

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 3,40** (alt: 3,40)

Kurs EUR 1,95
Bloomberg E7S GR
Reuters E7SG
Branche Finanzdienstleister

Sanierung und Verkauf von Eigentumswohnungen (Denkmalimmobilien) und Immobilienportfolios



Aktien Daten: 14.05.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 18,6 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 72,9 Mio.
Buchwert: EUR 52,9 Mio.
Aktienanzahl: 9,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 195 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 51,0 %
 TAG Immobilien 15,0 %
 Asset Value Investors 9,5 %
 Florian Lanz CEO 9,0 %
 Rainer Schorr 8,0 %
 Elliston Properties Ltd. 7,5 %

Termine:
 Geschäftsbericht 24.09.10

	2009/10e		2010/11e		2011/12e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	70,1	0	76,2	0	78,9	0
EBIT	4,2	0,0	5,5	0	6,0	0
EPS	0,07	0	0,19	0	0,23	0

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 17.05.2010
 Analyst: Torsten Klingner
 +49 (0)40-309537-260
 klingner@ses.de

Q3 in line; Großprojekte erhöhen Visibilität

Estavis hat am 12.05.2010 Q3-Zahlen veröffentlicht, die im Rahmen der Erwartungen lagen.

ESTAVIS Q2 2009/10

Angaben in Mio. EUR	Q3/10	Q3/10e	Q3/09	yoy	9M/10	9M/10e	9M/09	yoy
Umsatz	8,9	9,2	11,4	-22,3 %	49,2	49,4	57,1	-13,8 %
EBIT	-0,2	-0,1	-1,4	-89,5 %	3,2	3,3	-4,4	n.m.
Jahresüberschuss	-0,6	-0,5	-2,7	-76,4 %	0,7	0,8	-8,4	n.m.
EPS in EUR	-0,08	-0,07	-0,33	-75,8 %	0,09	0,09	-1,03	n.m.

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Der **Umsatz** reduzierte sich um 22% auf EUR 9 Mio., da die Bautätigkeit aufgrund des harten Winters deutlich beeinträchtigt war (Quartal von Januar bis März). Dem Umsatz liegen 99 einzeln veräußerte Wohnungen (VJ 124) zugrunde.

Trotz des geringeren Umsatzes konnte das **EBIT** durch um ca. 20% gesunkene Personal- und Sachkosten und eine leicht verbesserte Rohmarge um über EUR 1 Mio. auf EUR -0,15 Mio. verbessert werden.

Für das Geschäftsjahr 2009/10 hält das Unternehmen die ambitionierte Umsatzguidance von EUR 75-85 Mio. noch für erreichbar (SESe EUR 70 Mio.). Das Erreichen der Guidance wird dabei maßgeblich vom Verkauf von Immobilien aus dem Handelsbestand abhängen. Im Rahmen der zusätzlichen Immobilienverkäufe wird nicht mit nennenswerten Ergebnisbeiträgen gerechnet. Ohne diese zusätzlichen Verkäufe dürfte der Umsatz bei ca. EUR 65 Mio. liegen.

Großprojekte erhöhen Visibilität: Im Rahmen der abgeschlossenen Kapitalerhöhung wurde als Sacheinlage eine Denkmalimmobilie in Berlin eingebracht (Comment vom 24.02.). Das Umsatzpotenzial aus dem Verkauf der 54 zu errichtenden Wohnungen liegt bei EUR 13 Mio. Des Weiteren ergibt sich aus der Anfang April 2010 übernommenen ehemaligen „Glanzfilmfabrik Köpenick“ ein Umsatzpotenzial von EUR 65 Mio. (230 Wohnungen). Angesichts der zwei Großprojekte hat sich die Visibilität für die kommenden Jahre deutlich erhöht.

Einschließlich der übrigen Denkmalimmobilien (EUR 40 Mio.), die sich in der derzeit Sanierung befinden, beläuft sich das gesicherte Pipelinevolumen auf insgesamt knapp EUR 120 Mio.

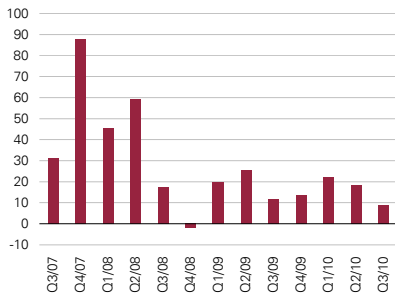
Die Prognosen bleiben unverändert. Das Rating lautet Kaufen mit einem Kursziel von EUR 3,40.

Geschäftsjahresende: 30.6.

in EUR Mio	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	198	120	70,7	70,1	76,2	78,9
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	350,4 %	-39,4 %	-41,2 %	-0,9 %	8,7 %	3,6 %
Rohhertrag	26,2	10,8	22,4	23,1	25,4	26,6
<i>Rohhertragsmarge</i>	13,2 %	9,0 %	31,6 %	33,0 %	33,3 %	33,7 %
EBITDA	15,8	-4,3	-8,3	3,3	5,6	6,1
<i>EBITDA-Marge</i>	8,0 %	-3,6 %	-11,7 %	4,7 %	7,4 %	7,7 %
EBIT	15,7	-4,5	-23,4	4,2	5,5	6,0
<i>EBIT-Marge</i>	7,9 %	-3,7 %	-33,1 %	5,9 %	7,2 %	7,5 %
Jahresüberschuss	8,8	-5,5	-37,8	0,7	1,8	2,2
EPS	1,54	-0,68	-4,67	0,07	0,19	0,23
Free Cash Flow je Aktie	-14,27	-1,00	-0,39	0,55	-0,17	-0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,4	0,7	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	5,3	n.m.	n.m.	21,6	13,0	12,0
EV/EBIT	5,3	n.m.	n.m.	17,1	13,3	12,4
KGV	1,3	n.m.	n.m.	27,9	10,3	8,5
ROCE	19,7 %	-2,6 %	-14,5 %	3,3 %	4,1 %	4,4 %
Adj. Free Cash Flow Yield	18,1 %	n.a.	n.a.	4,4 %	7,5 %	8,3 %

Entwicklung Umsatz

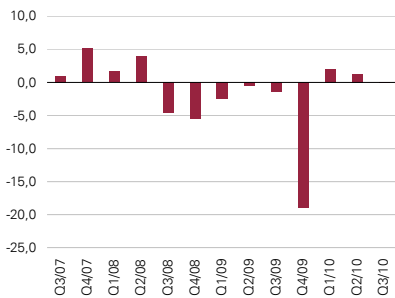
in EUR Mio.



Quelle: ESTAVIS

Entwicklung EBIT

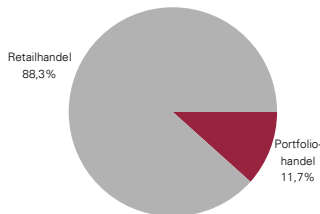
in EUR Mio.



Quelle: ESTAVIS

Umsatz nach Geschäftsbereichen

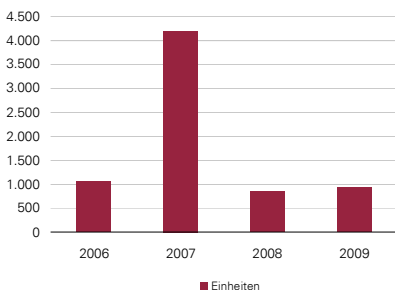
2009



Quelle: ESTAVIS

Immobilienverkäufe

in Einheiten



Quelle: ESTAVIS

Unternehmenshintergrund

Über die zum ESTAVIS-Konzern gehörende B&V, die auf die Sanierung und den Vertrieb von Wohnungen in denkmalgeschützten Gebäuden spezialisiert ist, werden insbesondere Eigentumswohnungen an private Kapitalanleger veräußert.

ESTAVIS bietet folgende Immobilienanlagen:

- Immobilien mit Steuervorteilen (Denkmalschutz/Sanierungsgebiete)
- Wohnungserwerb im Erhaltungsaufwandsmodell
- Eigentumswohnung als „Immobilienrente“
- Mieterprivatisierung bzw. Eigennutzer

Künftig soll das Asset Management fremder Bestände mit anschließender Veräußerung der Immobilien über das ESTAVIS-Vertriebsnetzwerk ausgebaut werden. ESTAVIS fungiert dabei als Exitpartner für institutionelle Investoren.

Insbesondere aufgrund der durch die Finanzkrise erschwerten Finanzierungsbedingungen spielt der Portfoliohandel kaum noch eine Rolle.

Wettbewerbsqualität

Der **Fokus auf Denkmalimmobilien** ist vor allem wegen der steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten der Sanierungsaufwendungen für Privatanleger attraktiv. Kapitalanleger können die Kosten acht Jahre lang mit je 9% und vier weitere Jahren lang mit je 7% steuerlich geltend machen.

Die sogenannte Denkmal-Afa ist eines der letzten verbliebenen Steuersparmöglichkeiten für Privatinvestoren, wovon Estavis durch attraktive Margen beim Wohnungsverkauf profitiert.

Mit fast 934 in 2008/09 veräußerten Wohnungen ist ESTAVIS ein führender Anbieter von Wohnungen für Privatpersonen. Unter den börsennotierten Immobilienunternehmen hat Patrizia 657 Wohnungen und die Deutsche Wohnen 675 Wohnungen einzeln in 2009 veräußert.

Gewinn- und Verlustrechnung ESTAVIS

in EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	198	120	70,7	70,1	76,2	78,9
Bestandsveränderungen	0,1	-15,0	1,5	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	199	105	72,2	70,1	76,2	78,9
Materialaufwand	172	94,5	49,8	46,9	50,8	52,3
Rohertrag	26,2	10,8	22,4	23,1	25,4	26,6
Personalaufwendungen	2,9	3,3	3,2	3,0	3,0	3,0
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	4,0	7,0	6,0	5,5	5,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,2	15,8	34,5	22,8	22,2	23,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	-15,0	1,0	0,0	0,0
EBITDA	15,8	-4,3	-8,3	3,3	5,6	6,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
EBITA	15,7	-4,5	-23,4	4,2	5,5	6,0
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	15,7	-4,5	-23,4	4,2	5,5	6,0
Zinserträge	1,0	2,7	0,9	0,3	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	2,9	4,5	5,8	3,8	3,7	3,8
Finanzergebnis	-1,0	-1,8	-4,9	-3,5	-3,3	-3,4
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,6	-6,3	-28,3	0,7	2,1	2,6
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	14,6	-6,3	-28,3	0,7	2,1	2,6
Steuern gesamt	5,4	-2,7	-0,4	0,0	0,3	0,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,2	-3,7	-27,9	0,7	1,8	2,2
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	-3,1	-18,3	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	8,8	-6,8	-46,2	0,7	1,8	2,2
Minority interest	0,0	-1,2	-8,4	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	8,8	-5,5	-37,8	0,7	1,8	2,2

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung ESTAVIS

in % vom Umsatz

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,1 %	-12,5 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,1 %	87,6 %	102,1 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	86,9 %	78,6 %	70,4 %	67,0 %	66,7 %	66,3 %
Rohertrag	13,2 %	9,0 %	31,7 %	33,0 %	33,3 %	33,7 %
Personalaufwendungen	1,5 %	2,7 %	4,5 %	4,3 %	3,9 %	3,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,4 %	3,3 %	9,9 %	8,6 %	7,2 %	7,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,2 %	13,2 %	48,8 %	32,6 %	29,2 %	29,1 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	-21,2 %	1,4 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	8,0 %	-3,6 %	-11,7 %	4,7 %	7,4 %	7,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
EBITA	7,9 %	-3,7 %	-33,1 %	6,0 %	7,2 %	7,5 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	7,9 %	-3,8 %	-33,1 %	6,0 %	7,2 %	7,5 %
Zinserträge	0,5 %	2,3 %	1,3 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %
Zinsaufwendungen	1,4 %	3,8 %	8,2 %	5,4 %	4,9 %	4,8 %
Finanzergebnis	-0,5 %	-1,5 %	-6,9 %	-4,9 %	-4,4 %	-4,3 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,4 %	-5,3 %	-40,0 %	1,0 %	2,8 %	3,3 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	7,4 %	-5,3 %	-40,0 %	1,0 %	2,8 %	3,3 %
Steuern gesamt	2,7 %	-2,2 %	-0,5 %	0,0 %	0,4 %	0,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7 %	-3,1 %	-39,5 %	1,0 %	2,4 %	2,8 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	-2,6 %	-25,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,4 %	-5,6 %	-65,4 %	1,0 %	2,4 %	2,8 %
Minority interest	0,0 %	-1,0 %	-11,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,4 %	-4,6 %	-53,5 %	1,0 %	2,4 %	2,8 %

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz ESTAVIS

in EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,5	20,7	17,8	17,8	17,8	17,8
davon übrige imm. VG	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	11,5	20,6	17,8	17,8	17,8	17,8
Sachanlagen	0,8	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Finanzanlagen	18,6	13,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	30,9	35,0	18,5	18,5	18,5	18,5
Vorräte	23,1	104	80,7	76,0	78,0	80,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,1	27,6	2,0	2,0	4,0	5,0
Sonstige Vermögensgegenstände	37,2	57,8	102	55,1	55,1	55,1
Liquide Mittel	36,0	25,7	3,9	21,5	21,9	21,3
Umlaufvermögen	146	215	189	155	159	161
Bilanzsumme (Aktiva)	177	250	207	173	178	180
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	7,7	8,1	8,1	9,5	9,5	9,5
Kapitalrücklage	70,6	77,1	44,2	46,2	46,2	46,2
Gewinnrücklagen	7,3	1,4	0,0	0,7	2,5	4,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,0	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Buchwert	85,7	86,6	48,7	52,9	54,7	56,9
Anteile Dritter	10,5	8,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Eigenkapital	96,2	95,3	49,1	53,2	55,0	57,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	5,8	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	47,3	101	68,6	73,7	75,7	75,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,4	5,3	6,2	6,1	6,7	6,9
Sonstige Verbindlichkeiten	24,6	43,5	78,3	35,1	35,1	35,1
Verbindlichkeiten	81,1	154	158	120	123	123
Bilanzsumme (Passiva)	177	250	207	173	178	180

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz ESTAVIS

in % der Bilanzsumme

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,5 %	8,3 %	8,6 %	10,3 %	10,0 %	9,9 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,5 %	8,2 %	8,6 %	10,3 %	10,0 %	9,9 %
Sachanlagen	0,4 %	0,5 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Finanzanlagen	10,5 %	5,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Anlagevermögen	17,4 %	14,0 %	8,9 %	10,7 %	10,4 %	10,3 %
Vorräte	13,0 %	41,5 %	39,0 %	43,9 %	43,9 %	44,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	28,3 %	11,1 %	0,9 %	1,2 %	2,3 %	2,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	21,0 %	23,1 %	49,3 %	31,8 %	31,0 %	30,6 %
Liquide Mittel	20,3 %	10,3 %	1,9 %	12,4 %	12,3 %	11,8 %
Umlaufvermögen	82,6 %	86,0 %	91,1 %	89,3 %	89,6 %	89,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	4,4 %	3,2 %	3,9 %	5,5 %	5,4 %	5,3 %
Kapitalrücklage	39,8 %	30,9 %	21,3 %	26,7 %	26,0 %	25,7 %
Gewinnrücklagen	4,1 %	0,6 %	0,0 %	0,4 %	1,4 %	2,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	0,0 %	-1,7 %	-2,1 %	-2,0 %	-2,0 %
Buchwert	48,3 %	34,7 %	23,5 %	30,6 %	30,8 %	31,6 %
Anteile Dritter	5,9 %	3,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Eigenkapital	54,2 %	38,2 %	23,7 %	30,7 %	31,0 %	31,8 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	3,3 %	1,9 %	2,4 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	26,7 %	40,4 %	33,1 %	42,6 %	42,7 %	42,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,9 %	2,1 %	3,0 %	3,5 %	3,8 %	3,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	13,9 %	17,4 %	37,8 %	20,3 %	19,8 %	19,5 %
Verbindlichkeiten	45,8 %	61,8 %	76,3 %	69,3 %	69,0 %	68,2 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung ESTAVIS

in EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	8,8	-6,8	-46,2	0,7	1,8	2,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,5	0,1	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	4,6	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	13,1	-7,6	-45,7	0,8	2,0	2,3
Veränderung Vorräte	-27,3	-28,7	23,0	4,7	-2,0	-2,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-48,6	22,5	25,7	-0,1	-2,0	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-17,8	32,7	-6,1	-0,1	0,6	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-26,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-93,7	0,3	42,6	4,6	-3,4	-2,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-80,6	-7,4	-3,1	5,4	-1,4	-0,5
CAPEX	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	3,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	2,2	-5,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,9	-0,2	-32,2	5,1	2,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	51,1	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	52,0	-1,2	-32,2	8,5	2,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-26,4	-14,2	-35,3	13,8	0,4	-0,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	-12,6	21,8	-9,6	17,7	21,9	21,3

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen ESTAVIS

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Operative Effizienz						
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	92,1 %	91,2 %	113,8 %	95,3 %	92,6 %	92,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	5.835.235	1.365.909	2.356.667	2.335.000	2.538.333	2.630.000
EBITDA je Mitarbeiter	464.059	-49.273	-276.533	110.217	187.598	203.643
EBIT-Marge	7,9 %	-3,7 %	-33,1 %	5,9 %	7,2 %	7,5 %
EBITDA / Operating Assets	22,6 %	-3,7 %	-11,4 %	4,8 %	7,8 %	8,2 %
ROA	28,3 %	-15,8 %	-204,6 %	3,8 %	9,8 %	11,8 %
Kapitaleffizienz						
Plant Turnover	256	108	141	140	152	158
Operating Assets Turnover	2,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Capital Employed Turnover	1,3	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Kapitalverzinsung						
ROCE	19,7 %	-2,6 %	-14,5 %	3,3 %	4,1 %	4,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	19,8 %	-2,5 %	-5,1 %	2,6 %	4,2 %	4,5 %
ROE	9,1 %	-5,8 %	-77,1 %	1,3 %	3,3 %	3,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	17,6 %	-5,8 %	-52,4 %	1,4 %	3,4 %	3,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	18,5 %	-3,8 %	-38,7 %	1,4 %	3,4 %	3,9 %
ROIC	6,1 %	-1,8 %	-20,5 %	0,4 %	1,3 %	1,5 %
Solvanz						
Nettoverschuldung	11,2	75,1	64,7	52,2	53,8	54,4
Net Gearing	11,7 %	78,7 %	131,9 %	98,2 %	97,8 %	95,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	203,5 %	94,6 %	71,5 %	72,2 %	72,7 %	75,6 %
Current ratio	2,4	1,6	1,2	1,4	1,4	1,4
Acid Test Ratio	1,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EBITDA / Zinsaufwand	5,5	0,0	0,0	0,9	1,5	1,6
Netto Zinsdeckung	8,2	n.a.	n.a.	1,2	1,6	1,8
Kapitalfluss						
Free Cash Flow	-81,1	-8,1	-3,1	5,3	-1,6	-0,6
Free Cash Flow / Umsatz	-40,9 %	-6,7 %	-4,4 %	7,5 %	-2,1 %	-0,8 %
Adj. Free Cash Flow	15,2	-6,3	-18,3	3,2	5,5	6,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	3,7 %	-5,3 %	-19,6 %	-0,9 %	1,9 %	2,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-925,6 %	146,3 %	8,3 %	742,9 %	-86,9 %	-28,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,8 %	8,7 %	6,1 %	2,4 %	1,8 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	10,8 %	6,1 %	6,8 %	5,3 %	5,0 %	5,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung						
Investitionsquote	0,4 %	0,8 %	0,0 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
CAPEX / Abschreibungen	603,5 %	553,9 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,2 %	79,7 %	132,5 %	100,0 %	91,3 %	92,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1456,3 %	521,1 %	31,5 %	32,8 %	59,7 %	72,5 %
Inventory processing period (Tage)	42,4	315	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	92,2	83,8	10,1	10,4	19,2	23,1
Payables payment period (Tage)	6,3	16,1	32,0	32,0	32,0	32,0
Cash conversion cycle (Tage)	127	349	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bewertung						
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/sales	0,4	0,7	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	5,3	n.m.	n.m.	21,4	12,9	11,9
EV/EBIT	5,3	n.m.	n.m.	17,0	13,2	12,3
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	13,5	n.m.	n.m.
P/E	1,2	n.m.	n.m.	27,1	10,0	8,2
P/CF	1,4	neg.	neg.	21,3	9,2	7,7
Adj. Free Cash Flow Yield	15,8 %	n.a.	n.a.	1,2 %	2,7 %	3,2 %

Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - ESTAVIS

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	70,1	76,2	78,9	82,1	84,5	87,1	88,8	90,6	92,4	94,2	96,1	98,0	99,5	101,0
Veränderung	-0,9%	8,7%	3,6%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	4,2	5,5	6,0	6,2	6,3	6,1	6,2	5,9	6,0	6,1	6,2	5,9	6,0	6,1
EBIT-Marge	5,9%	7,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%
Steuerquote	25,0%	15,0%	15,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	3,1	4,7	5,1	4,6	4,4	4,3	4,4	4,1	4,2	4,3	4,4	4,1	4,2	4,2
Abschreibungen	-0,9	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
in % vom Umsatz	-1,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4,6	-3,4	-2,8	-3,1	-1,5	-1,5	-0,7	-0,7	0,2	-0,7	0,3	0,3	-0,7	-0,9
- Investitionen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Investitionsquote	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Free Cash Flow (WACC-Modell)	6,7	1,3	2,3	0,8	2,2	2,0	2,9	2,7	3,7	2,9	3,9	3,7	2,7	2,7

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%	Beta	1,45
Fremdkapitalzins	6,0%	WACC	9,06%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Banwerte bis 2023	23,9		
Terminal Value	11,4		
Verbindlichkeiten	-73,8		
Liquide Mittel	70,9	Aktienzahl (Mio.)	9,55
Eigenkapitalwert	32,3	Wert je Aktie (EUR)	3,39

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

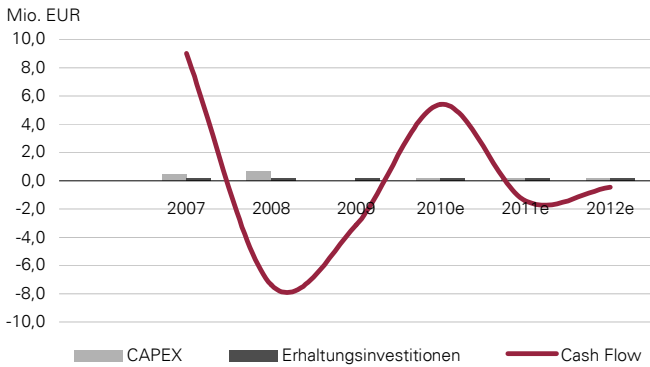
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
10,06%	2,94	2,96	2,99	3,01	3,04	3,07	3,10
9,56%	3,10	3,13	3,16	3,19	3,22	3,26	3,30
9,31%	3,19	3,22	3,25	3,28	3,32	3,36	3,40
9,06%	3,28	3,31	3,35	3,39	3,43	3,47	3,52
8,81%	3,38	3,41	3,45	3,50	3,54	3,59	3,64
8,56%	3,48	3,52	3,57	3,61	3,66	3,72	3,77
8,06%	3,71	3,76	3,81	3,87	3,93	4,00	4,07

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,06%	1,87	2,25	2,63	3,01	3,39	3,78	4,16
9,56%	1,98	2,38	2,78	3,19	3,59	4,00	4,40
9,31%	2,04	2,45	2,87	3,28	3,70	4,12	4,53
9,06%	2,10	2,53	2,96	3,39	3,82	4,24	4,67
8,81%	2,17	2,61	3,05	3,50	3,94	4,38	4,82
8,56%	2,24	2,70	3,15	3,61	4,07	4,53	4,98
8,06%	2,40	2,89	3,38	3,87	4,36	4,85	5,34

Quelle: SES Research

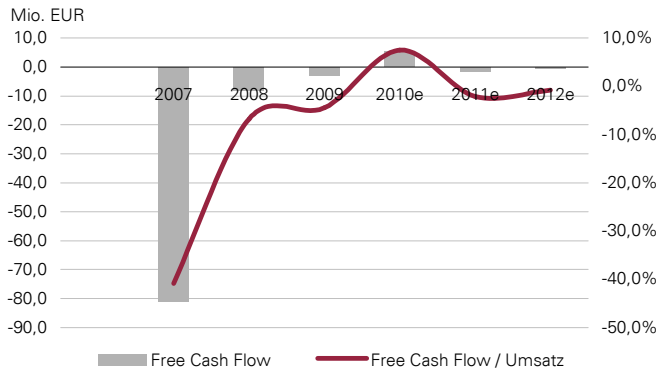
Investitionen und Cash Flow - ESTAVIS



Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Overheadkosten sinken nach HAG-Verkauf deutlich

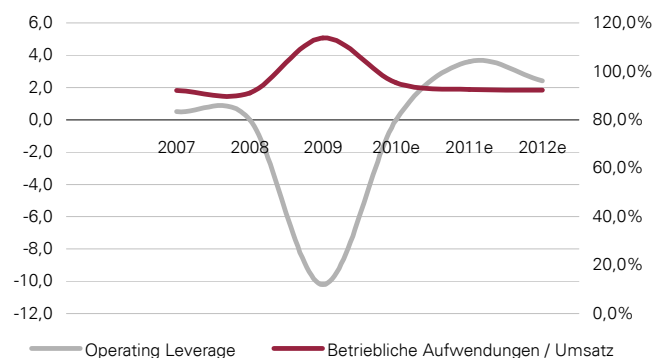
Free Cash Flow Generation - ESTAVIS



Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- FCF durch Veränderungen im Handelsbestand verzerrt

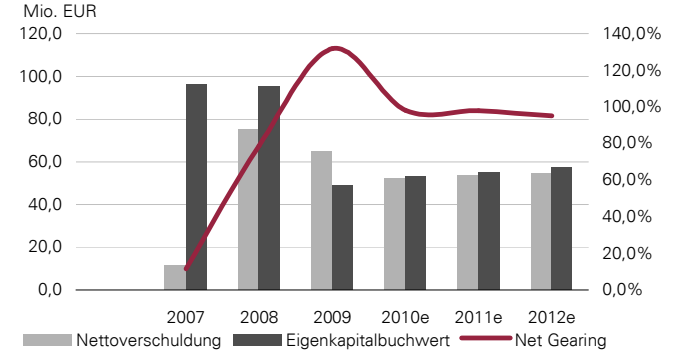
Operating Leverage - ESTAVIS



Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- deutlich schlankere Struktur nach HAG-Verkauf

Bilanzqualität - ESTAVIS



Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Eigenkapitalbuchwert ex Goodwill EUR 3,80 je Aktie
- Ca. 50% der Finanzverbindlichkeiten sind durch Immobilienverkäufe unterlegt

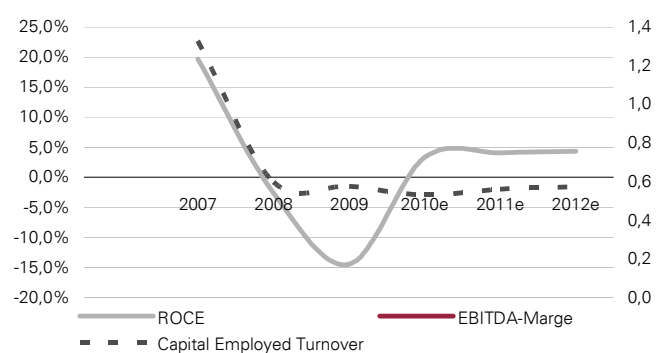
Working Capital - ESTAVIS



Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- WC sinkt durch HAG-Verkauf
- WC vor allem Forderungen gegenüber Wohnungskäufern

ROCE Entwicklung - ESTAVIS



Quellen: ESTAVIS (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- hochprofitabel in 2006/07 durch Boom im Portfoliohandel

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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 SES 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 KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 KGaA oder der SES Research GmbH 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

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.

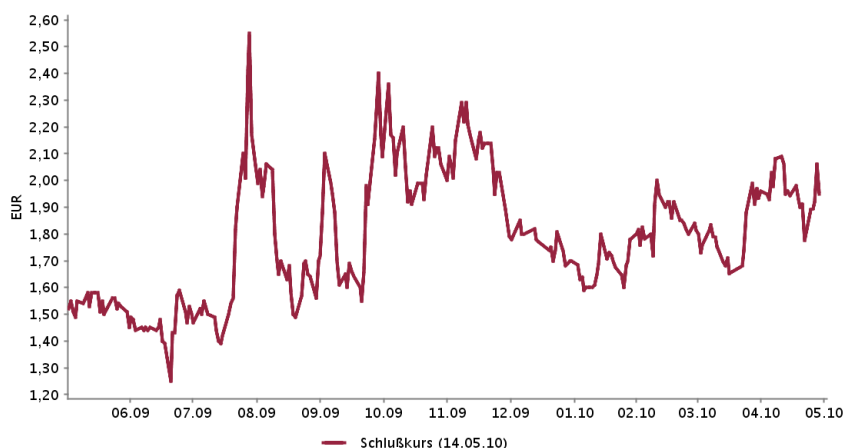
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	57%
Halten	56	28%
Verkaufen	10	5%
Empf. ausgesetzt	20	10%
Gesamt	200	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	87	64%
Halten	36	26%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	11	8%
Gesamt	136	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
ESTAVIS AG am 17.05.10**



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

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Wibke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com