

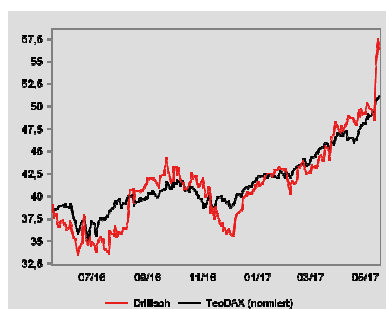
Hold EUR 56,00 (EUR 44,00) Kurs EUR 56,44 Downside -0,8 %	Wertindikatoren: EUR FCF-Value Potential 19e: 42,00 SotP: 56,00	Aktien Daten: Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	Beschreibung: Virtual Mobile Network Operator
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 3.091 Aktienanzahl (Mio.): 55 EV: 3.158 Freefloat MC: 2.469 Ø Trad. Vol. (30T): 18,54	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): 2017e Beta: 1,0 KBV: 12,1 x EK-Quote: 45 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,4 x Net Debt / EBITDA: 0,4 x

Integration der Transaktion mit UI; Neues Kursziel von EUR 56

Wir erhöhen unser vorheriges DCF-basiertes Kursziel von EUR 44 (Stand-Alone-Ansatz) auf EUR 56 (SotP-basiert). Unser neuer Ansatz ist eher simpel: (1) Stand-Alone Equity fairer Wert von EUR 2,256 Mrd. (basierend auf einem fairen Wert von EUR 44); (2) EUR 5,85 Mrd. fairer Wert für 1&1 Telecommunication SE, (3) Barwert der Synergien (EUR 1,72 Mrd., nach Steuern). Unsere Annahmen führen zu einem neuen SotP-basierten Wert von EUR 56 je Drillisch Aktie – siehe Seite 3 für Tabellen. Für unser neues Kursziel gehen wir davon aus, dass die Aktionäre mit einer Mehrheit von 75% für die Transaktion stimmen werden.

Drillisch hat eine 190-seitige Fairness Opinion veröffentlicht, die von einem Beratungsunternehmen geschrieben wurde. Dieses Dokument enthält detaillierte Planungszeiträume bis 2020e für Drillisch und 1&1 Telecommunication SE. Interessanterweise antizipiert Drillisch ein EBITDA von EUR 311 Mio. und ein EBIT von EUR 286 Mio., während unser Modell ein EBITDA von EUR 240 Mio. und ein EBIT von EUR 191 Mio. erwartet, d.h. ein Unterschied von jeweils EUR 71 und EUR 95 Mio. Wenn wir die Zahlen von Drillisch durch unser DCF-Modell laufen lassen, dann erhöht sich unser DCF-basierter Stand-Alone implizite faire Wert auf EUR 60. Das könnte auf den ersten Blick verwirrend anmuten. Wenn Drillisch EBITDA- und EBIT-Zahlen erwartet, die auf einen fairen Wert von EUR 60 Stand-Alone deuten, warum gibt es eine Transaktion basierend auf einem fairen Wert von EUR 50? Wenn wir zudem EUR 60 als Stand-Alone-Bewertung für Drillisch annehmen und den Barwert der Synergien addieren, dann könnte der neue faire Wert von Drillisch (inkl. 1&1) bei >EUR 60 liegen. Basierend auf den vorgelegten Zahlen wird Drillisch mit einem EV/EBITDA 19e von 9,5x (Eigenkapitalwert: 2,95 Mrd.) und 1&1 Telecom mit 9,7x (Eigenkapitalwert: EUR 5,85 Mrd.) bewertet, was zu einem Bewertungsaustauschverhältnis von 1:1,97 führt.

Erneut, worauf begründet sich der Deal? Es ist die Kombination von Drillischs MBA-MVNO-Vertrag, der einen langfristigen Zugang zu den Telefonica-Netzkapazitäten und Technologien zu günstigen Konditionen und UIs Kundenbasis und Vertriebskraft sichert, die eingesetzt werden können, um die vollständigen Kapazitäten von Drillisch auszuschöpfen (30% von Telefonica Deutschlands Mobilfunkdatenkapazitäten). Auf den ersten Blick scheint es, als ob UIs Kundenbeitrag höher bewertet und gewichtet wird als Drillischs Monopol in Deutschland auf den MBA-MVNO-Vertrag. Möglicherweise könnte Drillisch ein höheres Risiko für seine mittel- bis langfristigen Prognosen bei der Durchführung und Lieferung des antizipierten Kunden- und Ergebniswachstums sehen. Das Management hat jedoch ausgezeichnete Arbeit geleistet. Es hat den MBA-MVNO-Deal mit Telefonica Deutschland abgeschlossen und exklusiven Zugang zu den 20% von Telefonica Deutschlands Netzwerkkapazitäten (ohne Geschwindigkeits- oder Technologiebegrenzung) inkl. einer Erhöhungsoption von 10% erhalten. Hintergrund: Telefonica Deutschland hat E-Plus akquiriert und das EU-Maßnahmenpaket enthielt die Verpflichtung von Telefonica Deutschland, mindestens 20% seiner Netzkapazitäten ans MVNOs zu verkaufen. Es wurde nicht davon ausgegangen, dass ein einzelner Anbieter ein Monopol und die Exklusivität für die Kapazität erhalten würde, sondern eher, dass verschiedene Anbieter einen bestimmten Anteil davon übernehmen würden. Der exklusive Deal mit Drillisch hat die Branche überrascht. Der wahre wirtschaftliche Wert des MBA-MVNO-Vertrags ist nun offensichtlich geworden. Insgesamt haben wir die langfristige Wettbewerbsposition von UI im Mobilfunk anscheinend überschätzt. Ursprünglich haben wir gefolgert, dass UI nicht zwingend auf einen Deal mit Drillisch angewiesen ist. Nun scheint es jedoch, als ob die Wettbewerbsposition von UI mit seinen Netzwerkverträgen mit Vodafone und Telefonica nicht stark genug war für einen Stand-Alone-Case im Bereich Mobilfunk. Wir folgern daraus, dass die Kunden- und insbesondere die Ergebniswachstumserwartungen bis 2020e möglicherweise zu hoch angesetzt waren. Dementsprechend waren die Stand-Alone-Cases und langfristigen Prognosen für United Internet und Drillisch möglicherweise zu optimistisch. Die Fusion der beiden Telekommunikationsunternehmen und die implizierten Synergien sollten die womöglich zu optimistischen Erwartungen für beide Stand-Alone-Cases ausgleichen und einen zusätzlichen Wert beitragen.

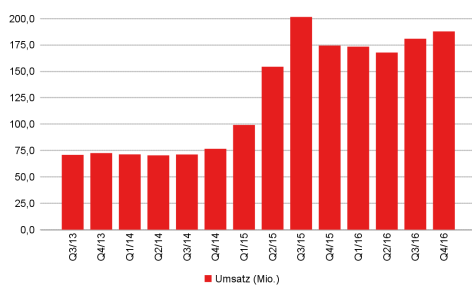


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	5,7 %
6 Monate:	18,7 %
Jahresverlauf:	15,3 %
Letzte 12 Monate:	12,3 %

Unternehmenstermine:	
18.05.17	HV
10.08.17	Q2
14.11.17	Q3

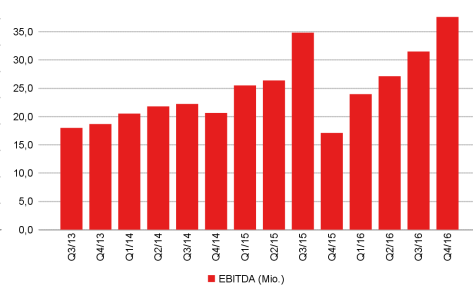
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	4,0 %	290	290	630	710	657	749	798
Veränd. Umsatz yoy		-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	12,8 %	-7,5 %	14,0 %	6,5 %
Rohermtragsmarge		41,8 %	49,9 %	40,8 %	39,6 %	51,6 %	52,9 %	54,1 %
EBITDA	23,4 %	71	85	105	120	165	207	226
Marge		24,4 %	29,4 %	16,7 %	16,9 %	25,1 %	27,6 %	28,3 %
EBIT	44,2 %	61	75	69	59	103	145	176
Marge		21,1 %	26,0 %	11,0 %	8,3 %	15,7 %	19,4 %	22,1 %
Nettoergebnis	65,1 %	156	50	46	26	66	98	119
EPS	61,2 %	3,25	0,91	0,84	0,48	1,20	1,66	2,01
EPS adj.	61,2 %	0,84	0,91	0,84	0,48	1,20	1,66	2,01
DPS	7,3 %	1,60	1,70	1,70	1,70	1,80	1,90	2,10
Dividendenrendite		10,5 %	6,4 %	4,2 %	4,5 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %
FCFPS		0,77	1,21	-1,58	1,36	2,05	2,26	2,46
FCF / Marktkap.		5,2 %	4,1 %	-4,0 %	3,2 %	3,6 %	4,3 %	4,7 %
EV / Umsatz		1,2 x	3,3 x	3,1 x	2,7 x	4,8 x	4,1 x	3,8 x
EV / EBITDA		5,0 x	11,3 x	18,6 x	15,7 x	19,1 x	14,7 x	13,3 x
EV / EBIT		5,8 x	12,8 x	28,3 x	32,2 x	30,7 x	20,9 x	17,1 x
KGV		4,7 x	29,4 x	47,7 x	79,3 x	47,0 x	34,0 x	28,1 x
KGV ber.		18,2 x	29,4 x	47,7 x	79,3 x	47,0 x	34,0 x	28,1 x
FCF Yield Potential		10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,1 %	3,6 %	4,7 %	5,1 %
Nettoverschuldung		-99	-225	45	86	68	-57	-90
ROCE (NOPAT)		21,7 %	46,1 %	19,1 %	7,3 %	19,8 %	32,1 %	43,0 %
Guidance:		EBITDA 2017e: EUR 160 Mio. - EUR 170 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



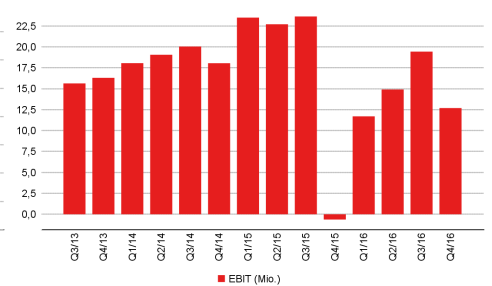
Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

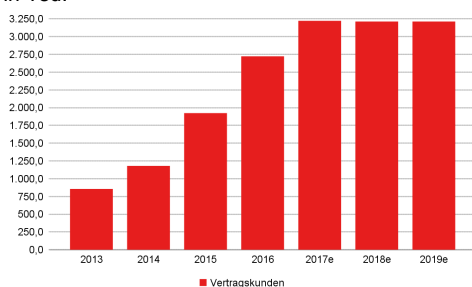
Unternehmenshintergrund

- 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. DRI kann niedrigere Preise anbieten als die Netzbetreiber und andere MVNOs, aber gleichzeitig höhere Datenvolumina anbieten.

Wettbewerbsqualität

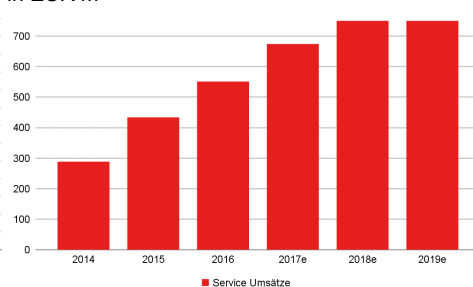
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Netz- und Technologie-Zugang: Durch seine Verträge kann DRI wie ein Mobilfunkbetreiber 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.



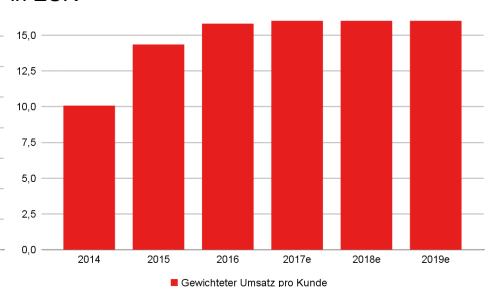
Quelle: Warburg Research

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	
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e		
Umsatz	657	749	798	849	883	910	919	919	919	919	919	919	919	n.a.	0,0 %
Umsatzwachstum	-7,5 %	14,0 %	6,5 %	6,4 %	4,0 %	3,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	n.a.	
EBIT	103	145	176	191	208	214	216	216	216	216	216	216	216	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	15,7 %	19,4 %	22,1 %	22,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	23,5 %	n.a.	
Steuerquote (EBT)	33,4 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	n.a.	n.a.
NOPAT	69	99	120	130	143	147	149	149	149	149	149	149	149	n.a.	
Abschreibungen	62	62	50	51	44	45	37	37	37	37	37	37	37	n.a.	n.a.
Abschreibungsquote	9,4 %	8,3 %	6,3 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	n.a.	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Liquiditätsveränderung														n.a.	
- Working Capital	3	8	5	5	3	2	1	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
- Investitionen	16	19	19	15	15	15	16	16	15	14	14	14	14	n.a.	
Investitionsquote	2,4 %	2,5 %	2,4 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	n.a.	n.a.
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	112	134	146	159	169	175	169	170	171	172	172	172	172	n.a.	172
Barwert FCF	108	122	125	129	128	125	114	107	102	96	90	85	n.a.	1.262	
Anteil der Barwerte	13,32 %			39,47 %										47,21 %	

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	12,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	6,33 %	Beta	1,00

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	1.411		
Terminal Value	1.262		
Zinstr. Verbindlichkeiten	140		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	100	Aktienzahl (Mio.)	59,3
Eigenkapitalwert	2.631	Wert je Aktie (EUR)	44,35

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
1,21	7,3 %	36,61	37,09	37,59	38,13	38,71	39,33	39,99	1,21	7,3 %	35,98	36,69	37,41	38,13	38,85	39,57	40,28
1,10	6,8 %	39,17	39,74	40,36	41,01	41,72	42,48	43,31	1,10	6,8 %	38,70	39,47	40,24	41,01	41,78	42,56	43,33
1,05	6,6 %	40,59	41,22	41,89	42,62	43,41	44,25	45,18	1,05	6,6 %	40,22	41,02	41,82	42,62	43,42	44,22	45,02
1,00	6,3 %	42,10	42,80	43,55	44,35	45,23	46,18	47,21	1,00	6,3 %	41,86	42,69	43,52	44,35	45,19	46,02	46,85
0,95	6,1 %	43,73	44,50	45,33	46,23	47,21	48,28	49,44	0,95	6,1 %	43,63	44,50	45,36	46,23	47,10	47,97	48,83
0,90	5,8 %	45,48	46,33	47,26	48,27	49,37	50,57	51,89	0,90	5,8 %	45,56	46,46	47,37	48,27	49,18	50,08	50,98
0,79	5,3 %	49,41	50,48	51,65	52,92	54,32	55,87	57,58	0,79	5,3 %	49,95	50,94	51,93	52,92	53,91	54,90	55,90

■ ...

■ Aktienanzahl: 57 Mio., Wandelanleihen: +4,54 Mio.

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.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	156	50	46	26	66	98	119	
+ Abschreibung + Amortisation	10	10	36	61	62	62	50	
- Zinsergebnis (netto)	117	-3	-3	-3	-4	-1	-1	
- Erhaltungsinvestitionen	10	10	12	14	18	18	18	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	39	52	74	77	114	143	152	
Free Cash Flow Yield Potential	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,1 %	3,6 %	4,7 %	5,1 %	
WACC	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	
= Enterprise Value (EV)	356	961	1.961	1.891	3.158	3.034	3.001	
= Fair Enterprise Value	611	827	1.165	1.218	1.802	2.259	2.402	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	85	85	85	85	66	-59	-92	
- Pensionsverbindlichkeiten	2	2	2	2	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	805	1.020	1.358	1.412	1.734	2.315	2.492	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	14,69	18,64	24,80	25,78	31,66	42,28	45,50	
Premium (-) / Discount (+) in %					-43,9 %	-25,1 %	-19,4 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,33 %	11,10	13,78	17,96	18,63	21,08	26,93	29,14
	8,33 %	12,01	15,01	19,70	20,44	23,76	30,05	32,45
	7,33 %	13,17	16,57	21,90	22,74	27,17	34,01	36,67
WACC	6,33 %	14,69	18,64	24,80	25,78	31,66	39,24	42,23
	5,33 %	16,79	21,47	28,79	29,96	37,84	46,42	49,87
	4,33 %	19,85	25,61	34,63	36,06	46,87	56,93	61,04
	3,33 %	24,75	32,25	43,97	45,83	61,32	73,75	78,93

▪ FCF Value Potential berücksichtigt Wachstumspotenzial bis 2019e nicht

Wertermittlung

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
KBV	3,4 x	4,4 x	6,2 x	7,4 x	12,1 x	8,9 x	8,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,42	4,25	-0,46	-1,29	-0,91	1,59	2,31
EV / Umsatz	1,2 x	3,3 x	3,1 x	2,7 x	4,8 x	4,1 x	3,8 x
EV / EBITDA	5,0 x	11,3 x	18,6 x	15,7 x	19,1 x	14,7 x	13,3 x
EV / EBIT	5,8 x	12,8 x	28,3 x	32,2 x	30,7 x	20,9 x	17,1 x
EV / EBIT adj.*	5,8 x	12,8 x	28,3 x	32,2 x	30,7 x	20,9 x	17,1 x
Kurs / FCF	19,1 x	24,1 x	n.a.	31,3 x	29,7 x	25,0 x	23,0 x
KGV	4,7 x	29,4 x	47,7 x	79,3 x	47,0 x	34,0 x	28,1 x
KGV ber.*	18,2 x	29,4 x	47,7 x	79,3 x	47,0 x	34,0 x	28,1 x
Dividendenrendite	10,5 %	6,4 %	4,2 %	4,5 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %
Free Cash Flow Yield Potential	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,1 %	3,6 %	4,7 %	5,1 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Service Umsätze	n.a.	0	0	0	0	0	0
Vertragskunden	0	0	0	0	0	0	0
Gewichteter Umsatz pro Kunde	n.a.	0	0	0	0	0	0

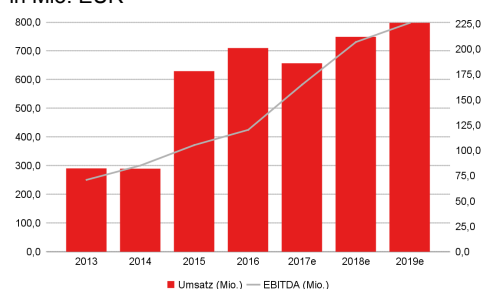
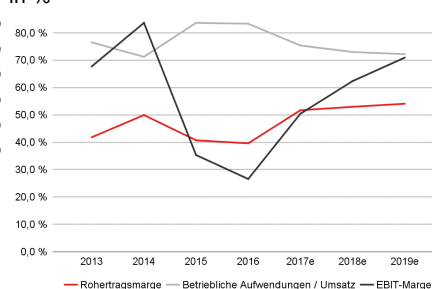
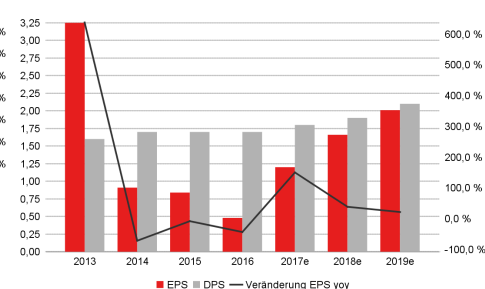
GuV

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	290	290	630	710	657	749	798
Veränd. Umsatz yoy	-10,3 %	-0,3 %	117,3 %	12,8 %	-7,5 %	14,0 %	6,5 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	2	2	2	2	3	4	4
Gesamterlöse	293	291	632	712	660	753	802
Materialaufwand	171	147	375	431	321	357	370
Roherttrag	121	144	257	281	339	396	432
<i>Roherttragsmarge</i>	<i>41,8 %</i>	<i>49,9 %</i>	<i>40,8 %</i>	<i>39,6 %</i>	<i>51,6 %</i>	<i>52,9 %</i>	<i>54,1 %</i>
Personalaufwendungen	24	25	47	60	63	65	67
Sonstige betriebliche Erträge	4	1	20	19	12	11	10
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30	36	125	119	123	135	149
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	71	85	105	120	165	207	226
<i>Marge</i>	<i>24,4 %</i>	<i>29,4 %</i>	<i>16,7 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>27,6 %</i>	<i>28,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	1	5	4	4	4	4
EBITA	70	84	101	117	161	203	222
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9	9	32	58	58	58	46
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	61	75	69	59	103	145	176
<i>Marge</i>	<i>21,1 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>15,7 %</i>	<i>19,4 %</i>	<i>22,1 %</i>
EBIT adj.	61	75	69	59	103	145	176
Zinserträge	1	1	1	1	0	0	0
Zinsaufwendungen	50	4	4	4	4	1	1
Sonstiges Finanzergebnis	166	0	0	0	0	0	0
EBT	178	73	66	56	99	144	175
<i>Marge</i>	<i>61,3 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>19,2 %</i>	<i>21,9 %</i>
Steuern gesamt	22	23	20	29	33	46	56
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	156	50	46	26	66	98	119
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	156	50	46	26	66	98	119
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	156	50	46	26	66	98	119
<i>Marge</i>	<i>53,7 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>13,1 %</i>	<i>14,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	48	55	55	55	55	59	59
EPS	3,25	0,91	0,84	0,48	1,20	1,66	2,01
EPS adj.	0,84	0,91	0,84	0,48	1,20	1,66	2,01

*Adjustiert um:

Guidance: EBITDA 2017e: EUR 160 Mio. - EUR 170 Mio.**Kennzahlen**

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	76,4 %	71,2 %	83,6 %	83,3 %	75,3 %	72,9 %	72,2 %
Operating Leverage	-1,0 x	-81,7 x	-0,1 x	-1,2 x	-10,1 x	2,9 x	3,3 x
EBITDA / Interest expenses	1,4 x	23,8 x	26,1 x	27,8 x	39,3 x	207,0 x	226,0 x
Steuerquote (EBT)	12,5 %	31,0 %	30,4 %	52,4 %	33,4 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	49,3 %	185,9 %	203,2 %	352,2 %	149,8 %	114,7 %	104,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	829.911	827.566	1.798.703	2.028.606	1.877.143	2.140.000	2.280.000

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

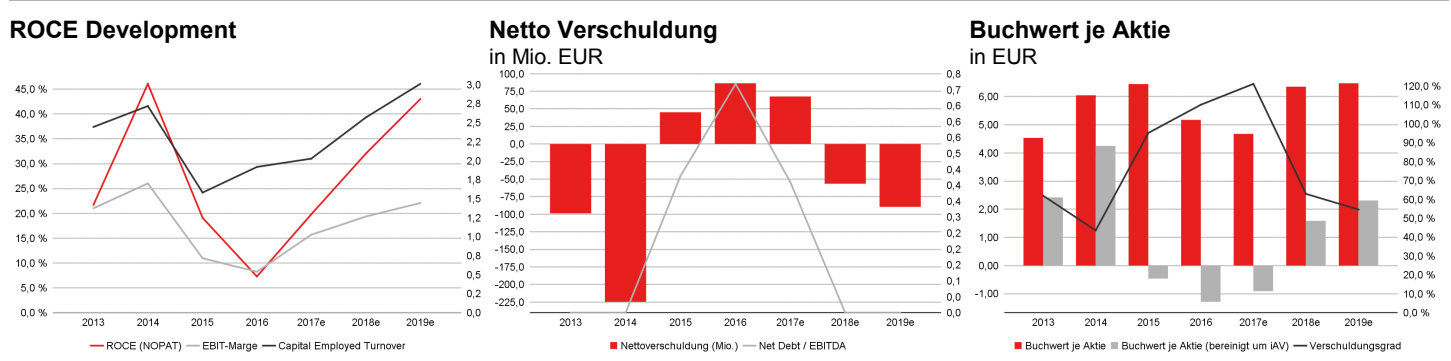
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	101	99	378	354	306	261	228
davon übrige imm. VG	34	31	271	255	207	162	129
davon Geschäfts- oder Firmenwert	67	67	107	99	99	99	99
Sachanlagen	1	3	11	11	13	15	17
Finanzanlagen	0	0	0	1	1	1	1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	103	101	390	365	319	276	245
Vorräte	6	5	32	10	13	15	16
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	45	48	89	93	92	105	114
Liquide Mittel	187	317	123	93	109	129	132
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	11	4	55	35	34	42	42
Umlaufvermögen	249	374	299	230	248	290	304
Bilanzsumme (Aktiva)	352	476	689	595	567	566	549
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	53	59	60	60	60	65	65
Kapitalrücklage	96	231	296	296	296	391	391
Gewinnrücklagen	31	31	31	31	-165	-206	-220
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	37	10	-34	-104	66	98	119
Buchwert	218	331	353	283	256	348	355
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	218	331	353	283	256	348	355
Rückstellungen gesamt	11	9	19	24	25	29	30
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	2	1	2	2	2	2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	87	91	167	178	174	70	40
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	50	50	50	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16	22	81	45	43	49	53
Sonstige Verbindlichkeiten	21	23	69	66	68	70	71
Verbindlichkeiten	135	144	336	312	310	219	194
Bilanzsumme (Passiva)	352	476	689	595	567	566	549

Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	9,8 x	10,4 x	13,7 x	11,1 x	9,5 x	9,5 x	9,3 x
Capital Employed Turnover	2,4 x	2,7 x	1,6 x	1,9 x	2,0 x	2,6 x	3,0 x
ROA	151,5 %	49,1 %	11,9 %	7,2 %	20,6 %	35,5 %	48,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	21,7 %	46,1 %	19,1 %	7,3 %	19,8 %	32,1 %	43,0 %
ROE	92,2 %	18,1 %	13,5 %	8,3 %	24,4 %	32,4 %	33,9 %
Adj. ROE	23,8 %	18,1 %	13,5 %	8,3 %	24,4 %	32,4 %	33,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-99	-225	45	86	68	-57	-90
Nettofinanzverschuldung	-100	-226	44	85	66	-59	-92
Net Gearing	-45,4 %	-67,9 %	12,8 %	30,5 %	26,4 %	-16,3 %	-25,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	41,6 %	70,5 %	39,8 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,5	6,0	6,4	5,2	4,7	6,4	6,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,4	4,2	-0,5	-1,3	-0,9	1,6	2,3



Quelle: Warburg Research

Cash flow

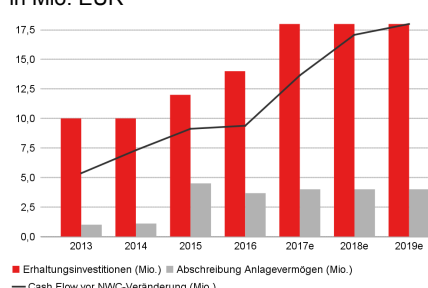
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	156	50	46	26	66	98	119
Abschreibung Anlagevermögen	1	1	5	4	4	4	4
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9	9	32	58	58	58	46
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	1	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-115	9	4	0	0	0	0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	51	69	86	88	128	160	169
Veränderung Vorräte	2	1	-27	22	-3	-2	-1
Veränderung Forderungen aus L+L	-3	-2	-41	-4	1	-13	-9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-2	4	58	-37	-1	7	5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	10	0	0	11	3	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	6	3	-9	-8	0	-8	-5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	57	72	76	81	128	152	164
Investitionen in iAV	-17	-9	-160	-9	-10	-13	-13
Investitionen in Sachanlagen	-2	-2	-4	-5	-6	-6	-6
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	-7	-20	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	1	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	370	1	0	1	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	350	-5	-169	-25	-16	-19	-19
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-183	0	0	10	-3	-104	-30
Dividende Vorjahr	-62	-77	-90	-93	-93	-106	-112
Erwerb eigener Aktien	-8	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	-44	140	-10	-4	0	98	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-298	63	-101	-86	-96	-113	-142
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	110	130	-194	-30	16	20	3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	187	317	123	93	109	129	132

Kennzahlen

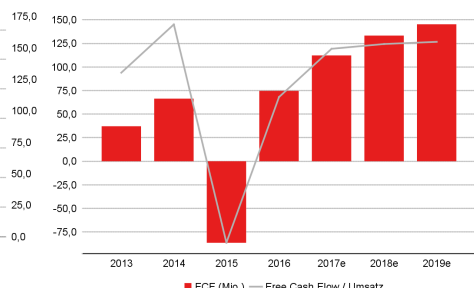
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	37	66	-87	75	112	133	145
Free Cash Flow / Umsatz	13,2 %	21,0 %	-13,9 %	9,4 %	17,1 %	17,8 %	18,2 %
Free Cash Flow Potential	39	52	74	77	114	143	152
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	24,7 %	122,2 %	-189,9 %	251,7 %	170,6 %	136,2 %	122,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,0 %	0,4 %	0,3 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	24,2 %	4,0 %	3,1 %	2,5 %	2,4 %	0,8 %	1,8 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	6,4 %	3,8 %	26,1 %	2,0 %	2,4 %	2,5 %	2,4 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	3,5 %	1,9 %	2,0 %	2,7 %	2,4 %	2,3 %
CAPEX / Abschreibungen	191,8 %	110,9 %	454,7 %	22,8 %	25,8 %	30,6 %	38,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,1 %	9,2 %	4,8 %	6,2 %	8,4 %	8,1 %	8,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	286,7 %	218,1 %	109,4 %	206,2 %	212,5 %	212,8 %	216,6 %
Vorratsumschlag	27,5 x	26,8 x	11,6 x	43,2 x	24,5 x	23,8 x	23,1 x
Receivables collection period (Tage)	57	60	51	48	51	51	52
Payables payment period (Tage)	34	54	79	38	49	50	52
Cash conversion cycle (Tage)	-34	-53	-48	-32	-38	-39	-42

Investitionen und Cash Flow

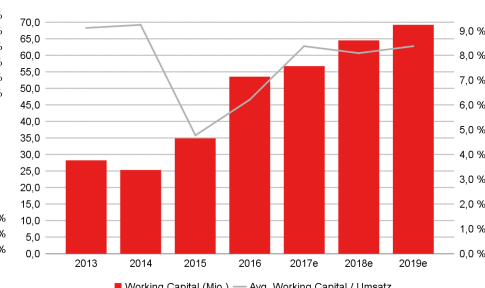
in Mio. EUR



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 (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

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

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

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu 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.

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	55
Halten	78	39
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	198	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	28	70
Halten	9	23
Verkaufen	2	5
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	40	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [17.05.2017]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Small Cap Research pschmidt@warburg-research.com

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

Oliver Merckel +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