

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

**Kurs** EUR 1,72  
**Bloomberg** E7S GR  
**Reuters** E7SG  
**Branche** Finanzdienstleister

### Sanierung und Verkauf von Eigentumswohnungen (Denkmalimmobilien) und Immobilienportfolios



Aktien Daten: 23.02.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 16,4 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 70,7 Mio.  
**Buchwert:** EUR 52,9 Mio.  
**Aktienanzahl:** 9,5 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 64,6 Tsd.

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

**Termine:**  
 Zahlen Q3 12.05.10  
 Geschäftsbericht 24.09.10

	2009/10e		2010/11e		2011/12e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	70,1	0	74,3	2,5	77,6	1,7
<b>EBIT</b>	4,2	0,0	5,0	9,4	5,6	5,9
<b>EPS</b>	0,09	-22,2	0,18	5,6	0,23	0

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 24.02.2010  
 Analyst: Torsten Klingner  
 +49 (0)40-309537-260  
 klingner@ses.de

## Beteiligung der TAG stärkt Kerngeschäft mit Denkmal-Immobilien

**Thema:** TAG Immobilien beteiligt sich mit 15% an Estavis im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage.

**Transaktion:** TAG bringt zu 100% eine denkmalgeschützte Immobilie (lastenfrei) mit einer Gesamtfläche von 3.900 qm als Sacheinlage in die Estavis AG ein und erhält im Gegenzug EUR 1,45 Mio. Für die sanierungsbedürftige Immobilie, die sich in Berlin Schöneberg befindet, wurde ein Wert von EUR 3,4 Mio. oder EUR 872 je qm bestimmt. Dementsprechend erfolgt die Einbringung zu einem rechnerischen Wert von EUR 2,35 je Estavis-Aktie.

**Auswirkungen:** Estavis verfügt durch ihre Bauträger Tochter B&V (100%) über Kompetenz hinsichtlich Sanierung und Vertrieb von Denkmal-Immobilien, von der TAG im Rahmen der Entwicklung der Immobilie über die Beteiligung profitiert. Zudem beteiligt sich TAG zu einem Preis, der deutlich unter dem um Goodwill bereinigten Buchwert von EUR 3,70 je Estavis Aktie liegt.

Bei der Immobilie handelt es sich um eine Fabrikhalle in zentraler Lage. Estavis will bis Ende 2011 54 Wohnungen bzw. Lofts errichten und an Kapitalanleger aber auch Selbstnutzer veräußern. Der Vertrieb dürfte in den kommenden Monaten beginnen. Das Unternehmen hat ein Umsatzvolumen von insgesamt EUR 13 Mio. in Aussicht gestellt, was ca. EUR 3.300 je qm entspricht. Die Sanierungsaufwendungen dürften bei dem Projekt mindestens EUR 5 Mio. betragen. Unter der Annahme einer in der Denkmalsanierung üblichen Marge von 15% dürfte der Ergebniseffekt für Estavis bei bis zu EUR 2 Mio. (SES) liegen.

Vor dem Hintergrund dass sich Estavis künftig stärker als exitorientierter Bestandsoptimierer positionieren will, ist die Transaktion ein erster wichtiger Schritt mit Signalcharakter. Im Rahmen der strategischen Beteiligung könnten angesichts des großen Immobilienbestandes der TAG mit allein rd. 2.600 Wohnungen in Berlin, weitere Projekte folgen.

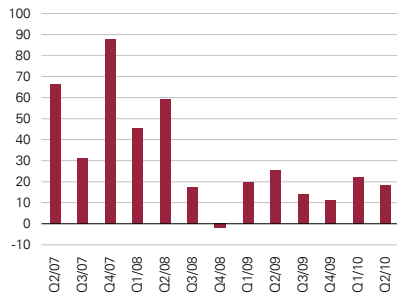
Prognoseanpassung: Durch die Kapitalerhöhung wird die Aktienzahl angepasst. Im laufenden Jahr wird noch nicht mit positiven Deckungsbeiträgen aus dem Projekt gerechnet, sodass sich das EPS durch den Verwässerungseffekt reduziert. In den kommenden Jahren wird der Verwässerungseffekt durch die zu wartenden Ergebniseffekte etwa kompensiert.

### Die Kaufempfehlung wird mit einem Kursziel von EUR 3,40 bestätigt (Basis DCF-Modell).

Geschäftsjahresende: 30.6. in EUR Mio	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Umsatz</b>	44,0	198	120	70,7	70,1	76,2	78,9
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	350,4 %	-39,4 %	-41,2 %	-0,9 %	8,7 %	3,6 %
<b>Rohertrag</b>	6,8	26,2	10,8	22,4	23,1	25,4	26,6
<i>Rohertragsmarge</i>	15,5 %	13,2 %	9,0 %	31,6 %	33,0 %	33,3 %	33,7 %
<b>EBITDA</b>	5,6	15,8	-4,3	-8,3	3,3	5,6	6,1
<i>EBITDA-Marge</i>	12,7 %	8,0 %	-3,6 %	-11,7 %	4,7 %	7,4 %	7,7 %
<b>EBIT</b>	5,6	15,7	-4,5	-23,4	4,2	5,5	6,0
<i>EBIT-Marge</i>	12,6 %	7,9 %	-3,7 %	-33,1 %	5,9 %	7,2 %	7,5 %
<b>Jahresüberschuss</b>	4,6	8,8	-5,5	-37,8	0,7	1,8	2,2
<b>EPS</b>	0,92	1,54	-0,68	-4,67	0,07	0,19	0,23
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	1,20	-14,27	-1,00	-0,39	0,55	-0,17	-0,06
<b>Dividende</b>	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.
<b>EV/Umsatz</b>	1,8	0,4	0,7	1,1	1,0	0,9	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	14,2	5,0	n.m.	n.m.	20,2	12,1	11,3
<b>EV/EBIT</b>	14,2	5,0	n.m.	n.m.	16,0	12,5	11,6
<b>KGV</b>	1,9	1,1	n.m.	n.m.	24,6	9,1	7,5
<b>ROCE</b>	56,7 %	19,7 %	-2,6 %	-14,5 %	3,3 %	4,1 %	4,4 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	6,5 %	19,2 %	n.a.	n.a.	4,7 %	8,0 %	8,9 %

**Entwicklung Umsatz**

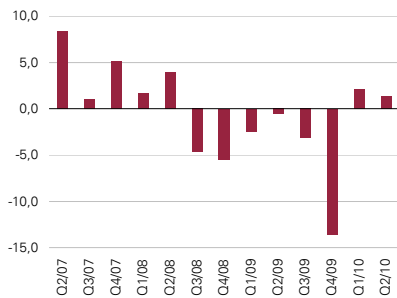
in EUR Mio.



Quelle: ESTAVIS

**Entwicklung EBIT**

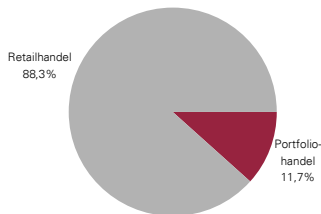
in EUR Mio.



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 dürfte der klassische Portfoliohandel künftig eine geringe Rolle spielen.

**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 1.000 in 2009/10 veräußerten Wohnungen ist ESTAVIS ein führender Anbieter von Wohnungen für Privatpersonen. Unter den börsennotierten Immobilienunternehmen hat Patrizia 476 Wohnungen und die Deutsche Wohnen 573 Wohnungen einzeln in 2008 veräußert.

**Gewinn- und Verlustrechnung ESTAVIS**

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Umsatz</b>	<b>44,0</b>	<b>198</b>	<b>120</b>	<b>70,7</b>	<b>70,1</b>	<b>76,2</b>	<b>78,9</b>
Bestandsveränderungen	0,1	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	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>44,1</b>	<b>199</b>	<b>105</b>	<b>72,2</b>	<b>70,1</b>	<b>76,2</b>	<b>78,9</b>
Materialaufwand	37,3	172	94,5	49,8	46,9	50,8	52,3
<b>Rohertrag</b>	<b>6,8</b>	<b>26,2</b>	<b>10,8</b>	<b>22,4</b>	<b>23,1</b>	<b>25,4</b>	<b>26,6</b>
Personalaufwendungen	0,5	2,9	3,3	3,2	3,0	3,0	3,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	2,7	4,0	7,0	6,0	5,5	5,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,0	10,2	15,8	34,5	22,8	22,2	23,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,6</b>	<b>15,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>3,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<b>EBITA</b>	<b>5,6</b>	<b>15,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-23,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>5,6</b>	<b>15,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-23,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
Zinserträge	0,1	1,0	2,7	0,9	0,3	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,1	2,9	4,5	5,8	3,8	3,7	3,8
Finanzergebnis	0,0	-1,0	-1,8	-4,9	-3,5	-3,3	-3,4
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,6</b>	<b>14,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-28,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>5,6</b>	<b>14,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-28,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
Steuern gesamt	0,7	5,4	-2,7	-0,4	0,0	0,3	0,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,9</b>	<b>9,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-27,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	-3,1	-18,3	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,7</b>	<b>8,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-46,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
Minority interest	0,1	0,0	-1,2	-8,4	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,6</b>	<b>8,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-37,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung ESTAVIS**

in % vom Umsatz

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,2 %	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 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,2 %</b>	<b>100,1 %</b>	<b>87,6 %</b>	<b>102,1 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	84,6 %	86,9 %	78,6 %	70,4 %	67,0 %	66,7 %	66,3 %
<b>Rohertrag</b>	<b>15,5 %</b>	<b>13,2 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>31,7 %</b>	<b>33,0 %</b>	<b>33,3 %</b>	<b>33,7 %</b>
Personalaufwendungen	1,1 %	1,5 %	2,7 %	4,5 %	4,3 %	3,9 %	3,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,6 %	1,4 %	3,3 %	9,9 %	8,6 %	7,2 %	7,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,4 %	5,2 %	13,2 %	48,8 %	32,6 %	29,2 %	29,1 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>-21,2 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>12,7 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>-3,6 %</b>	<b>-11,7 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>7,7 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
<b>EBITA</b>	<b>12,6 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>-3,7 %</b>	<b>-33,1 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>7,5 %</b>
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 %
<b>EBIT</b>	<b>12,6 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>-3,8 %</b>	<b>-33,1 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>7,5 %</b>
Zinserträge	0,2 %	0,5 %	2,3 %	1,3 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %
Zinsaufwendungen	0,2 %	1,4 %	3,8 %	8,2 %	5,4 %	4,9 %	4,8 %
Finanzergebnis	0,0 %	-0,5 %	-1,5 %	-6,9 %	-4,9 %	-4,4 %	-4,3 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>12,7 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>-5,3 %</b>	<b>-40,0 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,3 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>12,7 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>-5,3 %</b>	<b>-40,0 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,3 %</b>
Steuern gesamt	1,6 %	2,7 %	-2,2 %	-0,5 %	0,0 %	0,4 %	0,5 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>11,1 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-3,1 %</b>	<b>-39,5 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,8 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	-2,6 %	-25,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>10,6 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-65,4 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,8 %</b>
Minority interest	0,2 %	0,0 %	-1,0 %	-11,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>10,4 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>-4,6 %</b>	<b>-53,5 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,8 %</b>

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

**Bilanz ESTAVIS**

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	11,5	20,7	17,8	17,8	17,8	17,8
davon übrige imm. VG	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	11,5	20,6	17,8	17,8	17,8	17,8
Sachanlagen	0,2	0,8	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Finanzanlagen	0,3	18,6	13,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,4</b>	<b>30,9</b>	<b>35,0</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>
Vorräte	36,8	23,1	104	80,7	76,0	78,0	80,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,5	50,1	27,6	2,0	2,0	4,0	5,0
Sonstige Vermögensgegenstände	3,2	37,2	57,8	102	55,1	55,1	55,1
Liquide Mittel	13,8	36,0	25,7	3,9	21,5	21,9	21,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>55,3</b>	<b>146</b>	<b>215</b>	<b>189</b>	<b>155</b>	<b>159</b>	<b>161</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>55,7</b>	<b>177</b>	<b>250</b>	<b>207</b>	<b>173</b>	<b>178</b>	<b>180</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,0	7,7	8,1	8,1	9,5	9,5	9,5
Kapitalrücklage	0,0	70,6	77,1	44,2	46,2	46,2	46,2
Gewinnrücklagen	0,1	7,3	1,4	0,0	0,7	2,5	4,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,4	0,1	0,0	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Buchwert	3,5	85,7	86,6	48,7	52,9	54,7	56,9
Anteile Dritter	0,0	10,5	8,7	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>3,5</b>	<b>96,2</b>	<b>95,3</b>	<b>49,1</b>	<b>53,2</b>	<b>55,0</b>	<b>57,2</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	1,0	5,8	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,4	47,3	101	68,6	73,7	75,7	75,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,0	3,4	5,3	6,2	6,1	6,7	6,9
Sonstige Verbindlichkeiten	40,9	24,6	43,5	78,3	35,1	35,1	35,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>52,3</b>	<b>81,1</b>	<b>154</b>	<b>158</b>	<b>120</b>	<b>123</b>	<b>123</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>55,7</b>	<b>177</b>	<b>250</b>	<b>207</b>	<b>173</b>	<b>178</b>	<b>180</b>

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

**Bilanz ESTAVIS**

in % der Bilanzsumme

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	6,5 %	8,3 %	8,6 %	10,3 %	10,0 %	9,9 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	6,5 %	8,2 %	8,6 %	10,3 %	10,0 %	9,9 %
Sachanlagen	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Finanzanlagen	0,5 %	10,5 %	5,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,8 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>10,3 %</b>
Vorräte	66,0 %	13,0 %	41,5 %	39,0 %	43,9 %	43,9 %	44,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,7 %	28,3 %	11,1 %	0,9 %	1,2 %	2,3 %	2,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	5,7 %	21,0 %	23,1 %	49,3 %	31,8 %	31,0 %	30,6 %
Liquide Mittel	24,8 %	20,3 %	10,3 %	1,9 %	12,4 %	12,3 %	11,8 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>99,2 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>86,0 %</b>	<b>91,1 %</b>	<b>89,3 %</b>	<b>89,6 %</b>	<b>89,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,1 %	4,4 %	3,2 %	3,9 %	5,5 %	5,4 %	5,3 %
Kapitalrücklage	0,0 %	39,8 %	30,9 %	21,3 %	26,7 %	26,0 %	25,7 %
Gewinnrücklagen	0,1 %	4,1 %	0,6 %	0,0 %	0,4 %	1,4 %	2,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,1 %	0,0 %	0,0 %	-1,7 %	-2,1 %	-2,0 %	-2,0 %
Buchwert	6,2 %	48,3 %	34,7 %	23,5 %	30,6 %	30,8 %	31,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	5,9 %	3,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>6,2 %</b>	<b>54,2 %</b>	<b>38,2 %</b>	<b>23,7 %</b>	<b>30,7 %</b>	<b>31,0 %</b>	<b>31,8 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	1,7 %	3,3 %	1,9 %	2,4 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	9,7 %	26,7 %	40,4 %	33,1 %	42,6 %	42,7 %	42,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,0 %	1,9 %	2,1 %	3,0 %	3,5 %	3,8 %	3,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	73,4 %	13,9 %	17,4 %	37,8 %	20,3 %	19,8 %	19,5 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>93,8 %</b>	<b>45,8 %</b>	<b>61,8 %</b>	<b>76,3 %</b>	<b>69,3 %</b>	<b>69,0 %</b>	<b>68,2 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung ESTAVIS**

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,7	8,8	-6,8	-46,2	0,7	1,8	2,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	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	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	4,6	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-25,1	-0,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-20,3</b>	<b>13,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>-45,7</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Veränderung Vorräte	0,9	-27,3	-28,7	23,0	4,7	-2,0	-2,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,5	-48,6	22,5	25,7	-0,1	-2,0	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	27,0	-17,8	32,7	-6,1	-0,1	0,6	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	-26,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	26,4	-93,7	0,3	42,6	4,6	-3,4	-2,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>6,0</b>	<b>-80,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>5,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>
CAPEX	0,0	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	3,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,9	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	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	51,1	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0
Sonstiges	0,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>52,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-32,2</b>	<b>8,5</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	7,1	-26,4	-14,2	-35,3	13,8	0,4	-0,6
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>7,1</b>	<b>-12,6</b>	<b>21,8</b>	<b>-9,6</b>	<b>17,7</b>	<b>21,9</b>	<b>21,3</b>

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

## Kennzahlen ESTAVIS

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,5 %	92,1 %	91,2 %	113,8 %	95,3 %	92,6 %	92,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	5.835.235	1.365.909	2.356.667	2.335.000	2.538.333	2.630.000
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	464.059	-49.273	-276.533	110.217	187.598	203.643
EBIT-Marge	12,6 %	7,9 %	-3,7 %	-33,1 %	5,9 %	7,2 %	7,5 %
EBITDA / Operating Assets	-112,3 %	22,6 %	-3,7 %	-11,4 %	4,8 %	7,8 %	8,2 %
ROA	1043,1 %	28,3 %	-15,8 %	-204,6 %	3,8 %	9,8 %	11,8 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	272	256	108	141	140	152	158
Operating Assets Turnover	-8,9	2,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Capital Employed Turnover	4,5	1,3	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	56,7 %	19,7 %	-2,6 %	-14,5 %	3,3 %	4,1 %	4,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	56,9 %	19,8 %	-2,5 %	-5,1 %	2,6 %	4,2 %	4,5 %
ROE	132,3 %	9,1 %	-5,8 %	-77,1 %	1,3 %	3,3 %	3,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	264,7 %	17,6 %	-5,8 %	-52,4 %	1,4 %	3,4 %	3,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	281,5 %	18,5 %	-3,8 %	-38,7 %	1,4 %	3,4 %	3,9 %
ROIC	49,5 %	6,1 %	-1,8 %	-20,5 %	0,4 %	1,3 %	1,5 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-8,4	11,2	75,1	64,7	52,2	53,8	54,4
Net Gearing	-243,1 %	11,7 %	78,7 %	131,9 %	98,2 %	97,8 %	95,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	64,1 %	203,5 %	94,6 %	71,5 %	72,2 %	72,7 %	75,6 %
Current ratio	1,1	2,4	1,6	1,2	1,4	1,4	1,4
Acid Test Ratio	0,4	1,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EBITDA / Zinsaufwand	60,1	5,5	0,0	0,0	0,9	1,5	1,6
Netto Zinsdeckung	n.a.	8,2	n.a.	n.a.	1,2	1,6	1,8
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	6,0	-81,1	-8,1	-3,1	5,3	-1,6	-0,6
Free Cash Flow / Umsatz	13,6 %	-40,9 %	-6,7 %	-4,4 %	7,5 %	-2,1 %	-0,8 %
Adj. Free Cash Flow	5,2	15,2	-6,3	-18,3	3,2	5,5	6,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	11,8 %	3,7 %	-5,3 %	-19,6 %	-0,9 %	1,9 %	2,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	131,1 %	-925,6 %	146,3 %	8,3 %	742,9 %	-86,9 %	-28,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	3,8 %	8,7 %	6,1 %	2,4 %	1,8 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,7 %	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 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	0,2 %	0,4 %	0,8 %	0,0 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
CAPEX / Abschreibungen	447,8 %	603,5 %	553,9 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-10,1 %	18,2 %	79,7 %	132,5 %	100,0 %	91,3 %	92,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	30,2 %	1456,3 %	521,1 %	31,5 %	32,8 %	59,7 %	72,5 %
Inventory processing period (Tage)	305	42,4	315	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	12,5	92,2	83,8	10,1	10,4	19,2	23,1
Payables payment period (Tage)	41,6	6,3	16,1	32,0	32,0	32,0	32,0
Cash conversion cycle (Tage)	-42,6	127	349	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	4,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/sales	1,8	0,4	0,7	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	14,2	5,0	n.m.	n.m.	20,2	12,1	11,3
EV/EBIT	14,2	5,0	n.m.	n.m.	16,0	12,5	11,6
EV/FCF	13,2	n.m.	n.m.	n.m.	12,7	n.m.	n.m.
P/E	1,9	1,1	n.m.	n.m.	24,6	9,1	7,5
P/CF	neg.	1,1	neg.	neg.	16,4	7,1	6,0
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	16,6 %	n.a.	n.a.	1,3 %	2,9 %	3,4 %

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	5,7	5,9	5,7	5,8	5,9	6,0	5,7	5,8	5,9	5,0	5,0
EBIT-Marge	5,9%	7,2%	7,5%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%
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	4,3	4,1	4,0	4,0	4,1	4,2	4,0	4,0	4,1	3,5	3,5
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	0,5	1,9	1,7	2,6	2,7	3,7	2,5	3,6	3,7	2,0	2,0

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,0%	WACC	9,22%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	22,2		
Terminal Value	8,1		
Verbindlichkeiten	-73,8		
Liquide Mittel	70,9	Aktienzahl (Mio.)	8,10
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>27,3</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>3,37</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

## Ewiges Wachstum

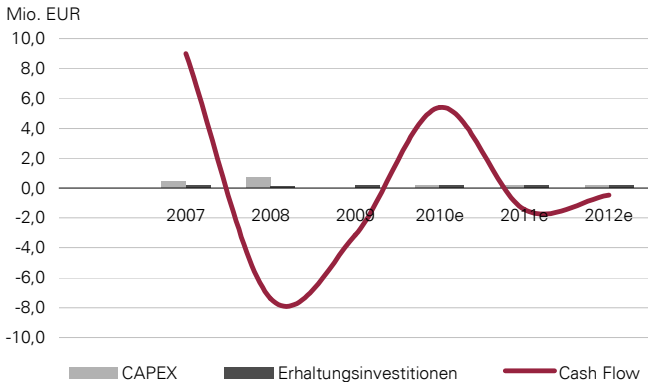
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
10,22%	2,97	2,99	3,01	3,03	3,06	3,08	3,11
9,72%	3,12	3,14	3,17	3,19	3,22	3,25	3,28
9,47%	3,20	3,22	3,25	3,28	3,31	3,34	3,37
<b>9,22%</b>	3,28	3,31	3,34	<b>3,37</b>	3,40	3,44	3,48
8,97%	3,37	3,40	3,43	3,47	3,50	3,54	3,58
8,72%	3,46	3,50	3,53	3,57	3,61	3,65	3,70
8,22%	3,67	3,71	3,75	3,80	3,85	3,90	3,96

## Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,22%	1,71	2,15	2,59	3,03	3,48	3,92	4,36
9,72%	1,79	2,26	2,73	3,19	3,66	4,13	4,59
9,47%	1,84	2,32	2,80	3,28	3,76	4,24	4,72
<b>9,22%</b>	1,88	2,38	2,87	<b>3,37</b>	3,86	4,36	4,85
8,97%	1,93	2,44	2,95	3,47	3,98	4,49	5,00
8,72%	1,99	2,51	3,04	3,57	4,10	4,62	5,15
8,22%	2,10	2,67	3,23	3,80	4,36	4,92	5,49

Quelle: SES Research

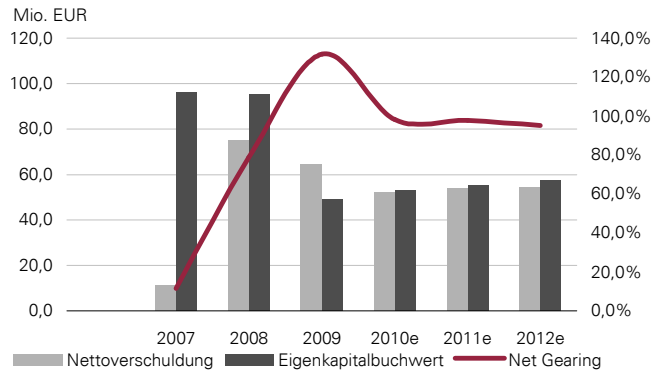
**Investitionen und Cash Flow - ESTAVIS**



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

- Overheadkosten sinken nach HAG-Verkauf deutlich

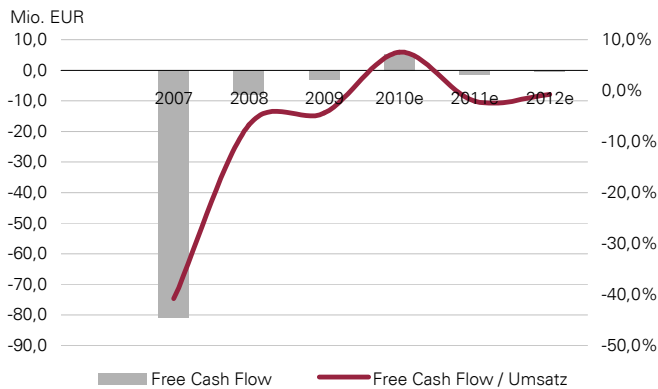
**Bilanzqualität - ESTAVIS**



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

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

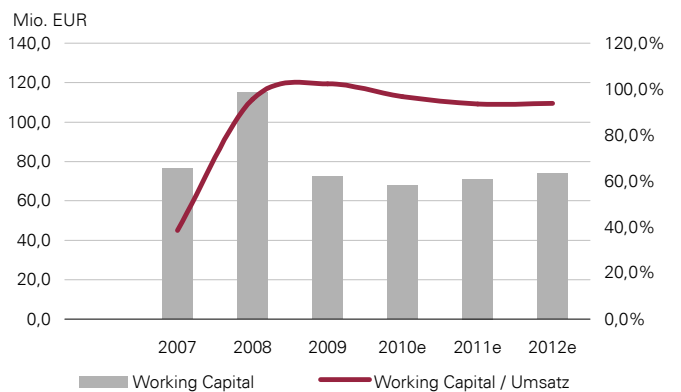
**Free Cash Flow Generation - ESTAVIS**



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

- FCF durch Veränderungen im Handelsbestand verzerrt

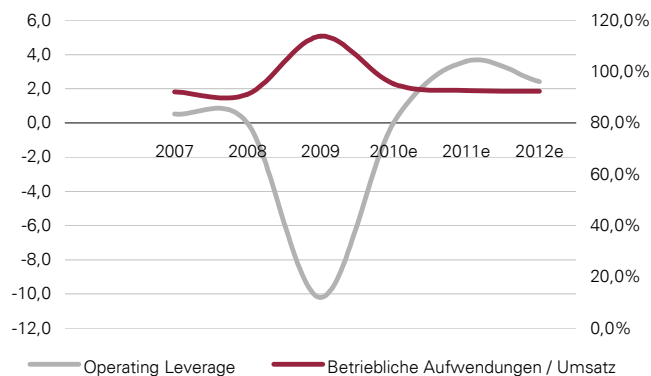
**Working Capital - ESTAVIS**



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

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

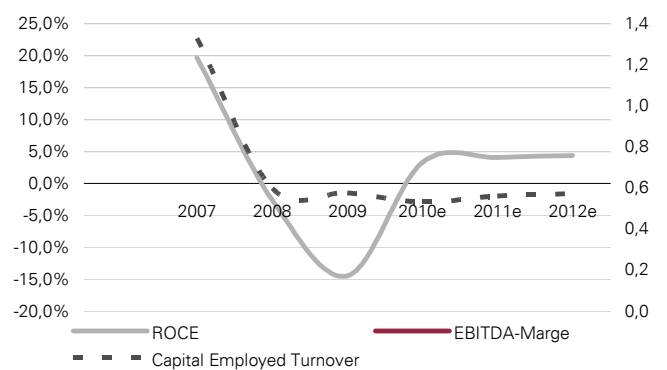
**Operating Leverage - ESTAVIS**



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

- deutlich schlankere Struktur nach HAG-Verkauf

**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 Einspeicherung 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.

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.

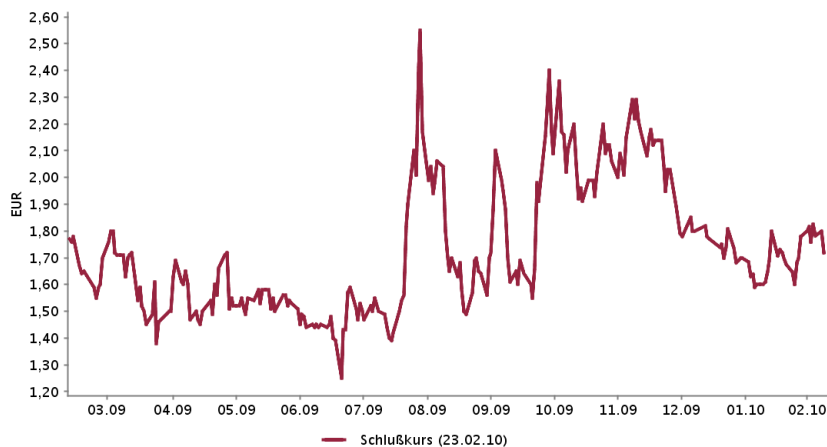
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	115	57%
Halten	55	27%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>203</b>	

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	85	64%
Halten	32	24%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	11	8%
<b>Gesamt</b>	<b>132</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
ESTAVIS AG am 24.02.10**



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

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

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	<b>Fabrice Farigoule</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com