung an Drillisch aufgebaut hat. Kurzfristig rechnen wir mit keinem cash- oder aktienbasierten Übernahmeangebot von United Internet. Unseres Erachtens wollte UI mit dem Erwerb eines 20%-Anteils an Drillisch seine strategische Flexibilität steigern. Aus wirtschaftlicher und strategischer Sicht könnte eine Fusion beider Einheiten wertschaffend sein. Unseres Erachtens wäre das Formen einer neuen Gesellschaft eine bessere Lösung als ein Übernahmeangebot. Ein cashbasiertes Übernahmeangebot von UI könnte jedoch für zusätzliches Aufwärtspotenzial für die Drillisch-Aktie sorgen.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	
Umsatz	584	0,0 %	714	0,0 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> Einführung der detaillierten Erwartungen für 2017e Bis auf Weiteres berücksichtigen wir die Akquisition von The Phone House nicht. The Phone House sollte nur einen minimalen Effekt auf die operativen Ergebnisse haben.
EBITDA	97	0,0 %	115	0,9 %	n.a.	n.m.	
EBIT	76	0,0 %	93	1,1 %	n.a.	n.m.	
EPS	0,84	0,0 %	1,04	1,9 %	n.a.	n.m.	



Rel. Performance vs TecDAX:

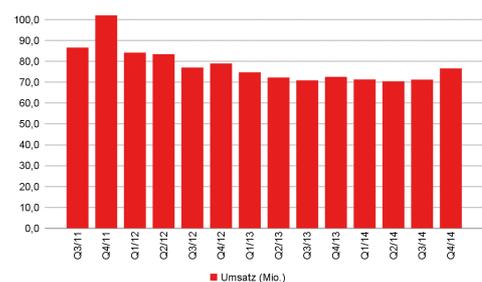
1 Monat:	13,1 %
6 Monate:	18,5 %
Jahresverlauf:	22,6 %
Letzte 12 Monate:	23,2 %

Unternehmenstermine:

13.05.15	Q1
21.05.15	HV
11.06.15	Warburg Highlights
13.08.15	Q2

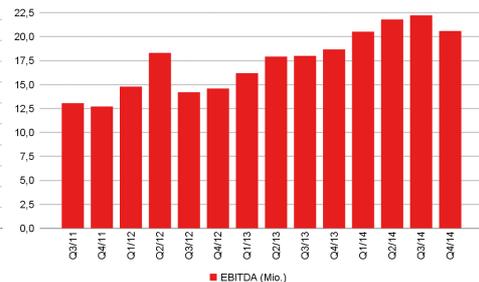
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	43,7 %	349	324	290	290	584	714	859
Veränd. Umsatz yoy		-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	101,6 %	22,3 %	20,3 %
Rohertragsmarge		30,1 %	34,3 %	41,8 %	49,9 %	34,6 %	37,3 %	38,6 %
EBITDA	25,8 %	51	62	71	85	97	116	170
Marge		14,7 %	19,1 %	24,4 %	29,4 %	16,6 %	16,2 %	19,7 %
EBIT	25,1 %	48	55	61	75	76	94	148
Marge		13,8 %	17,1 %	21,1 %	26,0 %	13,0 %	13,2 %	17,2 %
Nettoergebnis	23,6 %	41	23	156	50	45	56	94
EPS	23,7 %	0,77	0,44	3,25	0,93	0,84	1,06	1,76
EPS adj.	23,7 %	0,77	0,44	0,84	0,93	0,84	1,06	1,76
DPS	1,9 %	0,70	1,30	1,60	1,70	1,80	1,80	1,80
Dividendenrendite		9,6 %	14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %
FCFPS		0,32	0,02	0,77	1,25	-1,66	1,15	1,66
EV / Umsatz		0,7 x	1,4 x	1,2 x	3,2 x	3,8 x	3,2 x	2,6 x
EV / EBITDA		4,7 x	7,1 x	5,0 x	10,8 x	22,9 x	19,5 x	13,4 x
EV / EBIT		5,1 x	7,9 x	5,8 x	12,2 x	29,3 x	24,0 x	15,4 x
KGV		9,4 x	20,0 x	4,7 x	28,8 x	49,2 x	39,0 x	23,5 x
KGV ber.		9,4 x	20,0 x	18,2 x	28,8 x	49,2 x	39,0 x	23,5 x
FCF Yield Potential		15,6 %	13,1 %	10,9 %	5,7 %	3,0 %	3,6 %	5,2 %
Nettoverschuldung		138	253	-99	-225	29	64	71
ROE		26,9 %	16,4 %	92,2 %	18,1 %	13,2 %	17,1 %	30,5 %
ROCE (NOPAT)		15,9 %	18,5 %	21,7 %	46,1 %	21,7 %	17,3 %	27,2 %
Guidance:		EBITDA 2015e: EUR 95 Mio. - EUR 100 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,70						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



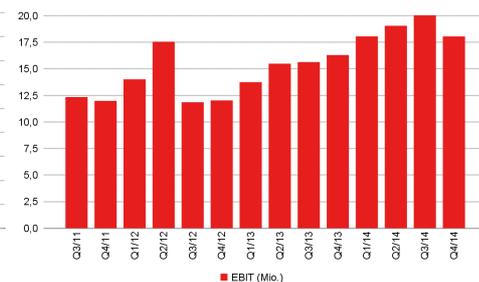
Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

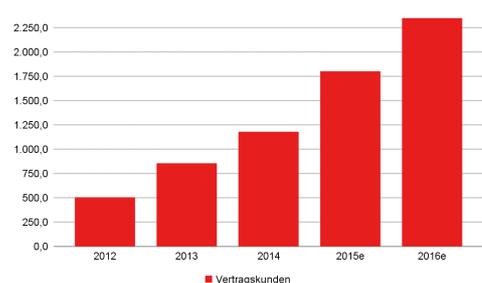
Unternehmenshintergrund

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

Wettbewerbsqualität

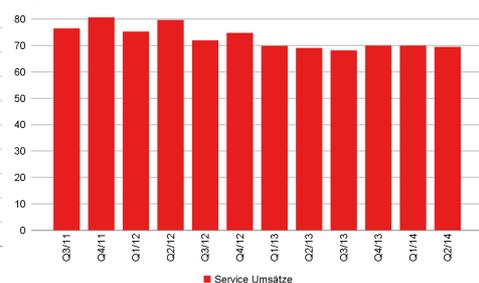
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Netz- und Technologiezugang: Drillisch kann ohne Investitions- und technologische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

Budgetkunden
in Tsd.



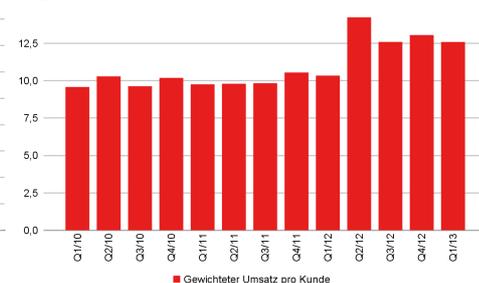
Quelle: Warburg Research

Service Umsätze
in EUR m



Quelle: Warburg Research

Gewichteter Umsatz pro Kunde
in EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	584	714	859	971	1.068	1.121	1.155	1.189	1.225	1.262	1.287	1.287	1.287	
Umsatzwachstum	101,6 %	22,3 %	20,3 %	13,0 %	10,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	76	94	148	200	248	263	271	280	288	297	302	302	302	
EBIT-Marge	13,0 %	13,2 %	17,2 %	20,6 %	23,2 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	
Steuerquote (EBT)	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	
NOPAT	52	65	102	138	171	182	187	193	199	205	209	209	209	
Abschreibungen	21	22	22	17	18	20	23	24	25	25	26	26	26	
Abschreibungsquote	3,6 %	3,1 %	2,6 %	1,8 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	29	-1	13	11	8	4	3	3	3	3	2	0	0	
- Investitionen	164	15	15	19	21	22	23	24	25	25	26	26	26	
Investitionsquote	28,1 %	2,1 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-120	72	96	125	159	175	185	190	196	202	207	209	209	209
Barwert FCF	-116	66	82	99	119	123	121	117	113	109	105	99	93	1.391
Anteil der Barwerte	1,24 %			43,57 %										55,19 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	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	1,75
WACC	6,68 %	Beta	1,26

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	1.130		
Terminal Value	1.391		
Zinstr. Verbindlichkeiten	140		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	115	Aktienzahl (Mio.)	58,9
Eigenkapitalwert	2.494	Wert je Aktie (EUR)	42,36

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,50	7,7 %	34,05	34,56	35,10	35,67	36,29	36,95	37,65	1,50	7,7 %	33,01	33,90	34,79	35,67	36,56	37,45	38,34
1,38	7,2 %	36,82	37,43	38,08	38,78	39,53	40,33	41,20	1,38	7,2 %	35,92	36,87	37,82	38,78	39,73	40,69	41,64
1,32	6,9 %	38,35	39,02	39,73	40,50	41,33	42,22	43,19	1,32	6,9 %	37,53	38,52	39,51	40,50	41,50	42,49	43,48
1,26	6,7 %	39,98	40,72	41,51	42,36	43,28	44,27	45,35	1,26	6,7 %	39,27	40,30	41,33	42,36	43,39	44,42	45,46
1,20	6,4 %	41,73	42,54	43,42	44,37	45,39	46,50	47,70	1,20	6,4 %	41,14	42,22	43,29	44,37	45,44	46,52	47,59
1,14	6,2 %	43,61	44,51	45,49	46,54	47,68	48,92	50,28	1,14	6,2 %	43,18	44,30	45,42	46,54	47,66	48,78	49,90
1,02	5,7 %	47,82	48,94	50,15	51,47	52,91	54,48	56,22	1,02	5,7 %	47,79	49,02	50,24	51,47	52,70	53,92	55,15

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

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	41	23	156	50	45	56	94	
+ Abschreibung + Amortisation	3	6	10	10	21	22	22	
- Zinsergebnis (netto)	4	-35	117	-3	-11	-13	-12	
- Erhaltungsinvestitionen	2	6	10	10	10	10	10	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	38	58	39	52	67	81	117	
Free Cash Flow Yield Potential	15,6 %	13,1 %	10,9 %	5,7 %	3,0 %	3,6 %	5,2 %	
WACC	6,68 %	6,68 %	6,68 %	6,68 %	6,68 %	6,68 %	6,68 %	
= Enterprise Value (EV)	244	441	356	919	2.226	2.261	2.268	
= Fair Enterprise Value	571	863	579	783	1.001	1.208	1.756	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-226	-226	-226	-226	28	62	70	
- Pensionsverbindlichkeiten	2	2	2	2	1	1	1	
- Sonstige	-280	-280	-280	-280	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	1.075	1.368	1.083	1.288	972	1.145	1.685	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	53	53	53	53	53	53	53	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	20,22	25,71	20,37	24,21	18,27	21,52	31,67	
Premium (-) / Discount (+) in %					-55,8 %	-47,9 %	-23,3 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,68 %	16,89	20,69	17,00	19,65	12,44	14,48	21,44
	8,68 %	17,74	21,98	17,86	20,82	13,94	16,29	24,07
	7,68 %	18,82	23,60	18,95	22,29	15,82	18,56	27,38
WACC	6,68 %	20,22	25,71	20,37	24,21	18,27	21,52	31,67
	5,68 %	22,10	28,57	22,28	26,80	21,58	25,52	37,48
	4,68 %	24,80	32,64	25,01	30,50	26,31	31,22	45,77
	3,68 %	28,95	38,93	29,23	36,20	33,60	40,02	58,56

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

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	2,3 x	3,9 x	3,4 x	4,3 x	6,3 x	7,1 x	7,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,63	0,24	2,42	4,37	0,62	0,12	0,33
EV / Umsatz	0,7 x	1,4 x	1,2 x	3,2 x	3,8 x	3,2 x	2,6 x
EV / EBITDA	4,7 x	7,1 x	5,0 x	10,8 x	22,9 x	19,5 x	13,4 x
EV / EBIT	5,1 x	7,9 x	5,8 x	12,2 x	29,3 x	24,0 x	15,4 x
EV / EBIT adj.*	5,1 x	7,9 x	5,8 x	12,2 x	29,3 x	24,0 x	15,4 x
Kurs / FCF	24,2 x	188,4 x	19,1 x	23,4 x	n.a.	35,9 x	25,0 x
KGV	9,4 x	20,0 x	4,7 x	28,8 x	49,2 x	39,0 x	23,5 x
KGV ber.*	9,4 x	20,0 x	18,2 x	28,8 x	49,2 x	39,0 x	23,5 x
Dividendenrendite	9,6 %	14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %
Free Cash Flow Yield Potential	15,6 %	13,1 %	10,9 %	5,7 %	3,0 %	3,6 %	5,2 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	349	324	290	290	584	714	859
Veränd. Umsatz yoy	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	101,6 %	22,3 %	20,3 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	2	2	2	2	3	4	4
Gesamterlöse	351	326	293	291	587	718	863
Materialaufwand	246	215	171	147	385	451	531
Bruttoergebnis	349	324	290	290	584	714	859
<i>Rohtragsmarge</i>	<i>30,1 %</i>	<i>34,3 %</i>	<i>41,8 %</i>	<i>49,9 %</i>	<i>34,6 %</i>	<i>37,3 %</i>	<i>38,6 %</i>
Personalaufwendungen	21	23	24	25	41	59	62
Sonstige betriebliche Erträge	2	8	4	1	9	6	6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34	34	30	36	73	98	106
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	51	62	71	85	97	116	170
<i>Marge</i>	<i>14,7 %</i>	<i>19,1 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>29,4 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>19,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	1	3	3	3
EBITA	51	61	70	84	95	113	167
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	5	9	9	19	19	19
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	48	55	61	75	76	94	148
<i>Marge</i>	<i>13,8 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>17,2 %</i>
EBIT adj.	48	55	61	75	76	94	148
Zinserträge	1	1	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	5	12	50	4	12	13	12
Sonstiges Finanzergebnis	8	-24	166	0	0	0	0
EBT	52	21	178	73	65	82	136
<i>Marge</i>	<i>15,0 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>61,3 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>11,1 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>15,8 %</i>
Steuern gesamt	11	-3	22	23	20	25	42
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	41	23	156	50	45	56	94
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	41	23	156	50	45	56	94
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	41	23	156	50	45	56	94
<i>Marge</i>	<i>11,7 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>53,7 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>10,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	53	48	53	53	53	53
EPS	0,77	0,44	3,25	0,93	0,84	1,06	1,76
EPS adj.	0,77	0,44	0,84	0,93	0,84	1,06	1,76

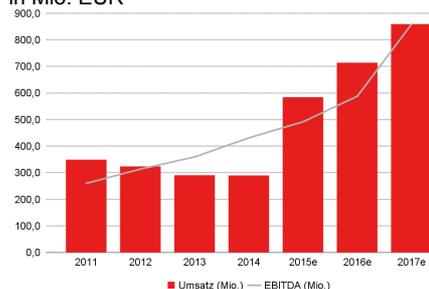
*Adjustiert um:

Guidance: EBITDA 2015e: EUR 95 Mio. - EUR 100 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,70**Kennzahlen**

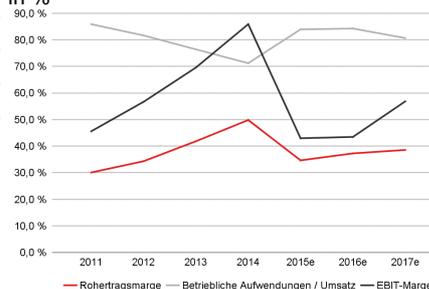
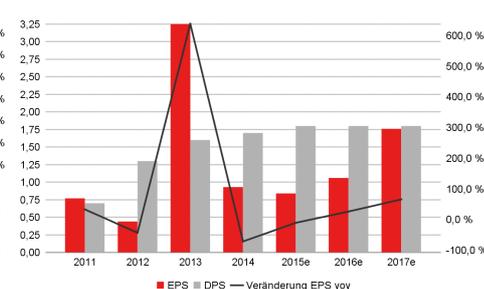
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	85,9 %	81,6 %	76,4 %	71,2 %	83,9 %	84,2 %	80,7 %
Operating Leverage	-5,3 x	-2,1 x	-1,0 x	-81,7 x	0,0 x	1,1 x	2,8 x
EBITDA / Interest expenses	10,9 x	5,3 x	1,4 x	23,8 x	8,4 x	8,9 x	14,1 x
Steuerquote (EBT)	21,5 %	-12,9 %	12,5 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	90,7 %	294,8 %	49,3 %	180,6 %	213,8 %	170,3 %	102,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	997.420	924.834	829.911	827.566	1.668.571	2.040.000	2.454.286

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

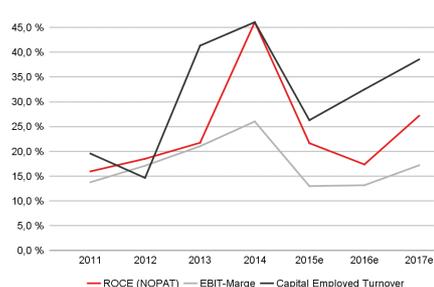
Quelle: Warburg Research

Bilanz

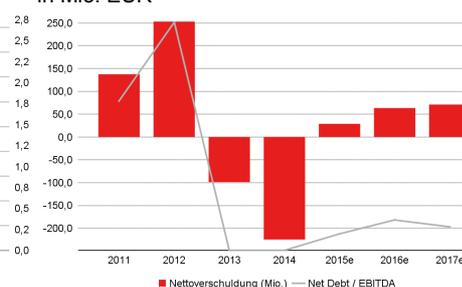
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	78	108	101	99	315	302	289
davon übrige imm. VG	11	41	34	31	248	235	222
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	67	67	67	67
Sachanlagen	1	1	1	3	4	10	16
Finanzanlagen	236	260	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	316	369	103	101	319	312	305
Vorräte	9	8	6	5	23	24	29
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42	42	45	48	88	98	118
Liquide Mittel	21	77	187	317	123	119	111
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7	26	11	4	30	30	30
Umlaufvermögen	78	153	249	374	265	270	287
Bilanzsumme (Aktiva)	394	523	352	476	584	583	593
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	57	54	53	59	60	60	60
Kapitalrücklage	120	92	96	231	292	292	292
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-49	-100	-140
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-43	-56	37	10	45	56	94
Buchwert	165	120	218	331	348	308	306
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	165	120	218	331	348	308	306
Rückstellungen gesamt	7	11	11	9	10	10	10
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	1	1	2	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	158	330	87	91	151	181	181
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	25	16	16	22	48	59	71
Sonstige Verbindlichkeiten	39	45	21	23	27	25	25
Verbindlichkeiten	228	402	135	144	236	274	286
Bilanzsumme (Passiva)	394	523	352	476	584	583	593

Kennzahlen

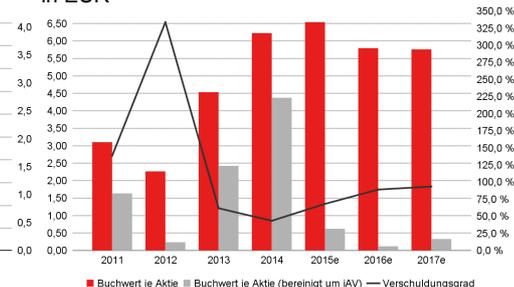
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	79,7 x	12,4 x	9,8 x	10,4 x	10,0 x	11,2 x	10,4 x
Capital Employed Turnover	1,2 x	0,9 x	2,4 x	2,7 x	1,5 x	1,9 x	2,3 x
ROA	13,0 %	6,4 %	151,5 %	49,1 %	14,0 %	18,0 %	30,8 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	15,9 %	18,5 %	21,7 %	46,1 %	21,7 %	17,3 %	27,2 %
ROE	26,9 %	16,4 %	92,2 %	18,1 %	13,2 %	17,1 %	30,5 %
Adj. ROE	26,9 %	16,4 %	23,8 %	18,1 %	13,2 %	17,1 %	30,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	138	253	-99	-225	29	64	71
Nettofinanzverschuldung	137	252	-100	-226	28	62	70
Net Gearing	83,3 %	210,0 %	-45,4 %	-67,9 %	8,3 %	20,6 %	23,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	266,5 %	407,8 %	n.a.	n.a.	28,5 %	53,7 %	41,3 %
Buchwert je Aktie	3,1	2,3	4,5	6,2	6,5	5,8	5,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,6	0,2	2,4	4,4	0,6	0,1	0,3

ROCE Development

Quelle: Warburg Research

Netto Verschuldung in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie in EUR

Quelle: Warburg Research

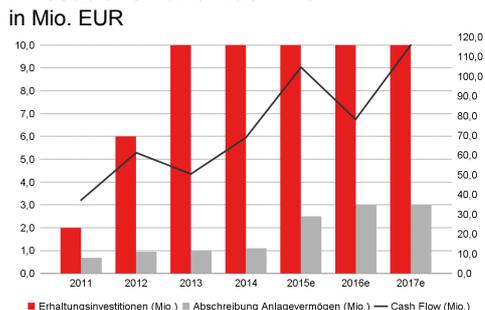
Cash flow

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	41	23	156	50	45	56	94
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	1	1	3	3	3
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	5	9	9	19	19	19
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	1	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-7	31	-115	9	39	0	0
Cash Flow	37	61	51	69	105	78	116
Veränderung Vorräte	-1	1	2	1	-18	0	-5
Veränderung Forderungen aus L+L	-13	0	-3	-2	-40	-10	-20
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3	-22	-2	4	29	11	12
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	-16	10	0	0	-3	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-17	-37	6	3	-29	-2	-13
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	20	24	57	72	76	76	103
Investitionen in iAV	-3	-20	-17	-9	-160	-6	-6
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-2	-2	-4	-9	-9
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	-136	0	0
Finanzanlageninvestitionen	-67	-75	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	0	106	370	1	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-70	8	350	-5	-300	-15	-15
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	78	92	-183	0	60	30	0
Dividende Vorjahr	-27	-36	-62	-77	-90	-96	-96
Erwerb eigener Aktien	-8	-32	-8	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	61	0	0
Sonstiges	-1	0	-44	140	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	43	25	-298	63	30	-66	-96
Veränderung liquide Mittel	-7	57	110	130	-194	-5	-8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	21	77	187	317	123	119	111

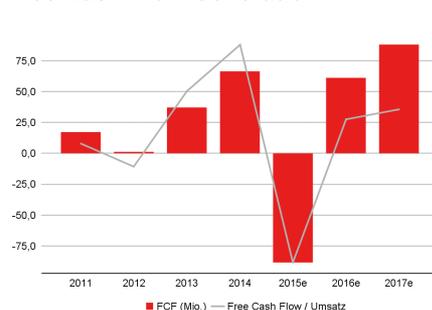
Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	17	1	37	66	-88	61	88
Free Cash Flow / Umsatz	4,6 %	0,8 %	13,2 %	21,0 %	-15,1 %	8,6 %	10,2 %
Free Cash Flow Potential	38	58	39	52	67	81	117
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	39,0 %	10,6 %	24,7 %	122,2 %	-197,5 %	108,7 %	93,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,2 %	1,9 %	1,0 %	0,4 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,4 %	4,8 %	24,2 %	4,0 %	9,5 %	7,8 %	6,6 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,1 %	6,7 %	6,4 %	3,8 %	28,1 %	2,1 %	1,7 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	1,9 %	3,4 %	3,5 %	1,7 %	1,4 %	1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	119,3 %	337,7 %	191,8 %	110,9 %	777,3 %	68,2 %	68,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-1,6 %	4,3 %	9,1 %	9,2 %	6,8 %	7,6 %	7,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	166,1 %	260,7 %	286,7 %	218,1 %	183,3 %	166,6 %	166,7 %
Vorratsumschlag	27,6 x	27,1 x	27,5 x	26,8 x	16,5 x	18,9 x	18,6 x
Receivables collection period (Tage)	44	47	57	60	55	50	50
Payables payment period (Tage)	37	27	34	54	46	48	49
Cash conversion cycle (Tage)	-56	-28	-34	-53	-29	-33	-32

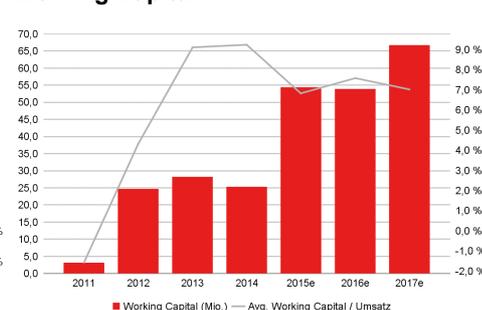
Investitionen und Cash Flow



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

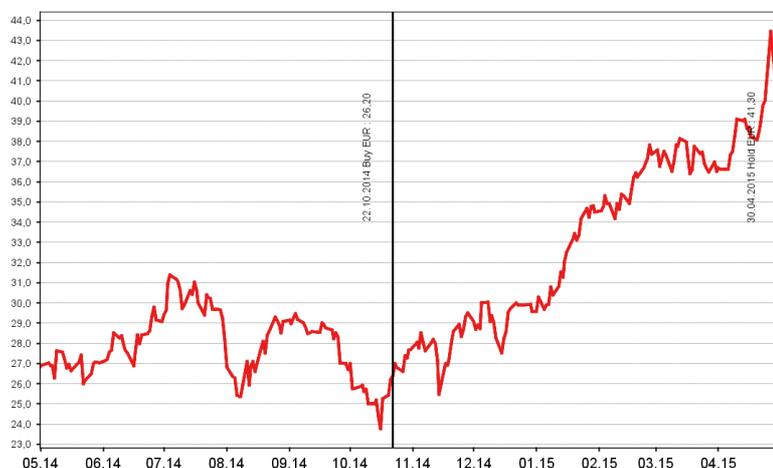
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	55
Halten	70	38
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	183	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	81	59
Halten	48	35
Verkaufen	5	4
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	137	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [30.04.2015]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

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

RESEARCH

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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Others lboventer@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

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

Our research can be found under:

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

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

For access please contact:

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

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