Hold	
EUR 43,00	
Kurs	EUR 44,73
Downside	-3,9 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	43,00
FCF-Value Potential 17e:	29,00

Aktien Daten:	
Bloomberg:	DRI GR
Reuters:	DRIG
ISIN:	DE0005545503

Beschreibung:
Virtual Mobile Network Operator

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	2.449
Aktienanzahl (Mio.):	55
EV:	2.485
Freefloat MC:	2.351
Ø Trad. Vol. (30T):	12,09

Aktionäre:	
Freefloat	96,0 %
M Brucherseifer+Management	3,5 %
United Internet Ventures AG	20,7 %
Allianz Global Investors	*5,0 %*
Alken Luxemburg	*3,2 %*

Risikoprofil (WRe):	2015e
Beta:	1,3
KBV:	7,0 x
EK-Quote:	49 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	0,4 x
Net Debt / EBITDA:	0,4 x

Feedback zur Q3-Analystenkonferenz

Kundenwachstum: In den ersten neun Monaten des Jahres konnte Drillisch seine MVNO-Kundenbasis um +360 Tsd. erweitern. Auf Basis unserer Berechnungen entspricht diese Zahl einem Bruttozuwachs von etwa 750 Tsd. Drillisch teilte mit, dass rund 20% der Gesamtkundenbasis noch über das Vodafone-Netzwerk laufen. Hier sind die Churn-Raten höher als bei Kunden mit neuen Tarifsystemen. Die Quartals-Run-Rate stieg von +50/60 Tsd. auf +110/120 Tsd.

Konzernumsatz in Q3/15: Der Konzernumsatz von EUR 154 Mio. enthält eine Zahlung von EUR 25 Mio. von Telefonica. Laut Drillisch wird dies teilweise durch negative Effekte kompensiert, zu denen keine detaillierten Informationen vorliegen.

Treiber der Serviceumsätze: In 9M verzeichneten die Serviceumsätze ein eindrucksvolles Wachstum von +49% auf EUR 313 Mio., getrieben durch Konsolidierungseffekte (yourfone) und Nettokundenwachstum. Zudem wurde Drillisch von Telefonica bis zum Beginn des MBA-MVNO-Vertrags im Juli Umsatz für Neukunden übertragen und es wurden die eingehenden Anrufe von yourfone-Kunden berücksichtigt. Beide Effekte endeten im Juli.

Durchschnittlicher Bruttogewinn je Nutzer (AGPPU): In Q3/15 lag der AGPPU auf Vorquartalsniveau (Q2: EUR 9,28; Q3: EUR 9,20), während wir aufgrund des Anlaufens des MBA-MVNO-Vertrags einen Anstieg erwartet hatten. Unserem Verständnis zufolge rechnet Drillisch in den nächsten Quartalen mit moderatem Wachstum.

Marketingaufwand: Für das Jahr 2015 erwartet Drillisch einen Marketingaufwand von EUR 64 Mio. (vs. 2014: EUR 14 Mio.) oder EUR 22 Mio. für Q4.

Update Offline-Kanal: Drillisch hat 102 eigene Filialen und 112 Partnershops eröffnet und will diese Zahl auf 300 steigern. Im Oktober liefen Marketingkampagnen für yourfone an. Wir gehen davon aus, dass 2016 etwa 25% des von uns erwarteten Bruttokundenzuwachses (WRe: 1,1 Mio.) über Offline-Kanäle generiert werden. Die Subventionen für Geräte dürften aktiviert werden.

Wettbewerb: Drillisch sieht zwei wesentliche Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen MVNOs: Erstens garantiert der MBA-MVNO-Vertrag Drillisch beim Kauf von mobilen Daten einen erheblichen Abschlag zu den Bedingungen anderer MVNO. Zweitens sieht Drillisch sich als einziger MVNO-Player, der VoLTE einführt (Voice over LTE, führt Sprachverkehr als Daten anstatt ihn zu terminieren), was ein enormer Kostenvorteil sein könnte.

Fazit: Wir halten es für sehr schwierig, die zugrundeliegenden Trends zu isolieren. In den ersten neun Monaten wurden die Serviceumsätze (in gewissem Maße) positiv durch nicht wiederkehrenden Bonus(?)–Zahlungen von Telefonica beeinflusst. Zudem beinhaltet der Q3-Konzernumsatz eine Einmalzahlung von EUR 25 Mio. für die Übernahme der Filialen von Telefonica, was teilweise durch Einmaleffekte kompensiert wird. Unserem Verständnis nach werden die Subventionen für Geräte außerdem aktiviert und nicht als Kosten ausgewiesen (mit Inkrafttreten der neuen IFRS-Vorschriften 2017/18). Annahme: Wenn von den 250 Tsd. über Offline-Kanäle erwarteten Neukunden 50% ein Telefon mit einer Subventionierung von EUR 200 erhalten, würden 2016 EUR 25 Mio. aktiviert (WR-Berechnung). Drillisch hat seine Guidance unverändert beibehalten (2015e: EBITDA EUR 95-100 Mio.; 2016e: EBITDA EUR 110-120 Mio.). Dementsprechend fällt das EBITDA in Q4/15 auf EUR 10 Mio. (aufgrund von Marketingaufwendungen in Höhe von EUR 22 Mio.). Wir erwarten für das 2016er EBITDA einen deutlichen Anstieg um 30-45 Mio. Falls sich der Wettbewerb intensiviert, die erwartete Verbesserung der Offline-Kanäle nicht eintritt oder das geplante Marketingbudget angehoben werden muss, könnte dies schwierig werden.

Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	-4,7 %
6 Monate:	-4,7 %
Jahresverlauf:	19,3 %
Letzte 12 Monate:	22,4 %

Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	52,7 %	349	324	290	290	645	910	1.032
Veränd. Umsatz yoy		-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	122,7 %	41,1 %	13,4 %
Rohertragsmarge		*30,1 %*	*34,3 %*	*41,8 %*	*49,9 %*	*32,2 %*	*32,2 %*	*37,2 %*
EBITDA	27,6 %	51	62	71	85	97	120	177
Marge		*14,7 %*	*19,1 %*	*24,4 %*	*29,4 %*	*15,0 %*	*13,2 %*	*17,2 %*
EBIT	25,8 %	48	55	61	75	76	93	150
Marge		*13,8 %*	*17,1 %*	*21,1 %*	*26,0 %*	*11,7 %*	*10,2 %*	*14,5 %*
Nettoergebnis	24,6 %	41	23	156	50	48	57	96
EPS	24,6 %	0,77	0,44	3,25	0,91	0,88	1,04	1,76
EPS adj.	24,6 %	0,77	0,44	0,84	0,91	0,88	1,04	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 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
FCFPS		0,32	0,02	0,77	1,21	-1,69	1,00	1,88
FCF / Marktkap.		4,1 %	0,5 %	5,2 %	4,1 %	-3,8 %	2,2 %	4,2 %
EV / Umsatz		0,7 x	1,4 x	1,2 x	3,3 x	3,9 x	2,8 x	2,4 x
EV / EBITDA		4,7 x	7,1 x	5,0 x	11,3 x	25,6 x	21,1 x	14,3 x
EV / EBIT		5,1 x	7,9 x	5,8 x	12,8 x	32,9 x	27,2 x	16,8 x
KGV		9,4 x	20,0 x	4,7 x	29,4 x	50,8 x	43,0 x	25,4 x
KGV ber.		9,4 x	20,0 x	18,2 x	29,4 x	50,8 x	43,0 x	25,4 x
FCF Yield Potential		15,6 %	13,1 %	10,9 %	5,4 %	2,6 %	3,3 %	4,9 %
Nettoverschuldung		138	253	-99	-225	36	79	75
ROCE (NOPAT)		15,9 %	18,5 %	21,7 %	46,1 %	21,2 %	16,7 %	27,0 %
Guidance:		EBITDA 2015e: EUR 95 Mio. - EUR 100 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,70						

Analyst/-in
Jochen Reichert
jreichert@warburg-research.com
+49 40 309537-130

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

- …
- Drillisch sieht sich als Preis-Leistungsführer für Mobilfunktarife im deutschen Markt. Es kann niedrigere Preise anbieten als die Netzbetreiber und andere MVNOs, aber gleichzeitig höhere Datenvolumina anbieten.

Wettbewerbsqualität

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

Budgetkunden
in Tsd.

Quelle: Warburg Research

Service Umsätze
in EUR m

Quelle: Warburg Research

Gewichteter Umsatz pro Kunde
in EUR

Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	**2015e**	**2016e**	**2017e**	**2018e**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	
Umsatz	645	910	1.032	1.187	1.329	1.396	1.438	1.481	1.525	1.571	1.602	1.602	1.602	
Umsatzwachstum	*122,7 %*	*41,1 %*	*13,4 %*	*15,0 %*	*12,0 %*	*5,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*2,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*
EBIT	76	93	150	222	261	282	290	299	308	317	320	320	320	
EBIT-Marge	*11,7 %*	*10,2 %*	*14,5 %*	*18,7 %*	*19,6 %*	*20,2 %*	*20,2 %*	*20,2 %*	*20,2 %*	*20,2 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	
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	64	104	153	180	195	200	206	213	219	221	221	221	
Abschreibungen	22	27	27	28	29	29	30	31	32	33	34	34	32	
Abschreibungsquote	*3,3 %*	*3,0 %*	*2,6 %*	*2,4 %*	*2,2 %*	*2,1 %*	*2,1 %*	*2,1 %*	*2,1 %*	*2,1 %*	*2,1 %*	*2,1 %*	*2,0 %*	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	18	15	9	11	9	4	3	3	3	3	2	0	0	
- Investitionen	164	11	11	18	23	28	29	30	31	31	32	32	32	
Investitionsquote	*25,4 %*	*1,2 %*	*1,1 %*	*1,5 %*	*1,7 %*	*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)	-109	65	110	153	175	192	199	205	211	217	221	223	221	231
Barwert FCF	-108	60	95	123	131	133	129	124	119	114	108	101	93	1.320
Anteil der Barwerte	**1,86 %**			**46,21 %**										**51,93 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	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	**7,39 %**	**Beta**	**1,26**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	1.222		
Terminal Value	1.320		
Zinstr. Verbindlichkeiten	140		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	115	Aktienzahl (Mio.)	59,3
Eigenkapitalwert	**2.515**	**Wert je Aktie (EUR)**	**42,41**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	**0,00 %**	0,25 %	0,50 %	0,75 %
1,48	8,4 %	34,91	35,36	35,84	36,35	36,89	37,46	38,07
1,37	7,9 %	37,47	38,01	38,58	39,18	39,83	40,52	41,25
1,32	7,6 %	38,87	39,46	40,08	40,74	41,45	42,21	43,02
1,26	7,4 %	40,36	41,00	41,68	**42,41**	43,19	44,03	44,93
1,21	7,1 %	41,95	42,65	43,40	44,20	45,06	45,98	46,98
1,16	6,9 %	43,64	44,41	45,24	46,12	47,07	48,10	49,21
1,05	6,4 %	47,40	48,33	49,34	50,43	51,60	52,87	54,26

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,48	8,4 %	33,28	34,30	35,33	36,35	37,37	38,40	39,42
1,37	7,9 %	35,90	37,00	38,09	39,18	40,28	41,37	42,46
1,32	7,6 %	37,35	38,48	39,61	40,74	41,87	43,01	44,14
1,26	7,4 %	38,89	40,07	41,24	**42,41**	43,58	44,75	45,93
1,21	7,1 %	40,55	41,77	42,98	44,20	45,41	46,63	47,85
1,16	6,9 %	42,33	43,60	44,86	46,12	47,38	48,64	49,91
1,05	6,4 %	46,33	47,69	49,06	50,43	51,79	53,16	54,52

- …

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	48	57	96
+ Abschreibung + Amortisation	3	6	10	10	22	27	27
- Zinsergebnis (netto)	4	-35	117	-3	-6	-11	-11
- Erhaltungsinvestitionen	2	6	10	10	10	10	10
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0
= Free Cash Flow Potential	**38**	**58**	**39**	**52**	**65**	**84**	**124**
Free Cash Flow Yield Potential	15,6 %	13,1 %	10,9 %	5,4 %	2,6 %	3,3 %	4,9 %
WACC	7,39 %	7,39 %	7,39 %	7,39 %	7,39 %	7,39 %	7,39 %
= Enterprise Value (EV)	**244**	**441**	**356**	**961**	**2.485**	**2.528**	**2.524**
= Fair Enterprise Value	**516**	**781**	**523**	**708**	**884**	**1.143**	**1.675**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-226	-226	-226	-226	34	78	73
- 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	**1.021**	**1.285**	**1.028**	**1.213**	**848**	**1.064**	**1.601**
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	**18,64**	**23,47**	**18,77**	**22,15**	**15,49**	**19,42**	**29,23**
Premium (-) / Discount (+) in %					-65,4 %	-56,6 %	-34,6 %

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	10,39 %	15,92	19,36	16,01	18,42	10,83	13,40	20,39
	9,39 %	16,63	20,44	16,74	19,40	12,05	14,98	22,71
	8,39 %	17,52	21,77	17,63	20,61	13,57	16,93	25,58
WACC	**7,39 %**	**18,64**	**23,47**	**18,77**	**22,15**	**15,49**	**19,42**	**29,23**
	6,39 %	20,12	25,71	20,27	24,18	18,02	22,69	34,02
	5,39 %	22,14	28,77	22,32	26,95	21,49	27,17	40,59
	4,39 %	25,09	33,22	25,31	31,00	26,53	33,69	50,15

- FCF Value Potential berücksichtigt Wachstumspotenzial bis 2019e nicht
- FCFVP reflektiert bis 2016e die Kapitalabflüsse, die zur Vorbereitung des angenommenen Wachstumspfades 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	4,4 x	7,0 x	8,0 x	8,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,63	0,24	2,42	4,25	-0,78	-1,21	-0,92
EV / Umsatz	0,7 x	1,4 x	1,2 x	3,3 x	3,9 x	2,8 x	2,4 x
EV / EBITDA	4,7 x	7,1 x	5,0 x	11,3 x	25,6 x	21,1 x	14,3 x
EV / EBIT	5,1 x	7,9 x	5,8 x	12,8 x	32,9 x	27,2 x	16,8 x
EV / EBIT adj.*	5,1 x	7,9 x	5,8 x	12,8 x	32,9 x	27,2 x	16,8 x
Kurs / FCF	24,2 x	188,4 x	19,1 x	24,1 x	n.a.	48,1 x	25,6 x
KGV	9,4 x	20,0 x	4,7 x	29,4 x	50,8 x	43,0 x	25,4 x
KGV ber.*	9,4 x	20,0 x	18,2 x	29,4 x	50,8 x	43,0 x	25,4 x
Dividendenrendite	9,6 %	14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	15,6 %	13,1 %	10,9 %	5,4 %	2,6 %	3,3 %	4,9 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Service Umsätze	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vertragskunden	n.a.	0	0	0	0	0	0
Gewichteter Umsatz pro Kunde	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	**349**	**324**	**290**	**290**	**645**	**910**	**1.032**
Veränd. Umsatz yoy	-3,7 %	-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	122,7 %	41,1 %	13,4 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierte Eigenleistungen	2	2	2	2	3	5	5
Gesamterlöse	**351**	**326**	**293**	**291**	**648**	**915**	**1.037**
Materialaufwand	246	215	171	147	440	622	653
Rohertrag	**105**	**111**	**121**	**144**	**208**	**293**	**384**
Rohertragsmarge	*30,1 %*	*34,3 %*	*41,8 %*	*49,9 %*	*32,2 %*	*32,2 %*	*37,2 %*
Personalaufwendungen	21	23	24	25	41	61	62
Sonstige betriebliche Erträge	2	8	4	1	36	8	7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34	34	30	36	106	120	152
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**51**	**62**	**71**	**85**	**97**	**120**	**177**
Marge	*14,7 %*	*19,1 %*	*24,4 %*	*29,4 %*	*15,0 %*	*13,2 %*	*17,2 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	1	3	3	3
EBITA	**51**	**61**	**70**	**84**	**95**	**117**	**174**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	5	9	9	19	24	24
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	**48**	**55**	**61**	**75**	**76**	**93**	**150**
Marge	*13,8 %*	*17,1 %*	*21,1 %*	*26,0 %*	*11,7 %*	*10,2 %*	*14,5 %*
EBIT adj.	**48**	**55**	**61**	**75**	**76**	**93**	**150**
Zinserträge	1	1	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	5	12	50	4	6	11	11
Sonstiges Finanzergebnis	8	-24	166	0	0	0	0
EBT	**52**	**21**	**178**	**73**	**70**	**83**	**140**
Marge	*15,0 %*	*6,4 %*	*61,3 %*	*25,1 %*	*10,9 %*	*9,1 %*	*13,5 %*
Steuern gesamt	11	-3	22	23	22	26	43
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**41**	**23**	**156**	**50**	**48**	**57**	**96**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**41**	**23**	**156**	**50**	**48**	**57**	**96**
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	**41**	**23**	**156**	**50**	**48**	**57**	**96**
Marge	*11,7 %*	*7,2 %*	*53,7 %*	*17,2 %*	*7,5 %*	*6,3 %*	*9,3 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	53	48	55	55	55	55
EPS	**0,77**	**0,44**	**3,25**	**0,91**	**0,88**	**1,04**	**1,76**
EPS adj.	0,77	0,44	0,84	0,91	0,88	1,04	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 %	85,4 %	87,4 %	83,3 %
Operating Leverage	-5,3 x	-2,1 x	-1,0 x	-81,7 x	0,0 x	0,6 x	4,6 x
EBITDA / Interest expenses	10,9 x	5,3 x	1,4 x	23,8 x	16,2 x	10,9 x	16,1 x
Steuerquote (EBT)	21,5 %	-12,9 %	12,5 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	90,7 %	294,8 %	49,3 %	185,9 %	204,1 %	173,2 %	102,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	997.420	924.834	829.911	827.566	1.842.857	2.600.000	2.948.571

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie

Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	78	108	101	99	391	373	355
davon übrige imm. VG	11	41	34	31	197	179	161
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	67	194	194	194
Sachanlagen	1	1	1	3	9	11	13
Finanzanlagen	236	260	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	**316**	**369**	**103**	**101**	**400**	**384**	**368**
Vorräte	9	8	6	5	26	30	34
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42	42	45	48	106	150	170
Liquide Mittel	21	77	187	317	146	132	137
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7	26	11	4	30	30	30
Umlaufvermögen	**78**	**153**	**249**	**374**	**308**	**342**	**371**
Bilanzsumme (Aktiva)	**394**	**523**	**352**	**476**	**708**	**727**	**739**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	57	54	53	59	60	60	60
Kapitalrücklage	120	92	96	231	292	292	292
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-52	-102	-144
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-43	-56	37	10	48	57	96
Buchwert	165	120	218	331	349	307	305
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	**165**	**120**	**218**	**331**	**349**	**307**	**305**
Rückstellungen gesamt	7	11	11	9	12	12	12
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	1	1	2	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	158	330	87	91	180	210	210
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	25	16	16	22	80	112	127
Sonstige Verbindlichkeiten	39	45	21	23	88	86	86
Verbindlichkeiten	**228**	**402**	**135**	**144**	**359**	**419**	**434**
Bilanzsumme (Passiva)	**394**	**523**	**352**	**476**	**708**	**727**	**739**

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	79,7 x	12,4 x	9,8 x	10,4 x	12,3 x	13,0 x	12,8 x
Capital Employed Turnover	1,2 x	0,9 x	2,4 x	2,7 x	1,7 x	2,4 x	2,7 x
ROA	13,0 %	6,4 %	151,5 %	49,1 %	12,1 %	14,8 %	26,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	15,9 %	18,5 %	21,7 %	46,1 %	21,2 %	16,7 %	27,0 %
ROE	26,9 %	16,4 %	92,2 %	18,1 %	14,2 %	17,4 %	31,5 %
Adj. ROE	26,9 %	16,4 %	23,8 %	18,1 %	14,2 %	17,4 %	31,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	138	253	-99	-225	36	79	75
Nettofinanzverschuldung	137	252	-100	-226	34	78	73
Net Gearing	83,3 %	210,0 %	-45,4 %	-67,9 %	10,2 %	25,8 %	24,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	266,5 %	407,8 %	n.a.	n.a.	35,4 %	64,9 %	41,4 %
Buchwert je Aktie	3,1	2,3	4,5	6,0	6,4	5,6	5,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,6	0,2	2,4	4,2	-0,8	-1,2	-0,9

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	48	57	96
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	24	24
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	1	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-7	31	-115	9	20	0	0
Cash Flow	**37**	**61**	**51**	**69**	**90**	**84**	**123**
Veränderung Vorräte	-1	1	2	1	-20	-5	-4
Veränderung Forderungen aus L+L	-13	0	-3	-2	-58	-44	-20
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3	-22	-2	4	61	33	15
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	-16	10	0	0	-3	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-17	-37	6	3	-18	-18	-9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**20**	**24**	**57**	**72**	**72**	**66**	**114**
Investitionen in iAV	-3	-20	-17	-9	-160	-6	-6
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-2	-2	-4	-5	-5
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**	**-11**	**-11**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	78	92	-183	0	89	30	0
Dividende Vorjahr	-27	-36	-62	-77	-93	-99	-99
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**	**57**	**-69**	**-99**
Veränderung liquide Mittel	-7	57	110	130	-171	-14	5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	**21**	**77**	**187**	**317**	**146**	**132**	**137**

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	17	1	37	66	-92	55	103
Free Cash Flow / Umsatz	4,6 %	0,8 %	13,2 %	21,0 %	-14,3 %	6,0 %	10,0 %
Free Cash Flow Potential	38	58	39	52	65	84	124
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	39,0 %	10,6 %	24,7 %	122,2 %	-191,3 %	96,5 %	107,2 %
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 %	4,4 %	5,6 %	5,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,1 %	6,7 %	6,4 %	3,8 %	25,4 %	1,2 %	1,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	1,9 %	3,4 %	3,5 %	1,6 %	1,1 %	1,0 %
CAPEX / Abschreibungen	119,3 %	337,7 %	191,8 %	110,9 %	762,8 %	40,7 %	40,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-1,6 %	4,3 %	9,1 %	9,2 %	5,3 %	5,6 %	6,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	166,1 %	260,7 %	286,7 %	218,1 %	133,3 %	133,3 %	133,3 %
Vorratsumschlag	27,6 x	27,1 x	27,5 x	26,8 x	17,1 x	20,5 x	19,0 x
Receivables collection period (Tage)	44	47	57	60	60	60	60
Payables payment period (Tage)	37	27	34	54	66	66	71
Cash conversion cycle (Tage)	-56	-28	-34	-53	-48	-50	-54

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation

Quelle: Warburg Research

Working Capital

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

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

-1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.

-2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden , aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.

-6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.

-7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	115	63
Halten	56	31
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	5	3
Gesamt	**183**	**100**

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

… unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	20	69
Halten	6	21
Verkaufen	2	7
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	**29**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [13.11.2015]

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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.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