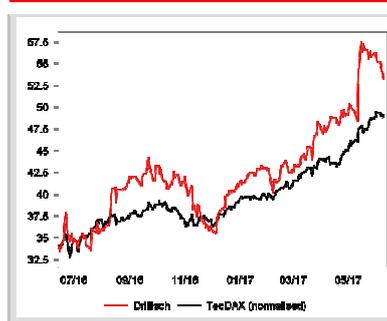


<b>Hold</b> <b>EUR 56,00</b>  Kurs EUR 53,29 <b>Upside 5,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR FCF-Value Potential 19e: 42,00 SotP: 56,00	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: DRI GR Reuters: DRIG ISIN: DE0005545503	<b>Beschreibung:</b> Virtual Mobile Network Operator
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.918 Aktienanzahl (Mio.): 55 EV: 2.986 Freefloat MC: 2.331 Ø Trad. Vol. (30T): 25,36	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 79,9 % M Brucherseifer+Management 1,9 % United Internet Ventures AG 20,7 % Allianz Global Investors 6,4 % Alken Luxemburg 4,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2017e Beta: 1,0 KBV: 11,4 x EK-Quote: 45 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,4 x Net Debt / EBITDA: 0,4 x

## Dividendenszenario 2020e: EUR 3,70 Dividendenpotenzial

- In diesem Comment versuchen wir, das Dividendenpotenzial von Drillisch in 2020e nach einer erfolgreichen Transaktion mit United Internet zu berechnen. Bevor wir damit beginnen, fassen wir die wichtigsten Daten bezüglich der DRI-UTDI Transaktion zusammen:
- Drillisch: Außerordentliche Aktionärsversammlung: Am Dienstag, 25. Juli müssen die Aktionäre mit einer Mehrheit von 75% für einen Transfer von 1&1 Telecommunication AG in die Drillisch AG durch United Internet stimmen, im Austausch für 107,9 Mio. neue Drillisch Aktien (Kapitalerhöhung).
- United Internet: Freiwilliges Angebot an die Aktionäre von Drillisch: UI bietet EUR 50 für jede Drillisch Aktie: Angebotsfrist 26.05.2017 – 23.06.2017
- Dividendenszenario 2020e: EUR 3,70 Dividendenpotenzial, das einen fairen Wert von EUR 74 je Aktie impliziert**
- In unseren Standalone-Cases für Drillisch und United Internet antizipieren wir für Drillisch ein EBITDA 2020e von EUR 240 Mio. und für 1&1 von EUR 590 Mio. Beide Zahlen liegen unter den Prognosen für die Unternehmen (DRI: EUR 311 Mio., UTDI für 1&1: EUR 675 Mio.). Berücksichtigt man unsere Standalone-Prognosen und die angekündigten antizipierten jährlichen Synergien von EUR 150 Mio., dann wird ein EBITDA 2020e von EUR 980 Mio. impliziert.
- Das neue DRI sollte schuldenfrei sein, Working Capital-Effekte können vernachlässigt werden, die Geschäftsaktivitäten sollte keine großen CAPEX erfordern mit einem jährlichen CAPEX von EUR 40 Mio., und die Steuerzahlungen sollten bei ca. EUR 290 Mio. liegen. Folglich könnte Drillischs FCF basierend auf unseren Annahmen in 2020e bei EUR 650 Mio. liegen (FCF = EBITDA – CAPEX – Steuern).
- Nach Abschluss der Transaktion sollte die Anzahl neuer Drillisch Aktien (inkl. Drillischs wandelbarer Aktien) bei ca. 175,2 Mio. liegen, das entspricht einem antizipierten FCF 2020e von EUR 3,70. Drillisch sollte schuldenfrei bleiben, folglich könnte aus wirtschaftlicher Sicht der komplette FCF als Dividende ausgeschüttet werden. Eine Dividende von EUR 3,70 impliziert eine Dividendenrendite 2020e von 7,1%. Geht man von einer theoretischen fairen Rendite von 5% aus, wird ein fairer Wert von EUR 74 impliziert und 4% impliziert EUR 92. Vor der Ankündigung der Transaktion wurde DRI mit einer Dividendenrendite von 4-5% gehandelt.
- Fazit:** In der Zwischenzeit bleibt unser Rating unverändert. Es sollte berücksichtigt werden, dass es aus heutiger Sicht eher schwierig für Außenstehende ist, eigene Berechnungen bezüglich der Synergien zu machen. Ein noch wichtigerer Grund (neben Synergien, einer besseren Wettbewerbsfähigkeit eines kombinierten Unternehmens), die Fusion durchzuführen, könnte unserer Ansicht nach für beide Unternehmen möglicherweise sein, dass Drillisch und United Internet zunehmende mittelfristige Risiken festgestellt haben. In einem Standalone-Case könnte UI nicht über ausreichend wettbewerbsfähigen Zugang zu Mobilfunknetzen und Technologien durch seine bestehenden Verträge haben. Drillisch ist potenziell dem Risiko ausgesetzt, die möglichen übertriebenen Erwartungen bezüglich des Wachstums und der zukünftigen Gewinnentwicklung nicht erfüllen zu können. Darüber hinaus wäre Drillisch bei einem Standalone-Szenario wahrscheinlich nicht stark genug gewesen, um den Wert des MBA-MVNO-Vertrags vollständig auszuschöpfen. Wir benötigen mehr Klarheit und Einsicht in diese Themen, bevor wir wieder optimistischer bezüglich DRI werden.

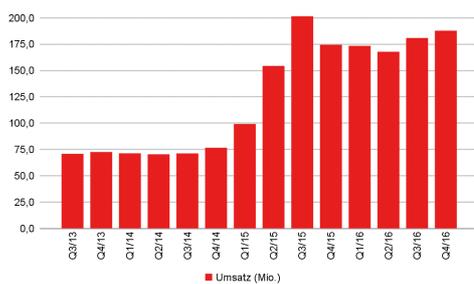


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 month:	-5.1 %
6 months:	8.6 %
Year to date:	4.6 %
Trailing 12 months:	10.3 %

Company events:	
10.08.17	Q2

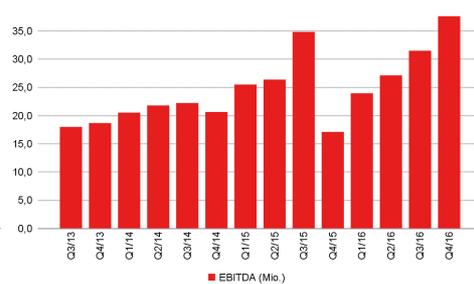
FY End: 31.12. in EUR m	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Sales</b>	4.0 %	290	290	630	710	657	749	798
Change Sales yoy		-10.3 %	-0.3 %	117.3 %	12.8 %	-7.5 %	14.0 %	6.5 %
<b>Gross profit margin</b>		41.8 %	49.9 %	40.8 %	39.6 %	51.6 %	52.9 %	54.1 %
<b>EBITDA</b>	23.4 %	71	85	105	120	165	207	226
Margin		24.4 %	29.4 %	16.7 %	16.9 %	25.1 %	27.6 %	28.3 %
<b>EBIT</b>	44.2 %	61	75	69	59	103	145	176
Margin		21.1 %	26.0 %	11.0 %	8.3 %	15.7 %	19.4 %	22.1 %
<b>Net income</b>	65.1 %	156	50	46	26	66	98	119
<b>EPS</b>	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
<b>DPS</b>	7.3 %	1.60	1.70	1.70	1.70	1.80	1.90	2.10
Dividend Yield		10.5 %	6.4 %	4.2 %	4.5 %	3.4 %	3.6 %	3.9 %
<b>FCFPS</b>		0.77	1.21	-1.58	1.36	2.05	2.26	2.46
<b>FCF / Market cap</b>		5.2 %	4.1 %	-4.0 %	3.2 %	3.8 %	4.6 %	5.0 %
<b>EV / Sales</b>		1.2 x	3.3 x	3.1 x	2.7 x	4.5 x	3.8 x	3.5 x
<b>EV / EBITDA</b>		5.0 x	11.3 x	18.6 x	15.7 x	18.1 x	13.8 x	12.5 x
<b>EV / EBIT</b>		5.8 x	12.8 x	28.3 x	32.2 x	29.0 x	19.7 x	16.1 x
<b>P / E</b>		4.7 x	29.4 x	47.7 x	79.3 x	44.4 x	32.1 x	26.5 x
<b>P / E adj.</b>		18.2 x	29.4 x	47.7 x	79.3 x	44.4 x	32.1 x	26.5 x
<b>FCF Potential Yield</b>		10.9 %	5.4 %	3.8 %	4.1 %	3.8 %	5.0 %	5.4 %
<b>Net Debt</b>		-99	-225	45	86	68	-57	-90
<b>ROCE (NOPAT)</b>		21.7 %	46.1 %	19.1 %	7.3 %	19.8 %	32.1 %	43.0 %
<b>Guidance:</b>		EBITDA 2017e: EUR 160m - EUR 170m						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



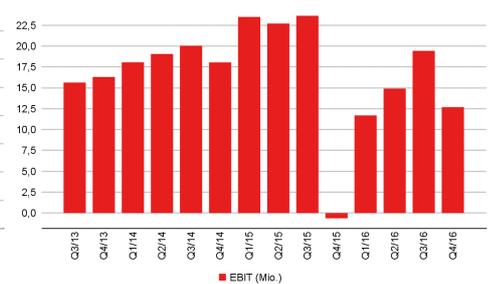
Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

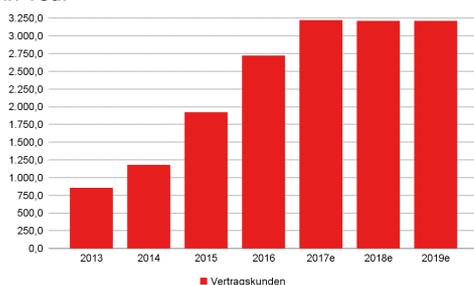
## Unternehmenshintergrund

- 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

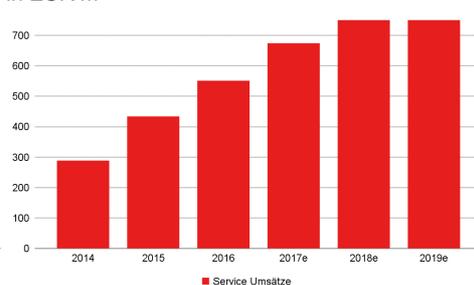
- Management Track Record: Seit 2003 hat das Management seine Strategie mehrmals angepasst u. erfolgreich auf Marktveränderungen reagiert. Drillisch wurde von einem Prepaid-Anbieter zu einem führenden, deutschen MVNO.
- Netz- und Technologie-Zugang: Durch seine Verträge kann DRI wie ein Mobilfunkbetreiber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



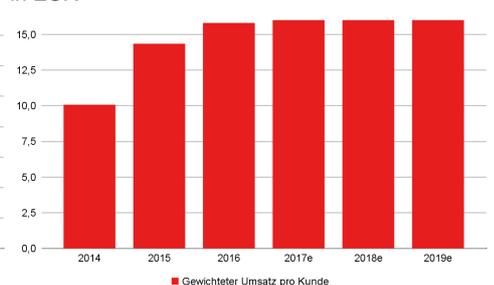
Quelle: Warburg Research

**Service Umsätze**  
in EUR m



Quelle: Warburg Research

**Gewichteter Umsatz pro Kunde**  
in EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

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	919
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 %	0,0 %
EBIT	103	145	176	191	208	214	216	216	216	216	216	216	216	216
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 %	23,5 %
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 %	31,0 %
NOPAT	69	99	120	130	143	147	149	149	149	149	149	149	149	149
Abschreibungen	62	62	50	51	44	45	37	37	37	37	37	37	37	37
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 %	4,0 %
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3	8	5	5	3	2	1	0	0	0	0	0	0	0
- Investitionen	16	19	19	15	15	15	16	16	15	14	14	14	14	14
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 %	1,5 %
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	112	134	146	159	169	175	169	170	171	172	172	172	172	172
Barwert FCF	108	122	125	129	128	125	114	107	102	96	90	85	80	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
<b>WACC</b>	<b>6,33 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,00</b>

**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
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>2.631</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>44,35</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,21	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	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>114</b>	<b>143</b>	<b>152</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,1 %	3,8 %	5,0 %	5,4 %	
WACC	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>356</b>	<b>961</b>	<b>1.961</b>	<b>1.891</b>	<b>2.986</b>	<b>2.862</b>	<b>2.829</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>611</b>	<b>827</b>	<b>1.165</b>	<b>1.218</b>	<b>1.802</b>	<b>2.259</b>	<b>2.402</b>	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>805</b>	<b>1.020</b>	<b>1.358</b>	<b>1.412</b>	<b>1.734</b>	<b>2.315</b>	<b>2.492</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	55	55	55	55	55	55	55	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>14,69</b>	<b>18,64</b>	<b>24,80</b>	<b>25,78</b>	<b>31,66</b>	<b>42,28</b>	<b>45,50</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-40,6 %	-20,7 %	-14,6 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	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	<b>6,33 %</b>	<b>14,69</b>	<b>18,64</b>	<b>24,80</b>	<b>25,78</b>	<b>31,66</b>	<b>39,24</b>	<b>42,23</b>
	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	11,4 x	8,4 x	8,2 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	4,5 x	3,8 x	3,5 x
EV / EBITDA	5,0 x	11,3 x	18,6 x	15,7 x	18,1 x	13,8 x	12,5 x
EV / EBIT	5,8 x	12,8 x	28,3 x	32,2 x	29,0 x	19,7 x	16,1 x
EV / EBIT adj.*	5,8 x	12,8 x	28,3 x	32,2 x	29,0 x	19,7 x	16,1 x
Kurs / FCF	19,1 x	24,1 x	n.a.	31,3 x	28,1 x	23,6 x	21,7 x
KGV	4,7 x	29,4 x	47,7 x	79,3 x	44,4 x	32,1 x	26,5 x
KGV ber.*	18,2 x	29,4 x	47,7 x	79,3 x	44,4 x	32,1 x	26,5 x
Dividendenrendite	10,5 %	6,4 %	4,2 %	4,5 %	3,4 %	3,6 %	3,9 %
FCF Potential Yield (on market EV)	10,9 %	5,4 %	3,8 %	4,1 %	3,8 %	5,0 %	5,4 %
*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

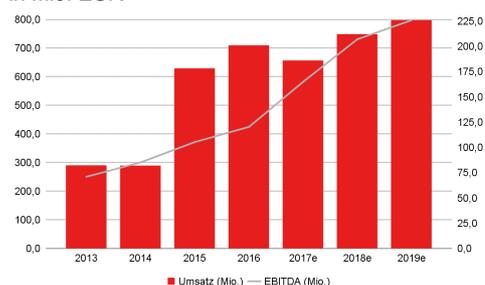
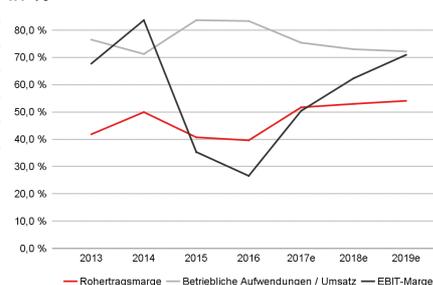
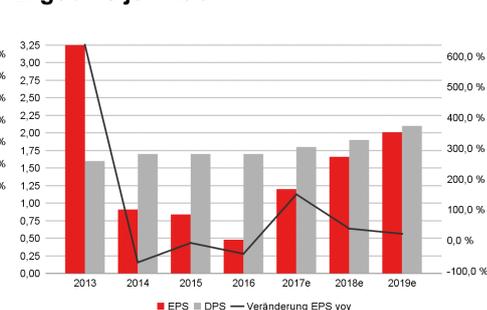
**GuV**

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	<b>630</b>	<b>710</b>	<b>657</b>	<b>749</b>	<b>798</b>
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
<b>Gesamterlöse</b>	<b>293</b>	<b>291</b>	<b>632</b>	<b>712</b>	<b>660</b>	<b>753</b>	<b>802</b>
Materialaufwand	171	147	375	431	321	357	370
<b>Roherttrag</b>	<b>121</b>	<b>144</b>	<b>257</b>	<b>281</b>	<b>339</b>	<b>396</b>	<b>432</b>
<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
<b>EBITDA</b>	<b>71</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>120</b>	<b>165</b>	<b>207</b>	<b>226</b>
<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
<b>EBITA</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>101</b>	<b>117</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>222</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9	9	32	58	58	58	46
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>59</b>	<b>103</b>	<b>145</b>	<b>176</b>
<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>
<b>EBIT adj.</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>59</b>	<b>103</b>	<b>145</b>	<b>176</b>
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
<b>EBT</b>	<b>178</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>99</b>	<b>144</b>	<b>175</b>
<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
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>156</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>66</b>	<b>98</b>	<b>119</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>156</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>66</b>	<b>98</b>	<b>119</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>156</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>66</b>	<b>98</b>	<b>119</b>
<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
<b>EPS</b>	<b>3,25</b>	<b>0,91</b>	<b>0,84</b>	<b>0,48</b>	<b>1,20</b>	<b>1,66</b>	<b>2,01</b>
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

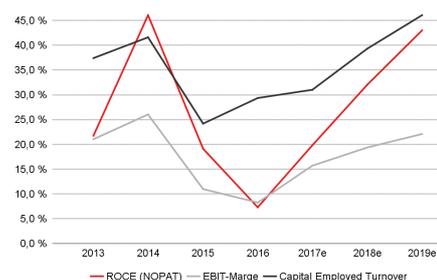
**Bilanz**

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Aktiva</b>							
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>103</b>	<b>101</b>	<b>390</b>	<b>365</b>	<b>319</b>	<b>276</b>	<b>245</b>
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
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>249</b>	<b>374</b>	<b>299</b>	<b>230</b>	<b>248</b>	<b>290</b>	<b>304</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>352</b>	<b>476</b>	<b>689</b>	<b>595</b>	<b>567</b>	<b>566</b>	<b>549</b>
<b>Passiva</b>							
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
<b>Eigenkapital</b>	<b>218</b>	<b>331</b>	<b>353</b>	<b>283</b>	<b>256</b>	<b>348</b>	<b>355</b>
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
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>135</b>	<b>144</b>	<b>336</b>	<b>312</b>	<b>310</b>	<b>219</b>	<b>194</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>352</b>	<b>476</b>	<b>689</b>	<b>595</b>	<b>567</b>	<b>566</b>	<b>549</b>

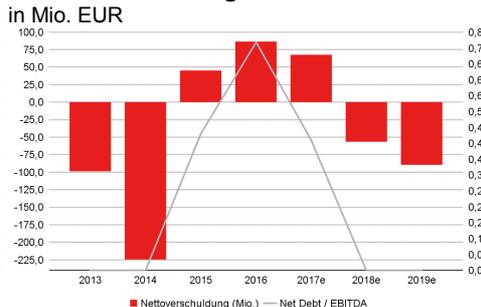
**Kennzahlen**

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
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 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
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 %
<b>Bilanzqualität</b>							
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

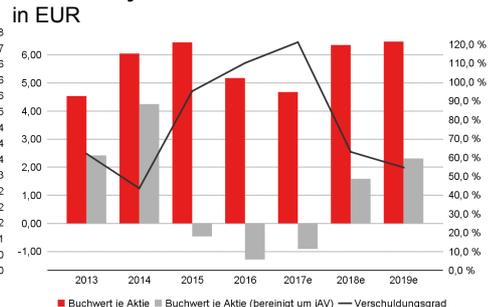
**ROCE Development**



**Netto Verschuldung**



**Buchwert je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

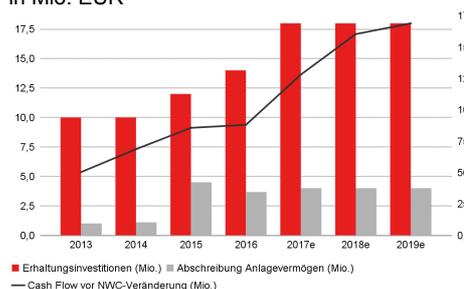
**Cash flow**

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
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>128</b>	<b>160</b>	<b>169</b>
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
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>57</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>128</b>	<b>152</b>	<b>164</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>350</b>	<b>-5</b>	<b>-169</b>	<b>-25</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-298</b>	<b>63</b>	<b>-101</b>	<b>-86</b>	<b>-96</b>	<b>-113</b>	<b>-142</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>110</b>	<b>130</b>	<b>-194</b>	<b>-30</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>3</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>187</b>	<b>317</b>	<b>123</b>	<b>93</b>	<b>109</b>	<b>129</b>	<b>132</b>

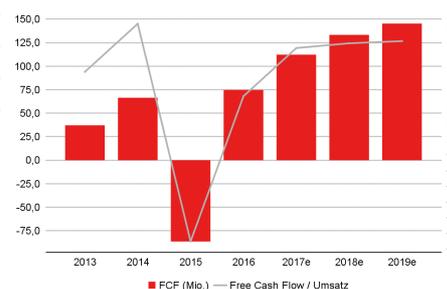
**Kennzahlen**

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Kapitalfluss</b>							
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 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
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

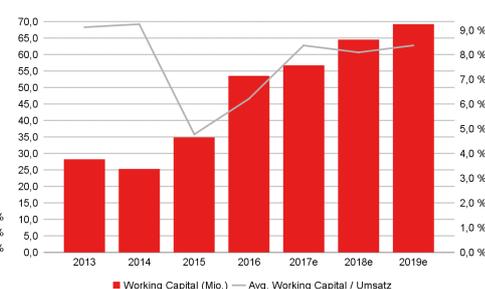
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**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	6	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005545503.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005545503.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	53
Halten	83	42
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	1	1
<b>Gesamt</b>	<b>199</b>	<b>100</b>

**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	29	69
Halten	10	24
Verkaufen	2	5
Empf. ausgesetzt	1	2
<b>Gesamt</b>	<b>42</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DRILLISCH] AM [13.06.2017]**


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](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Thomson Reuters [www.thomsonreuters.com](http://www.thomsonreuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://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