

Hold EUR 40,00 Kurs EUR 37,82 Upside 5,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 40,00 FCF-Value Potential 18e: 38,00	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Virtual Mobile Network Operator
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.071 Aktienanzahl (Mio.): 55 EV: 2.139 Freefloat MC: 1.654 Ø Trad. Vol. (30T): 7,69 Mio.	Aktionäre: Freefloat 79,9 % M Brucherseifer+Management 1,9 % United Internet Ventures AG 20,7 % Allianz Global Investors 6,4 % Alken Luxemburg 4,8 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,1 KBV: 6,8 x EK-Quote: 49 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,6 x Net Debt / EBITDA: 0,6 x

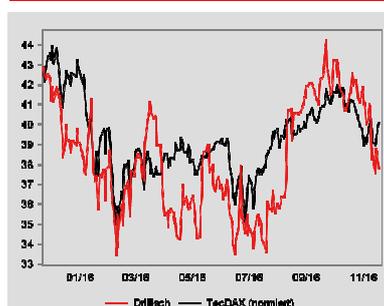
Unsere Einschätzung der Wachstumstrends in Q3 16

Nach den Q3-Zahlen werden die positiven und negativen Einmaleffekte (die im Q3-Bericht gut erklärt werden), die Definition der Serviceumsätze und die Entwicklung des Blended AGPPU (Q2 16: EUR 7,85, Q3 16: EUR 7,75) kontrovers diskutiert. Unseres Erachtens sind die Wachstumstrends im Kerngeschäft, das unserer Auffassung nach Drillischs Online-Segment ist, jedoch nach wie vor intakt.

Nicht wiederkehrende Effekte: In Q3 15 und Q4 15 kam es aufgrund von Drillischs Umstellung auf eine MBA-MVNO-Challenger-Strategie zu nicht wiederkehrenden Effekten. Auch in Q3 16 spielten Einmaleffekte eine Rolle. Das sonstige operative Ergebnis stieg von EUR 3,1 Mio. in Q1 15 und EUR 2,1 Mio. in Q2 16 auf EUR 10,1 Mio. in Q3 16. Der Q3-Wert enthält EUR 8,3 Mio. aus den restlichen Kaufpreisverbindlichkeiten im Zusammenhang mit der 2015 im Rahmen der TPH-Transaktion vereinbarten Earn-Out-Komponente. Dieser positive Effekt wurde durch Kosten für die personelle Umstrukturierung von EUR 5 Mio. (Personalaufwendungen) und die abschließende Zahlung der Earn-Out-Komponente von EUR 3 Mio. (ebenfalls im Zusammenhang mit der TPH-Transaktion) aufgehoben.

Definition der Serviceumsätze: Drillisch definiert seine Mobilfunk-Serviceumsätze vor Rabatten. Beispielsweise wird ein Tarif über EUR 12/Monat, der auf EUR 8 vergünstigt wird, mit dem vollen Betrag von EUR 12 in den Mobilfunk-Serviceumsätzen ausgewiesen. Man könnte annehmen, dass die berichteten (non-IFRS) Mobilfunk-Serviceumsätze teilweise irreführend sind, da die Mobilfunk-Serviceumsätze höher sind als die Zahlungseingänge von Bestandskunden. Eine Definition der Mobilfunk-Serviceumsätze auf Basis dieser Zahlungseingänge würde jedoch nach 12 oder 24 Monaten zu höheren Wachstumsraten der Mobilfunk-Serviceumsätze führen, was ebenfalls irreführend sein könnte. In Q3 16 verzeichnete Drillisch einen Nettozuwachs von 242 Tsd. Budgetkunden, was einem Bruttozuwachs von rund 370 Tsd. Kunden entspricht (11,7% der MVNO-Kunden insgesamt und die höchste Bruttowachstumsrate der Kundenbasis unter deutschen Telekommunikationsgesellschaften). Drillischs Berichterstattung der Mobilfunk-Serviceumsätze führt zu einer Übereinstimmung der Wachstumsraten von Mobilfunk-Serviceumsätzen und Kundenbasis. Eine Definition der Mobilfunk-Serviceumsätze als Zahlungseingänge von Kunden würde vermutlich zu relativ hohen Wachstumsraten der Mobilfunk-Serviceumsätze führen, sobald Kundenwachstum und das Wachstum der Brutto-Neuzugänge/der Kundenbasis insgesamt zurückgehen. Da es jedoch für beide Methoden Pro und Contra gibt, sollte diesem Thema möglicherweise nicht so viel Aufmerksamkeit gewidmet werden.

Wachstumstrends: Im Segment Online, was rund 90% (WRe) zum Brutto- und Nettokundenwachstum beiträgt, wuchs der Umsatz um 7% gegenüber Vorquartal und um 32% gegenüber Vorjahr. Das Bruttoergebnis stieg um +3% gegenüber Vorquartal und um +13% gegenüber Vorjahr. Gleichzeitig ging die Bruttoergebnismarge von 53,0% in Q3 2015 auf 45,2% in Q3 2016 zurück. Man könnte auf den ersten Blick davon ausgehen, dass das Umsatzwachstum mit rückläufigen Bruttomargen oder – mit anderen Worten – mit einem höheren Materialaufwand einherging. Dies scheint auf den ersten Blick unlogisch, da die wirtschaftliche Grundlage des MBA-MVNO-Vertrages zu steigenden Bruttomargen führen sollte. Die Schlussfolgerung, dass sich die Umsatzqualität verschlechtert hat, könnte unseres Erachtens falsch sein. In Q3 2016 wuchs das EBITDA im Segment Online um +68% gegenüber Vorjahr und um +10% gegenüber Vorquartal auf EUR 33,3 Mio. Die EBITDA-Marge verbesserte sich von 23,0% in Q3 2015 auf 29,3% in Q3 2016. In Q3 2015 belief sich der Marketingaufwand auf EUR 17 Mio. und in Q3 2016 auf EUR 5,5 Mio. Folglich hat Drillisch den Marketingaufwand einfach auf direkte Abschläge auf Tarife und Preise verschoben. Neukunden erhielten einen Rabatt auf die reguläre Monatsgebühr, was sich negativ auf das Bruttoergebnis auswirkte. Der EBITDA-Dynamik im Segment nach zu urteilen war der Nettoeffekt des niedrigeren Marketingaufwands und des niedrigeren Umsatzes mit Neukunden positiv. Dementsprechend sehen wir unsere Annahmen zu Kunden- und operativem Ergebniswachstum durch die Q3-Zahlen bestätigt. Unsere Annahmen im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells sind fast vollständig im aktuellen Aktienkurs reflektiert. Die Halten-Empfehlung wird mit einem DCF-basierten Kursziel von EUR 40 bestätigt.

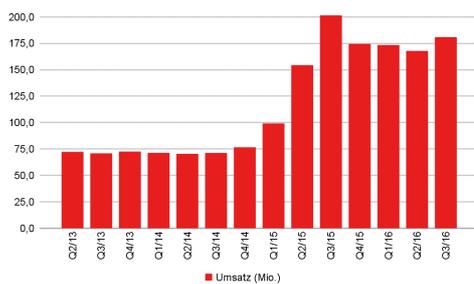


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	-7,3 %
6 Monate:	-3,3 %
Jahresverlauf:	3,4 %
Letzte 12 Monate:	-5,9 %

Unternehmenstermine:	
Nettoverschuldung	253
ROCE (NOPAT)	18,5 %
Guidance:	EBITDA 2016e: EUR 115 Mio. - EUR 120 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,7

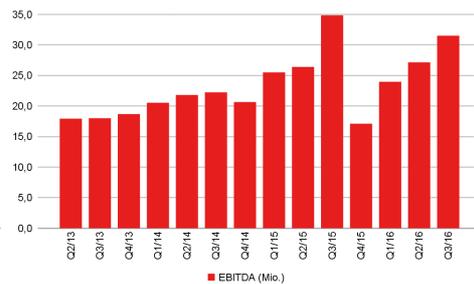
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	12,7 %	324	290	290	630	695	820	900
Veränd. Umsatz yoy		-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	10,4 %	18,0 %	9,8 %
Rohertragsmarge		34,3 %	41,8 %	49,9 %	40,8 %	40,6 %	43,5 %	44,8 %
EBITDA	23,4 %	62	71	85	105	117	162	198
Marge		19,1 %	24,4 %	29,4 %	16,7 %	16,9 %	19,7 %	22,0 %
EBIT	28,6 %	55	61	75	69	67	111	147
Marge		17,1 %	21,1 %	26,0 %	11,0 %	9,7 %	13,5 %	16,3 %
Nettoergebnis	28,9 %	23	156	50	46	43	72	99
EPS	29,2 %	0,44	3,25	0,91	0,84	0,78	1,32	1,81
EPS adj.	35,3 %	0,44	0,84	0,91	0,84	1,06	1,59	2,08
DPS	1,9 %	1,30	1,60	1,70	1,70	1,70	1,80	1,80
Dividendenrendite		14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,2 %	4,5 %	4,8 %	4,8 %
FCFPS		0,02	0,77	1,21	-1,58	1,28	1,85	2,42
FCF / Marktkap.		0,5 %	5,2 %	4,1 %	-4,0 %	3,4 %	4,9 %	6,4 %
EV / Umsatz		1,4 x	1,2 x	3,3 x	3,1 x	3,1 x	2,6 x	2,2 x
EV / EBITDA		7,1 x	5,0 x	11,3 x	18,6 x	18,3 x	13,2 x	10,1 x
EV / EBIT		7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	31,8 x	19,3 x	13,6 x
KGv		20,0 x	4,7 x	29,4 x	47,7 x	48,5 x	28,6 x	20,9 x
KGv ber.		20,0 x	18,2 x	29,4 x	47,7 x	35,7 x	23,8 x	18,2 x
FCF Yield Potential		13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	3,9 %	5,3 %	6,8 %
Nettoverschuldung		253	-99	-225	45	68	60	-71
ROCE (NOPAT)		18,5 %	21,7 %	46,1 %	19,1 %	11,9 %	21,1 %	30,5 %
Guidance:		EBITDA 2016e: EUR 115 Mio. - EUR 120 Mio., Dividende je Aktie 2015e: EUR 1,7						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



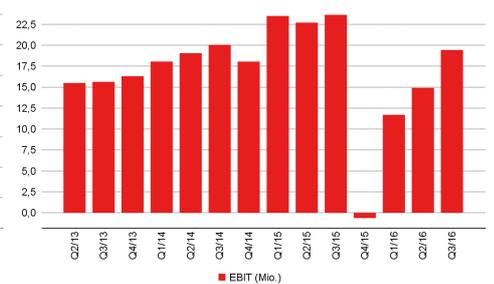
Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

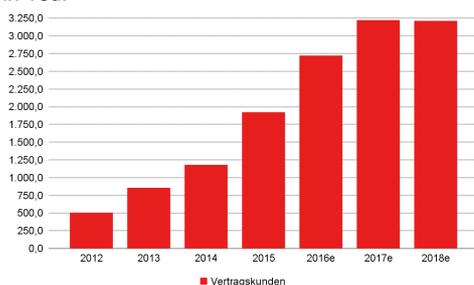
Unternehmenshintergrund

- Drillisch (DRI) hat einen sogenannten MBA-MVNO-Vertrag mit Telefonica Deutschland (TD) über den exklusiven Zugang zu 20% der TD-Netzkapazität in Deutschland. Die Kapazität wird in mobilem Datenvolumen gemessen.
- Die Verpflichtung zu einem Kauf von 20% der Kapazität beginnt 2019. Bis dahin steigt das von DRI zu kaufende Volumen sukzessive an. DRI hat außerdem die Option, weitere 10% der Kapazität zu kaufen.
- Der Vertrag sichert DRI Zugang zu allen zukünftigen Netzwerktechnologien und vollständigen Zugang zu LTE. Die Kaufbedingungen sollten sehr attraktiv sein und für einen Wettbewerbsvorteil sorgen.
- DRI verfolgt im deutschen Mobilfunkmarkt eine Challenger-Strategie mit einer Mehrmarkenstrategie. Es gibt zwei Kernmarken: "Yourfone" für den stationären Vertrieb und "Smartmobil" für den Online-Vertrieb.
- 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

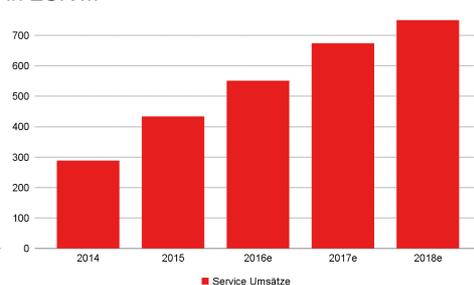
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Netz- und Technologie-Zugang: Durch seine Verträge kann DRI wie ein Mobilfunkbetreiber ohne hohe Investitionsrisiken agieren. Verglichen mit seinen Wettbewerbern hat DRI den besten Zugang zu Kapazitäten und Technologie.
- 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.
- Breites Spektrum an Verträgen mit Netzbetreibern: Neben dem MBA-MVNO-Vertrag mit TD hat DRI einen MVNO-Vertrag mit Vodafone und diverse MSP-Verträge.

Budgetkunden
in Tsd.



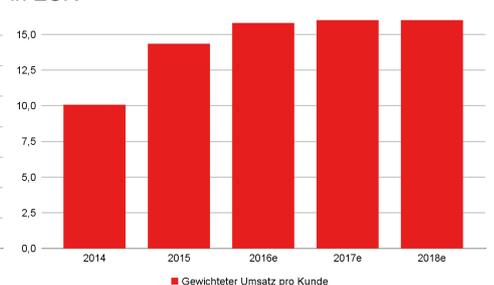
Quelle: Warburg Research

Service Umsätze
in EUR m



Quelle: Warburg Research

Gewichteter Umsatz pro Kunde
in EUR



Quelle: Warburg Research

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	695	820	900	981	1.020	1.051	1.061	1.061	1.061	1.061	1.061	1.061	1.061	
Umsatzwachstum	10,4 %	18,0 %	9,8 %	9,0 %	4,0 %	3,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	67	111	148	212	235	242	244	244	239	239	233	233	233	
EBIT-Marge	9,7 %	13,5 %	16,4 %	21,6 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	22,5 %	22,5 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	
Steuerquote (EBT)	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	
NOPAT	46	75	101	144	162	167	168	168	165	165	161	161	161	
Abschreibungen	50	51	51	33	41	37	32	30	27	25	25	24	24	
Abschreibungsquote	7,2 %	6,2 %	5,7 %	3,4 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,8 %	2,5 %	2,4 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	6	6	0	4	2	1	-1	0	0	0	0	0	0	
- Investitionen	14	16	19	23	24	26	28	28	27	24	25	24	24	
Investitionsquote	2,0 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	76	104	133	150	175	177	173	171	165	166	161	161	161	161
Barwert FCF	76	98	117	123	135	128	117	108	98	92	84	79	74	1.094
Anteil der Barwerte	11,99 %			42,84 %										45,18 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	10,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Akte)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,30
WACC	6,74 %	Beta	1,06

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	1.327		
Terminal Value	1.094		
Zinstr. Verbindlichkeiten	90		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	60	Aktienzahl (Mio.)	59,3
Eigenkapitalwert	2.389	Wert je Aktie (EUR)	40,29

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge									
Beta	WACC	-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,26	7,7 %	33,79	34,19	34,61	35,06	35,54	36,05	36,60	1,26	7,7 %	32,63	33,44	34,25	35,06	35,87	36,68	37,49
1,16	7,2 %	35,97	36,45	36,95	37,49	38,07	38,70	39,37	1,16	7,2 %	34,90	35,77	36,63	37,49	38,36	39,22	40,09
1,11	7,0 %	37,17	37,69	38,24	38,84	39,48	40,17	40,92	1,11	7,0 %	36,16	37,05	37,95	38,84	39,74	40,63	41,52
1,06	6,7 %	38,44	39,01	39,63	40,29	41,00	41,77	42,60	1,06	6,7 %	37,51	38,43	39,36	40,29	41,21	42,14	43,07
1,01	6,5 %	39,80	40,44	41,11	41,85	42,64	43,49	44,42	1,01	6,5 %	38,96	39,92	40,88	41,85	42,81	43,77	44,73
0,96	6,2 %	41,27	41,96	42,72	43,53	44,41	45,36	46,41	0,96	6,2 %	40,53	41,53	42,53	43,53	44,53	45,53	46,53
0,86	5,7 %	44,53	45,39	46,32	47,33	48,44	49,65	50,98	0,86	5,7 %	44,08	45,16	46,25	47,33	48,42	49,50	50,59

■ ...

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	23	156	50	46	43	72	100	
+ Abschreibung + Amortisation	6	10	10	36	50	51	51	
- Zinsergebnis (netto)	-35	117	-3	-3	-4	-4	-1	
- Erhaltungsinvestitionen	6	10	10	12	14	15	15	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	58	39	52	74	83	112	137	
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	3,9 %	5,3 %	6,8 %	
WACC	6,74 %	6,74 %	6,74 %	6,74 %	6,74 %	6,74 %	6,74 %	
= Enterprise Value (EV)	441	356	961	1.961	2.139	2.131	2.000	
= Fair Enterprise Value	856	574	777	1.094	1.233	1.670	2.033	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	44	44	44	44	67	58	-73	
- Pensionsverbindlichkeiten	1	1	1	1	2	2	2	
- Sonstige	-280	-280	-280	-280	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	1.091	809	1.011	1.329	1.164	1.610	2.104	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	19,92	14,77	18,47	24,26	21,26	29,39	38,42	
Premium (-) / Discount (+) in %					-43,8 %	-22,3 %	1,6 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,74 %	15,11	11,54	14,10	18,11	14,33	20,00	26,98
	8,74 %	16,34	12,37	15,22	19,69	16,11	22,42	29,92
	7,74 %	17,90	13,41	16,64	21,68	18,35	25,45	33,62
WACC	6,74 %	19,92	14,77	18,47	24,26	21,26	29,39	38,42
	5,74 %	22,65	16,59	20,94	27,75	25,18	34,71	44,89
	4,74 %	26,52	19,19	24,46	32,70	30,76	42,27	54,10
	3,74 %	32,47	23,18	29,86	40,30	39,33	53,87	68,23

▪ FCF Value Potential berücksichtigt Wachstumspotenzial bis 2019e nicht

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	3,9 x	3,4 x	4,4 x	6,2 x	6,8 x	7,3 x	5,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,24	2,42	4,25	-0,46	-0,72	-0,45	2,03
EV / Umsatz	1,4 x	1,2 x	3,3 x	3,1 x	3,1 x	2,6 x	2,2 x
EV / EBITDA	7,1 x	5,0 x	11,3 x	18,6 x	18,3 x	13,2 x	10,1 x
EV / EBIT	7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	31,8 x	19,3 x	13,6 x
EV / EBIT adj.*	7,9 x	5,8 x	12,8 x	28,3 x	31,8 x	19,3 x	13,6 x
Kurs / FCF	188,4 x	19,1 x	24,1 x	n.a.	31,9 x	22,0 x	16,9 x
KGV	20,0 x	4,7 x	29,4 x	47,7 x	48,5 x	28,6 x	20,9 x
KGV ber.*	20,0 x	18,2 x	29,4 x	47,7 x	35,7 x	23,8 x	18,2 x
Dividendenrendite	14,8 %	10,5 %	6,4 %	4,2 %	4,5 %	4,8 %	4,8 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	10,9 %	5,4 %	3,8 %	3,9 %	5,3 %	6,8 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

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

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	324	290	290	630	695	820	900
Veränd. Umsatz yoy	-7,3 %	-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	10,4 %	18,0 %	9,8 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktiviere Eigenleistungen	2	2	2	2	2	0	0
Gesamterlöse	326	293	291	632	697	820	900
Materialaufwand	215	171	147	375	415	463	497
Rohertrag	111	121	144	257	282	357	403
Rohertragsmarge	34,3 %	41,8 %	49,9 %	40,8 %	40,6 %	43,5 %	44,8 %
Personalaufwendungen	23	24	25	47	66	60	63
Sonstige betriebliche Erträge	8	4	1	20	18	10	9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34	30	36	125	117	145	151
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	62	71	85	105	117	162	198
Marge	19,1 %	24,4 %	29,4 %	16,7 %	16,9 %	19,7 %	22,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	1	5	5	5	5
EBITA	61	70	84	101	112	157	193
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	9	9	32	45	46	46
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	55	61	75	69	67	111	147
Marge	17,1 %	21,1 %	26,0 %	11,0 %	9,7 %	13,5 %	16,3 %
EBIT adj.	55	61	75	69	67	111	147
Zinserträge	1	1	1	1	0	0	0
Zinsaufwendungen	12	50	4	4	4	4	1
Sonstiges Finanzergebnis	-24	166	0	0	0	0	0
EBT	21	178	73	66	63	106	146
Marge	6,4 %	61,3 %	25,1 %	10,5 %	9,1 %	13,0 %	16,2 %
Steuern gesamt	-3	22	23	20	20	34	47
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	23	156	50	46	43	72	99
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	23	156	50	46	43	72	99
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	23	156	50	46	43	72	99
Marge	7,2 %	53,7 %	17,2 %	7,3 %	6,2 %	8,8 %	11,0 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	53	48	55	55	55	55	55
EPS	0,44	3,25	0,91	0,84	0,78	1,32	1,81
EPS adj.	0,44	0,84	0,91	0,84	1,06	1,59	2,08

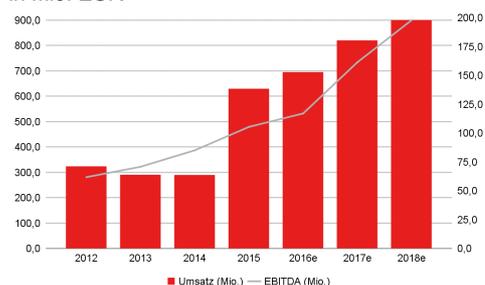
*Adjustiert um:

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

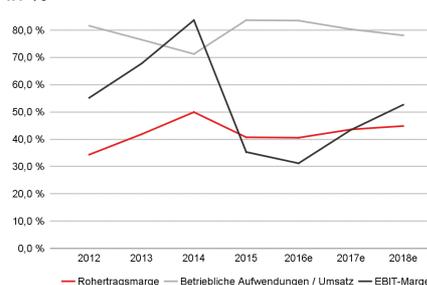
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	81,6 %	76,4 %	71,2 %	83,6 %	83,5 %	80,3 %	78,0 %
Operating Leverage	-2,1 x	-1,0 x	-81,7 x	-0,1 x	-0,3 x	3,6 x	3,4 x
EBITDA / Interest expenses	5,3 x	1,4 x	23,8 x	26,1 x	27,9 x	38,5 x	198,0 x
Steuerquote (EBT)	-12,9 %	12,5 %	31,0 %	30,4 %	32,0 %	32,0 %	32,2 %
Ausschüttungsquote	294,8 %	49,3 %	185,9 %	203,2 %	217,3 %	136,4 %	99,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	924.834	829.911	827.566	1.798.703	1.985.714	2.342.857	2.571.429

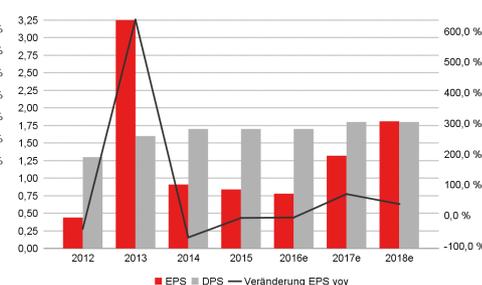
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

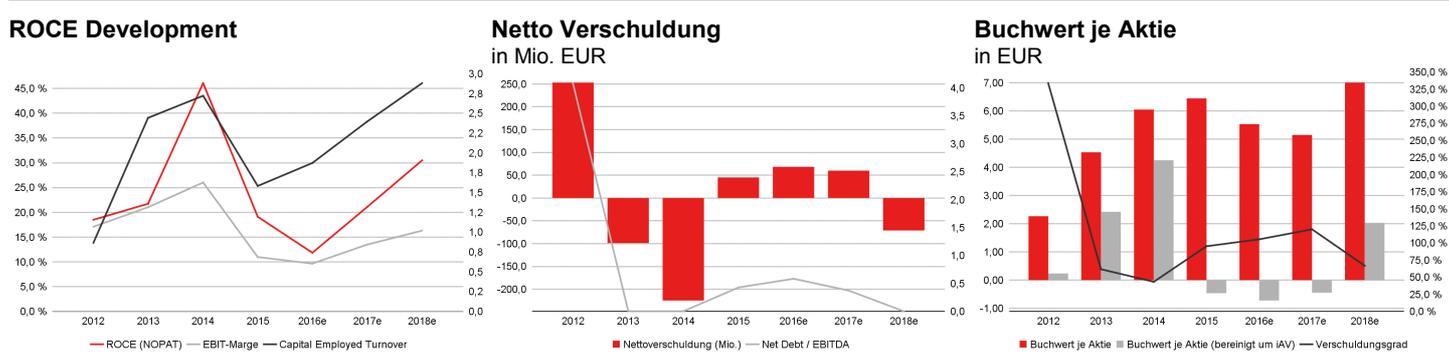
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	108	101	99	378	342	306	272
davon übrige imm. VG	41	34	31	271	235	199	165
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	67	107	107	107	107
Sachanlagen	1	1	3	11	11	12	14
Finanzanlagen	260	0	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	369	103	101	390	354	319	287
Vorräte	8	6	5	32	35	37	41
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42	45	48	89	97	117	126
Liquide Mittel	77	187	317	123	75	83	113
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	26	11	4	55	62	64	72
Umlaufvermögen	153	249	374	299	269	301	352
Bilanzsumme (Aktiva)	523	352	476	689	623	620	639
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	54	53	59	60	60	60	65
Kapitalrücklage	92	96	231	296	296	296	391
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-96	-146	-172
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-56	37	10	-34	43	72	100
Buchwert	120	218	331	353	303	282	384
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	120	218	331	353	303	282	384
Rückstellungen gesamt	11	11	9	19	21	22	26
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	1	2	1	2	2	2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	330	87	91	167	141	141	40
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16	16	22	81	86	101	111
Sonstige Verbindlichkeiten	45	21	23	69	72	74	78
Verbindlichkeiten	402	135	144	336	320	338	255
Bilanzsumme (Passiva)	523	352	476	689	623	620	639

Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	12,4 x	9,8 x	10,4 x	13,7 x	13,3 x	13,9 x	14,8 x
Capital Employed Turnover	0,9 x	2,4 x	2,7 x	1,6 x	1,9 x	2,4 x	2,9 x
ROA	6,4 %	151,5 %	49,1 %	11,9 %	12,1 %	22,7 %	34,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	18,5 %	21,7 %	46,1 %	19,1 %	11,9 %	21,1 %	30,5 %
ROE	16,4 %	92,2 %	18,1 %	13,5 %	13,1 %	24,7 %	29,7 %
Adj. ROE	16,4 %	23,8 %	18,1 %	13,5 %	17,6 %	29,9 %	34,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	253	-99	-225	45	68	60	-71
Nettofinanzverschuldung	252	-100	-226	44	67	58	-73
Net Gearing	210,0 %	-45,4 %	-67,9 %	12,8 %	22,6 %	21,3 %	-18,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	407,8 %	n.a.	n.a.	41,6 %	57,0 %	36,2 %	n.a.
Buchwert je Aktie	2,3	4,5	6,0	6,4	5,5	5,1	7,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,2	2,4	4,2	-0,5	-0,7	-0,4	2,0



Quelle: Warburg Research

Cash flow

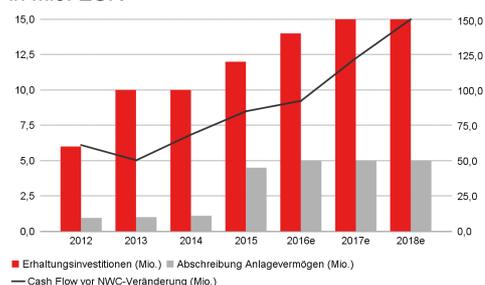
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	23	156	50	46	43	72	100
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	1	5	5	5	5
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5	9	9	32	45	46	46
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	1	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	31	-115	9	4	0	0	0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	61	51	69	86	93	123	151
Veränderung Vorräte	1	2	1	-27	-2	-3	-4
Veränderung Forderungen aus L+L	0	-3	-2	-41	-9	-20	-9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-22	-2	4	58	5	16	13
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-16	10	0	0	-3	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-37	6	3	-9	-9	-6	0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	24	57	72	76	84	117	151
Investitionen in iAV	-20	-17	-9	-160	-9	-10	-12
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-2	-4	-5	-6	-7
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	-7	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	-75	0	0	1	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	106	370	1	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	8	350	-5	-169	-14	-16	-19
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	92	-183	0	0	-26	0	-101
Dividende Vorjahr	-36	-62	-77	-90	-93	-93	-99
Erwerb eigener Aktien	-32	-8	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	-44	140	-10	0	0	98
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	25	-298	63	-101	-119	-93	-103
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	57	110	130	-194	-49	8	30
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	77	187	317	123	75	83	113

Kennzahlen

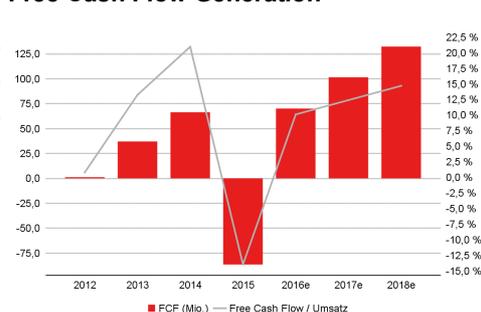
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	1	37	66	-87	70	101	132
Free Cash Flow / Umsatz	0,8 %	13,2 %	21,0 %	-13,9 %	10,1 %	12,4 %	14,7 %
Free Cash Flow Potential	58	39	52	74	83	112	137
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	10,6 %	24,7 %	122,2 %	-189,9 %	163,8 %	140,4 %	133,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,9 %	1,0 %	0,4 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,8 %	24,2 %	4,0 %	3,1 %	2,7 %	3,0 %	1,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	6,7 %	6,4 %	3,8 %	26,1 %	2,0 %	2,0 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	3,4 %	3,5 %	1,9 %	2,0 %	1,8 %	1,7 %
CAPEX / Abschreibungen	337,7 %	191,8 %	110,9 %	454,7 %	28,0 %	31,4 %	37,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	4,3 %	9,1 %	9,2 %	4,8 %	5,5 %	5,4 %	5,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	260,7 %	286,7 %	218,1 %	109,4 %	113,3 %	115,5 %	113,3 %
Vorratsumschlag	27,1 x	27,5 x	26,8 x	11,6 x	11,9 x	12,4 x	12,2 x
Receivables collection period (Tage)	47	57	60	51	51	52	51
Payables payment period (Tage)	27	34	54	79	75	80	82
Cash conversion cycle (Tage)	-28	-34	-53	-48	-45	-51	-54

Investitionen und Cash Flow

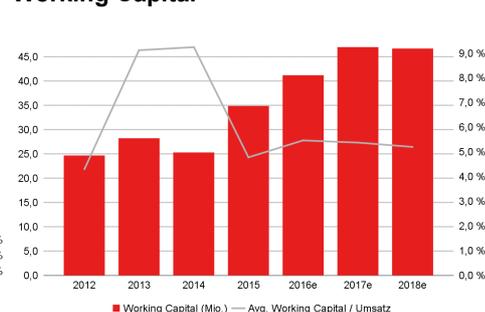
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser 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. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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.

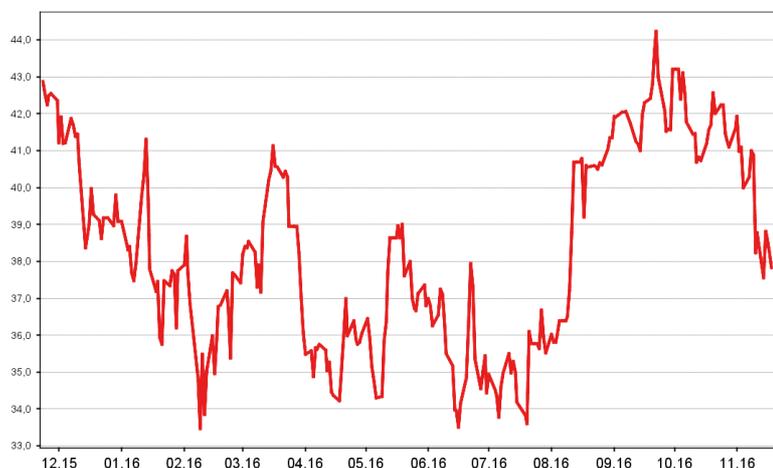
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	123	64
Halten	64	33
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	193	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	27	73
Halten	9	24
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	37	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [21.11.2016]

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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

Henrik Paganetty +49 40 309537-185
Telecommunications hpaganetty@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Car Suppliers, Technology awahl@warburg-research.com

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@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 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

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

MACRO RESEARCH

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

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

Our research can be found under:

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

Thomson 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