

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 2,60** (alt: 2,60)

Kurs EUR 1,97
Bloomberg E7S GR
Reuters E7SG
Branche Real Estate

**Wohnungsprojektentwickler, Sanierung
 und Verkauf von Eigentumswohnungen
 (Denkmal-immobilien) und
 Immobilienportfolios**



Aktien Daten: 26.09.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 28,2 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 92,3 Mio.
Buchwert: EUR 63,3 Mio.
Aktienanzahl: 14,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 42,6 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 58,6 %
 TAG Immobilien 20,0 %
 IPCConcept Fund (Flossbach v. Storch SICAV) 15,3 %
 Florian Lanz CEO 6,1 %

Termine:
 Zahlen Q1 21.11.11
 Zahlen Q2 13.02.12
 Zahlen Q3 14.05.12

Änderung	2011/12e		2012/13e		2013/14e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	78,9	-10,5	81,5	-4,5	80,3	-
EBIT	6,7	-5,7	7,4	2,5	8,0	-
EPS	0,19	-5,3	0,21	9,5	0,26	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 27.09.2011
 Analyst: Torsten Klingner +49 (0)40-309537-260
 tklingner@warburg-research.com

Q4 Zahlen in line, steigende Ergebnisqualität erwartet

Estavis hat den Geschäftsbericht für 2010/11 veröffentlicht, wobei die Q4-Zahlen die Schätzungen bestätigt haben.

ESTAVIS - Q4 2011

Angaben in Mio. EUR	Q4/11	Q4/11e	Q4/10	yoy	2011	2011e	2010
Umsatz	9,1	9,8	22,1	-59,1%	53,0	53,7	71,3
EBIT	0,6	0,8	1,5	-59,9%	4,9	5,1	4,7
EBT	-0,4	-0,4	0,7	n.m.	0,7	0,8	1,3
Jahresüberschuss	0,0	-0,2	0,4	n.m.	0,7	0,5	1,1

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

Aufgrund der Anpassung des Geschäftsmodells mit dem neuen Fokus auf Großprojekte, die verstärkt erst im laufenden Jahr umsatzwirksam werden, verringerte sich der Umsatz in 2010/2011 deutlich. Ergebnisseitig wurde im Q4 ein EBIT von EUR 0,6 Mio. erzielt. Den wesentlichen Ergebnisbeitrag lieferte dabei mit EUR 2,1 Mio. ein Bewertungsertrag, der im Rahmen von Vermietungserfolgen bei verschiedenen Objekten (insbesondere beim Objekt Pulsstr. in Berlin mit 86 Sozialwohnungen) realisiert wurde.

Zum 30.06.2011 hat Estavis Immobilien im Volumen von EUR 32,5 Mio. in den langfristigen Immobilienbestand überführt, die eine Jahresnettomiete von EUR 2,65 Mio. generieren. Dabei erscheint die Immobilienbewertung mit einem Mietfaktor von 12,2 (Rendite 8,2%) im Peer Group Vergleich konservativ. Im Vorratsbestand befinden sich Immobilien im Wert von EUR 61,6 Mio., wobei der überwiegende Teil den in Abwicklung befindlichen Großprojekten (Glanzfilmfabrik, Kastaniengärten) zuzuordnen ist. Im Bauträgerbereich lag der **Auftragsbestand bei EUR 99 Mio.**, der in den kommenden 24 Monaten umsatzwirksam werden dürfte.

Für das laufende Jahr erwartet das Management bei Umsatz und Konzernergebnis eine Steigerung. Höhere Umsatzerträge aus den in Bearbeitung befindlichen Großprojekten sowie zusätzliche Umsätze aus der Wohnungsprivatisierung (Erwerb der Accento im Mai 2011), die bis zu EUR 10 Mio. beisteuern dürfte, sollten zu einem deutlichen Umsatzanstieg führen. Aufgrund der hochmargigen Denkmalprojekte und den Ergebnisbeiträgen aus der Wohnungsprivatisierung (EBIT-Marge >10%) rechnen wir auch ohne Bewertungserträge mit einem Ergebnisanstieg in 2011/12. Vor diesem Hintergrund wird mit einer erheblichen Verbesserung der Ergebnisqualität und des operativen Cash Flows gerechnet.

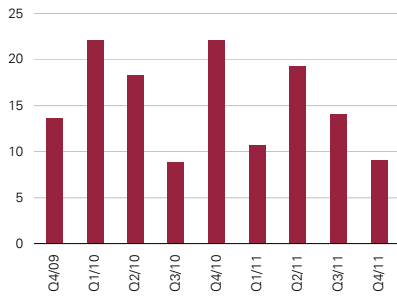
Angesichts der durch die Kapitalerhöhung im April 2011 gestärkten Kapitalbasis (solide Eigenkapitalquote von 34% ex Goodwill) hat Estavis Spielraum für Immobilienakquisitionen. In den kommenden Monaten wird mit 2-3 Projektkäufen gerechnet. Demgegenüber sind auch weitere Globalverkäufe wahrscheinlich. Der Wohnimmobilienmarkt in Berlin sollte aufgrund der fundamentalen Gegebenheiten (Zuwanderung, geringer Neubau, steigende Haushaltszahlen) von einer negativen Wirtschaftsentwicklung kaum beeinflusst werden. Insbesondere das extrem niedrige Zinsniveau sowie die zunehmende Wohnknappheit sollten den Wohnungsabsatz bei Estavis antreiben.

Die Kaufempfehlung wird mit einem Kursziel von EUR 2,60 bestätigt.

Geschäftsjahresende: 30.6. in EUR Mio	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Umsatz	120	70,7	71,3	53,0	70,7	77,8	80,3
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-39,4 %	-41,2 %	0,9 %	-25,7 %	33,3 %	10,1 %	3,2 %
Rohertrag	10,8	22,4	24,6	17,4	26,5	28,8	29,7
<i>Rohertragsmarge</i>	9,0 %	31,6 %	34,5 %	32,9 %	37,5 %	37,0 %	37,0 %
EBITDA	-4,3	-8,3	4,9	1,6	6,5	7,8	8,1
<i>EBITDA-Marge</i>	-3,6 %	-11,7 %	6,8 %	3,0 %	9,2 %	10,0 %	10,1 %
EBIT	-4,5	-23,4	4,7	4,9	6,4	7,6	8,0
<i>EBIT-Marge</i>	-3,7 %	-33,1 %	6,6 %	9,2 %	9,0 %	9,8 %	9,9 %
Jahresüberschuss	-5,5	-37,8	1,1	0,7	2,6	3,3	3,7
EPS	-0,68	-4,67	0,11	0,06	0,18	0,23	0,26
Free Cash Flow je Aktie	-1,00	-0,39	-1,93	3,11	-0,39	0,09	0,14
Dividende	0,00	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.	n.a.
EV/Umsatz	0,7	1,2	1,2	1,6	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	17,9	55,5	14,2	11,7	11,0
EV/EBIT	n.m.	n.m.	18,4	17,8	14,5	11,9	11,2
KGV	n.m.	n.m.	17,9	32,8	10,9	8,6	7,6
ROCE	-2,6 %	-14,9 %	3,8 %	3,9 %	5,0 %	5,7 %	5,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	5,9 %	1,6 %	6,9 %	8,6 %	9,1 %

Entwicklung Umsatz

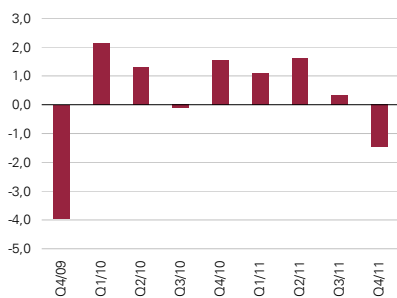
in EUR Mio.



Quelle: ESTAVIS

Entwicklung EBITDA

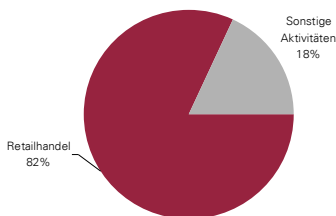
in EUR Mio.



Quelle: ESTAVIS

Umsatz nach Geschäftsbereichen

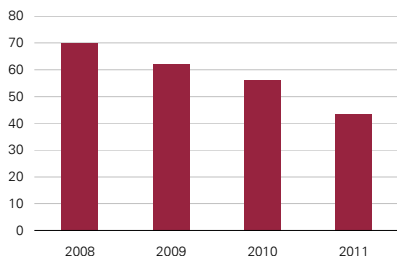
2011



Quelle: ESTAVIS

Retailhandel

in Mio.



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 Jahre 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.

Die Glanzfilmfabrik in Berlin Köpenick (230 WE, Verkaufsvolumen EUR 65 Mio.) und die Brauerei in Berlin Friedrichshain (152 WE, Volumen EUR 43 Mio.) sind derzeit Estavis's größte Denkmalprojekte.

Gewinn- und Verlustrechnung ESTAVIS

in EUR Mio.

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Umsatz	120	70,7	71,3	53,0	70,7	77,8	80,3
Bestandsveränderungen	-15,0	1,5	2,2	-6,9	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	105	72,2	73,5	46,1	70,7	77,8	80,3
Materialaufwand	94,5	49,8	48,9	28,7	44,2	49,0	50,6
Rohertrag	10,8	22,4	24,6	17,4	26,5	28,8	29,7
Personalaufwendungen	3,3	3,2	2,7	2,7	2,9	3,0	3,1
Sonstige betriebliche Erträge	4,0	7,0	9,7	7,1	7,9	8,5	8,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,8	34,5	26,8	20,2	25,0	26,5	27,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	-15,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,3	-8,3	4,9	1,6	6,5	7,8	8,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
EBITA	-4,5	-23,4	4,7	4,9	6,4	7,6	8,0
Abschreibungen auf iAV	0,0	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	0,0
EBIT	-4,5	-23,4	4,7	4,9	6,4	7,6	8,0
Zinserträge	2,7	0,9	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	4,5	5,8	3,6	4,4	3,6	3,8	3,7
Finanzergebnis	-1,8	-4,9	-3,4	-4,2	-3,3	-3,5	-3,4
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-6,3	-28,3	1,3	0,7	3,0	4,2	4,6
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,3	-28,3	1,3	0,7	3,0	4,2	4,6
Steuern gesamt	-2,7	-0,4	0,7	0,0	0,5	0,8	0,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-3,7	-27,9	0,6	0,7	2,6	3,3	3,7
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	-3,1	-18,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-6,8	-46,2	1,1	0,7	2,6	3,3	3,7
Minority interest	-1,2	-8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-5,5	-37,8	1,1	0,7	2,6	3,3	3,7

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

Gewinn- und Verlustrechnung ESTAVIS

in % vom Umsatz

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	-12,5 %	2,1 %	3,0 %	-13,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	87,6 %	102,1 %	103,0 %	87,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	78,6 %	70,4 %	68,5 %	54,1 %	62,5 %	63,0 %	63,0 %
Rohertrag	9,0 %	31,7 %	34,5 %	32,9 %	37,5 %	37,0 %	37,0 %
Personalaufwendungen	2,7 %	4,5 %	3,7 %	5,2 %	4,1 %	3,9 %	3,9 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,3 %	9,9 %	13,6 %	13,4 %	11,2 %	10,9 %	10,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,2 %	48,8 %	37,5 %	38,2 %	35,4 %	34,1 %	33,6 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	-21,2 %	0,0 %	6,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	-3,6 %	-11,7 %	6,8 %	3,0 %	9,2 %	10,0 %	10,1 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
EBITA	-3,7 %	-33,1 %	6,6 %	9,2 %	9,0 %	9,8 %	9,9 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	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 %	0,0 %
EBIT	-3,8 %	-33,1 %	6,6 %	9,2 %	9,0 %	9,8 %	9,9 %
Zinserträge	2,3 %	1,3 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwendungen	3,8 %	8,2 %	5,1 %	8,2 %	5,1 %	4,9 %	4,6 %
Finanzergebnis	-1,5 %	-6,9 %	-4,8 %	-8,0 %	-4,7 %	-4,5 %	-4,2 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-5,3 %	-40,0 %	1,8 %	1,3 %	4,3 %	5,3 %	5,7 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	-5,3 %	-40,0 %	1,8 %	1,3 %	4,3 %	5,3 %	5,7 %
Steuern gesamt	-2,2 %	-0,5 %	0,9 %	0,0 %	0,6 %	1,1 %	1,1 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-3,1 %	-39,5 %	0,9 %	1,3 %	3,6 %	4,3 %	4,6 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	-2,6 %	-25,9 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-5,6 %	-65,4 %	1,5 %	1,3 %	3,6 %	4,3 %	4,6 %
Minority interest	-1,0 %	-11,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-4,6 %	-53,5 %	1,5 %	1,3 %	3,6 %	4,3 %	4,6 %

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

Bilanz ESTAVIS

in EUR Mio.

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	20,7	17,8	17,8	17,9	17,9	17,9	17,9
davon übrige imm. VG	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	20,6	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Sachanlagen	1,1	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Finanzanlagen	13,1	0,2	0,2	34,3	34,3	34,3	34,3
Anlagevermögen	35,0	18,5	18,5	52,6	52,6	52,6	52,6
Vorräte	104	80,7	84,0	61,6	67,0	69,0	70,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,6	2,0	19,5	6,2	10,0	11,0	12,0
Sonstige Vermögensgegenstände	57,8	102	29,3	22,4	22,4	22,4	22,4
Liquide Mittel	25,7	3,9	4,1	3,6	5,7	5,0	5,0
Umlaufvermögen	215	189	137	93,8	105	107	109
Bilanzsumme (Aktiva)	250	207	155	146	158	160	162
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	8,1	8,1	9,5	14,3	14,3	14,3	14,3
Kapitalrücklage	77,1	44,2	45,3	48,2	48,2	48,2	48,2
Gewinnrücklagen	1,4	0,0	0,0	-1,8	0,8	4,1	7,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-3,6	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	86,6	48,7	52,3	60,7	63,3	66,6	70,3
Anteile Dritter	8,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	95,3	49,1	52,3	60,7	63,3	66,6	70,3
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	4,8	5,0	4,1	2,4	2,4	2,4	2,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	101	68,6	76,4	62,1	69,7	67,7	65,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,3	6,2	7,7	8,6	9,7	10,7	11,0
Sonstige Verbindlichkeiten	43,5	78,3	15,0	12,6	12,6	12,6	12,6
Verbindlichkeiten	154	158	103	85,7	94,4	93,4	91,7
Bilanzsumme (Passiva)	250	207	155	146	158	160	162

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

Bilanz ESTAVIS

in % der Bilanzsumme

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,3 %	8,6 %	11,5 %	12,2 %	11,3 %	11,2 %	11,0 %
davon übrige imm. VG	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	8,2 %	8,6 %	11,5 %	12,1 %	11,3 %	11,1 %	11,0 %
Sachanlagen	0,5 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Finanzanlagen	5,3 %	0,1 %	0,1 %	23,4 %	21,8 %	21,5 %	21,2 %
Anlagevermögen	14,0 %	8,9 %	11,9 %	35,9 %	33,3 %	32,9 %	32,5 %
Vorräte	41,5 %	39,0 %	54,1 %	42,1 %	42,5 %	43,1 %	43,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,1 %	0,9 %	12,6 %	4,2 %	6,3 %	6,9 %	7,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	23,1 %	49,3 %	18,9 %	15,3 %	14,2 %	14,0 %	13,8 %
Liquide Mittel	10,3 %	1,9 %	2,6 %	2,5 %	3,6 %	3,2 %	3,1 %
Umlaufvermögen	86,0 %	91,1 %	88,1 %	64,1 %	66,6 %	67,1 %	67,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	3,2 %	3,9 %	6,1 %	9,8 %	9,1 %	9,0 %	8,8 %
Kapitalrücklage	30,9 %	21,3 %	29,1 %	32,9 %	30,6 %	30,1 %	29,8 %
Gewinnrücklagen	0,6 %	0,0 %	0,0 %	-1,2 %	0,5 %	2,6 %	4,8 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,7 %	-1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Buchwert	34,7 %	23,5 %	33,7 %	41,5 %	40,1 %	41,6 %	43,4 %
Anteile Dritter	3,5 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	38,2 %	23,7 %	33,7 %	41,5 %	40,1 %	41,6 %	43,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	1,9 %	2,4 %	2,6 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,4 %	33,1 %	49,1 %	42,4 %	44,2 %	42,3 %	40,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1 %	3,0 %	4,9 %	5,9 %	6,2 %	6,7 %	6,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	17,4 %	37,8 %	9,7 %	8,6 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %
Verbindlichkeiten	61,8 %	76,3 %	66,4 %	58,5 %	59,9 %	58,4 %	56,6 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung ESTAVIS

in EUR Mio.

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-6,8	-46,2	1,1	0,7	2,6	3,3	3,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	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	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-7,6	-45,7	1,2	0,8	2,7	3,5	3,8
Veränderung Vorräte	-28,7	23,0	-3,3	22,4	-5,4	-2,0	-1,0
Veränderung Forderungen aus L+L	22,5	25,7	-17,6	13,3	-3,8	-1,0	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	32,7	-6,1	1,4	0,6	1,1	1,0	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-26,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,3	42,6	-19,5	36,3	-8,1	-2,0	-1,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-7,4	-3,1	-18,3	37,1	-5,4	1,5	2,1
CAPEX	-0,7	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,7	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,2	-32,2	7,8	-14,3	7,6	-2,0	-2,0
Dividende Vorjahr	0,0	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	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	3,4	8,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,2	-32,2	11,2	-6,2	7,6	-2,0	-2,0
Veränderung liquide Mittel	-14,2	-35,3	-7,2	30,9	2,1	-0,7	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	21,8	-9,6	-3,3	35,0	5,7	5,0	5,0

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

Kennzahlen ESTAVIS

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e	2013/14e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,2 %	113,8 %	96,2 %	84,0 %	90,8 %	90,0 %	89,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	1.365.909	2.356.667	2.377.667	1.766.667	2.355.000	2.593.333	2.676.667
EBITDA je Mitarbeiter	-49,273	-276.533	161.733	52.167	216.458	259.533	270.367
EBIT-Marge	-3,7 %	-33,1 %	6,6 %	9,2 %	9,0 %	9,8 %	9,9 %
EBITDA / Operating Assets	-3,7 %	-11,4 %	5,3 %	2,8 %	10,2 %	11,8 %	12,0 %
ROA	-15,8 %	-204,6 %	5,7 %	1,3 %	4,9 %	6,3 %	7,0 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	108	141	147	136	181	200	206
Operating Assets Turnover	1,0	1,0	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2
Capital Employed Turnover	0,6	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6
Kapitalverzinsung							
ROCE	-2,6 %	-14,9 %	3,8 %	3,9 %	5,0 %	5,7 %	5,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	-2,6 %	-5,3 %	3,9 %	1,2 %	5,1 %	5,8 %	6,0 %
ROE	-5,8 %	-77,1 %	2,0 %	1,1 %	4,1 %	5,0 %	5,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-5,8 %	-52,4 %	2,1 %	1,2 %	4,2 %	5,1 %	5,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-3,8 %	-38,7 %	1,3 %	1,2 %	4,2 %	5,1 %	5,4 %
ROIC	-1,8 %	-21,8 %	0,5 %	0,5 %	1,9 %	2,4 %	2,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	75,1	64,7	72,3	58,5	64,0	62,7	60,7
Net Gearing	78,7 %	131,9 %	138,3 %	96,3 %	101,1 %	94,1 %	86,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	94,6 %	71,5 %	68,5 %	97,8 %	90,8 %	98,4 %	107,0 %
Current ratio	1,6	1,2	1,7	1,3	1,3	1,4	1,4
Acid Test Ratio	0,8	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5
EBITDA / Zinsaufwand	0,0	0,0	1,3	0,4	1,8	2,1	2,2
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	1,4	1,2	1,9	2,2	2,4
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-8,1	-3,1	-18,4	37,1	-5,5	1,3	2,0
Free Cash Flow / Umsatz	-6,7 %	-4,4 %	-25,8 %	70,0 %	-7,8 %	1,7 %	2,4 %
Adj. Free Cash Flow	-6,3	-18,3	5,2	1,4	6,3	7,8	8,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-5,3 %	-19,6 %	0,6 %	-5,5 %	3,2 %	3,9 %	4,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	146,3 %	8,3 %	-1732,1 %	5615,4 %	-214,2 %	39,8 %	53,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	8,7 %	6,1 %	6,0 %	3,7 %	6,4 %	5,6 %	6,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,1 %	6,8 %	5,0 %	6,3 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,8 %	0,0 %	0,2 %	0,0 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
CAPEX / Abschreibungen	553,9 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	79,7 %	132,5 %	115,1 %	138,9 %	84,2 %	83,0 %	82,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	521,1 %	31,5 %	254,5 %	71,8 %	103,1 %	102,8 %	109,1 %
Inventory processing period (Tage)	315	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	83,8	10,1	99,9	42,7	51,7	51,6	54,5
Payables payment period (Tage)	16,1	32,0	39,3	59,4	50,0	50,0	50,0
Cash conversion cycle (Tage)	349	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/sales	0,7	1,2	1,2	1,6	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	17,9	55,5	14,2	11,7	11,0
EV/EBIT	n.m.	n.m.	18,4	17,8	14,5	11,9	11,2
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	2,3	n.m.	68,9	45,3
P/E	n.m.	n.m.	17,9	32,8	10,9	8,6	7,6
P/CF	neg.	neg.	23,7	36,1	10,4	8,1	7,4
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	1,4 %	0,9 %	2,9 %	3,8 %	4,3 %

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

DCF Modell - ESTAVIS

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	70,7	77,8	80,3	82,7	85,2	87,7	89,5	91,3	93,1	95,0	96,9	98,8	100,3	101,8
Veränderung	33,3%	10,1%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	6,4	7,6	8,0	8,3	8,5	8,8	8,5	8,7	8,8	9,0	8,7	8,9	8,0	8,1
EBIT-Marge	9,0%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Steuerquote	15,0%	20,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	5,4	6,1	6,4	6,2	6,0	6,1	6,0	6,1	6,2	6,3	6,1	6,2	5,6	5,7
Abschreibungen	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	0,3
in % vom Umsatz	0,2%	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%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-6,5	-1,6	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,0	-1,0
- Investitionen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionsquote	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,1	4,5	5,0	4,6	4,4	4,5	4,9	5,0	5,1	5,2	4,9	5,0	4,7	4,8

Modellparameter

Fremdkapitalquote	45,00%	Beta	1,60
Fremdkapitalzins	6,0%	WACC	8,41%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

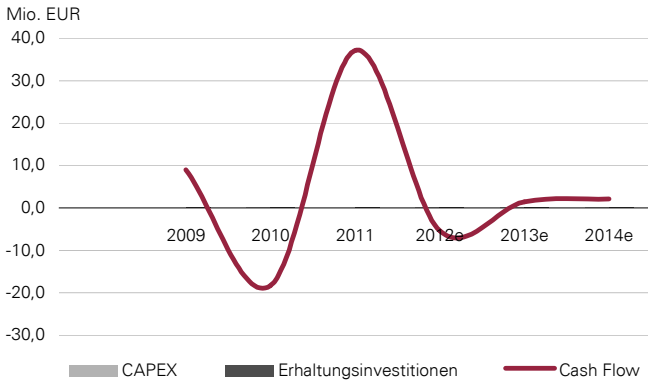
Barwerte bis 2025	33,8		
Terminal Value	22,9		
Verbindlichkeiten	-62,2		
nicht betr.-notw. Vermögen	42,8	Aktienzahl (Mio.)	14,32
Eigenkapitalwert	37,3	Wert je Aktie (EUR)	2,60

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,41%	1,99	2,02	2,06	2,09	2,13	2,18	2,22	9,41%	1,30	1,56	1,83	2,09	2,36	2,62	2,89
8,91%	2,20	2,24	2,29	2,33	2,38	2,43	2,49	8,91%	1,49	1,77	2,05	2,33	2,61	2,90	3,18
8,66%	2,32	2,37	2,41	2,46	2,52	2,58	2,64	8,66%	1,59	1,88	2,17	2,46	2,76	3,05	3,34
8,41%	2,45	2,50	2,55	2,60	2,66	2,73	2,80	8,41%	1,70	2,00	2,30	2,60	2,91	3,21	3,51
8,16%	2,58	2,64	2,69	2,76	2,82	2,90	2,97	8,16%	1,82	2,13	2,44	2,76	3,07	3,38	3,69
7,91%	2,73	2,79	2,85	2,92	2,99	3,07	3,16	7,91%	1,95	2,27	2,59	2,92	3,24	3,57	3,89
7,41%	3,05	3,12	3,20	3,29	3,38	3,48	3,60	7,41%	2,23	2,58	2,94	3,29	3,64	3,99	4,34

Quelle: Warburg Research

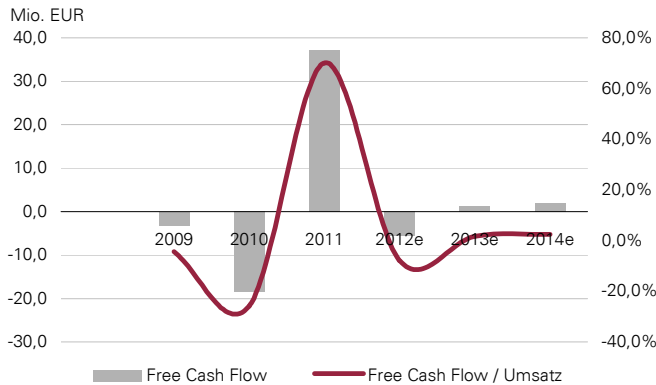
Investitionen und Cash Flow - ESTAVIS



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

- Cash Flow-Verbesserung durch Restrukturierung und attraktivere Projekte

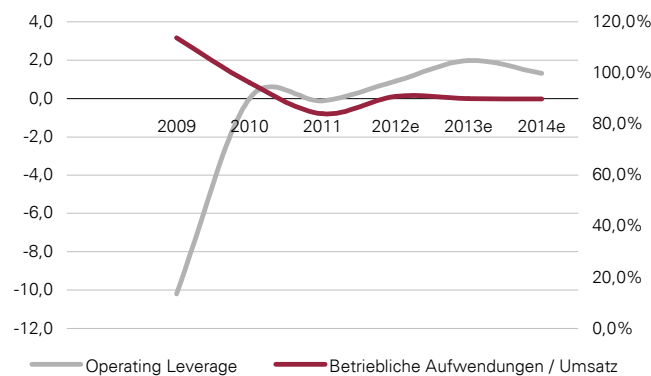
Free Cash Flow Generation - ESTAVIS



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

- FCF durch Veränderungen im Handelsbestand verzerrt

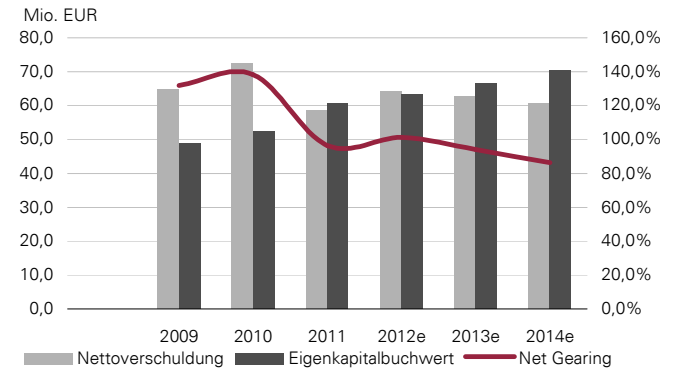
Operating Leverage - ESTAVIS



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

- deutlich schlankere Struktur nach HAG-Verkauf
- Verkauf von hochwertigeren Wohnungen treibt OL

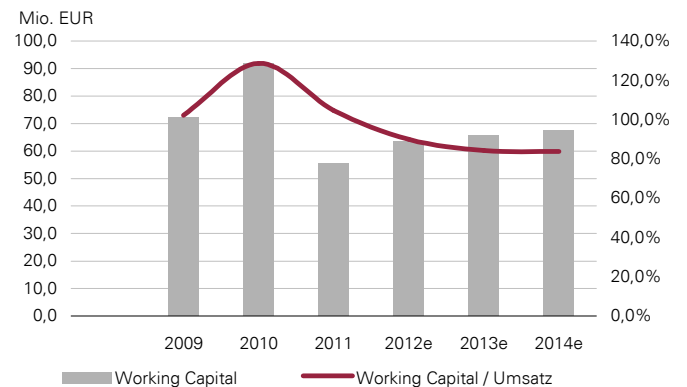
Bilanzqualität - ESTAVIS



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

- Eigenkapitalbuchwert ex Goodwill EUR 3,60 je Aktie
- Ca. 50% der Finanzverbindlichkeiten sind durch Immobilienverkäufe unterlegt

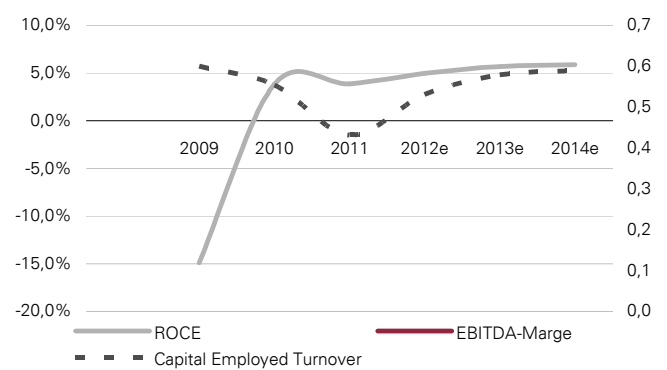
Working Capital - ESTAVIS



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

- WC vor allem Forderungen gegenüber Wohnungskäufern

ROCE Entwicklung - ESTAVIS



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

- Margenverbesserung durch Großprojekte

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg 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 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & 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, 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 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 KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & 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 KGaA oder der Warburg 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 Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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.

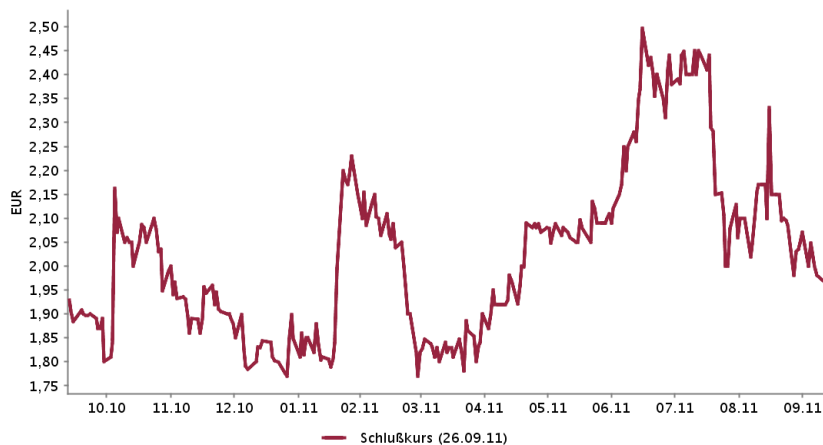
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	44	25%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	177	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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	105	76%
Halten	34	24%
Verkaufen	0	0%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	139	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
ESTAVIS AG am 27.09.11**



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.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com