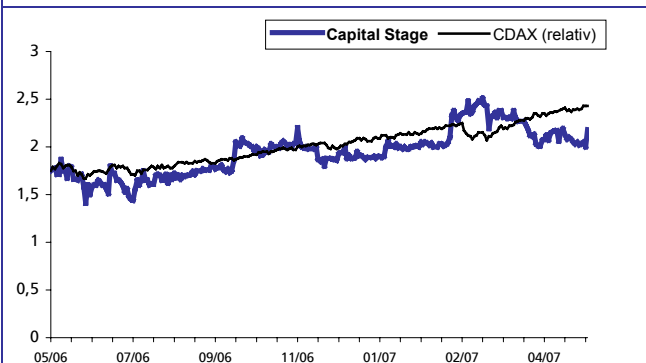


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 2,50**
(Erstschätzung) mittel

Fokus auf Erneuerbare Energien

Bloomberg: CAP GY Kurs: EUR 2,21
Reuters: HWAG.DE CDAX: 695,36
ISIN: DE0006095003
Internet: www.capitalstage.com
Segment: General Standard
Branche: Beteiligungsgesellschaften



Kursdaten: Bloomberg 22.05.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 2,78 / EUR 1,42
Marktkapitalisierung: EUR 55,64 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 19,86 Mio.
Aktienzahl: 25,20 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 14,2%
Futura Capitalis AG 54,4%
Rooster Holding GmbH 9,6%
Dr. Liedtke VV 9,9%
Albert Büll 7,1%
RTG Bet. GmbH (Felix Goedhart) 4,9%

Termine: Hauptversammlung 31.05.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 23.05.2007
Torsten Klingner (Analyst) +49-(0)40 309537-26

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effer (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Als börsennotierte Private-Equity-Gesellschaft investiert Capital Stage (CS) in wachstumsstarke Unternehmen. Der Fokus liegt auf späteren Lebenszyklusphasen wie Expansionsfinanzierungen und Management Buy Outs. Das Investitionsvolumen liegt i.d.R. im einstelligen Millionenbereich. Aktuell sind rund EUR 17 Mio. in Beteiligungen investiert. CS verfügt derzeit über liquide Mittel i.H.v. rund EUR 35 Mio.

Im Wettbewerb differenziert sich CS insbesondere durch die folgenden Punkte:

- **klare Investitionsstrategie mit Kernkompetenz im Bereich der Erneuerbaren Energien,**
- **aussichtsreiches Beteiligungsportfolio** (IPO-Kandidaten),
- **erfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk.**

Wir rechnen aus folgenden Gründen in den kommenden Monaten mit einem **beschleunigten Dealflow**:

- hoher Mittelbestand ermöglicht ein **Investitionspotenzial** ohne Fremdkapitalaufnahme von **EUR 45 Mio.**, was 5-15 Deals entspricht,
- **umfangreiche Beteiligungs-Pipeline** (vier Deals mit Volumina von rund EUR 15 Mio. in der fortgeschrittenen Prüfung),
- **verbessertes Netzwerk durch neues Management** (CEO und Aufsichtsrat),
- Fokus auf Wachstumsbranchen, wobei insbesondere Erneuerbare Energien/Umwelttechnologie das Entstehen neuer innovativer Technologien und Geschäftsmodelle fördern (weltweites Marktwachstum >20% p.a.).

Eine Beteiligung an der CS bietet Investoren die Möglichkeit, sich ohne die Restriktion klassischer Private Equity Fonds durch Laufzeiten, Haltefristen oder Mindestvolumina im Private Equity Markt zu engagieren und dabei von den Kompetenzen der CS zu profitieren. Die Investitionstätigkeit (neue Beteiligungen) sollte in den nächsten Monaten zu einem positiven Newsflow beitragen. Des Weiteren halten wir bei ANTEC Solar und BlueTec in den nächsten 24 Monaten den Exit z.B. über einen Börsengang für möglich.

Nach unserer Einschätzung sollte es dem Management gelingen, den eindrucksvollen track record fortzusetzen und weiterhin wertschöpfend zu investieren.

Der NAV, den wir als Wertuntergrenze betrachten, beträgt ohne die Berücksichtigung stiller Reserven EUR 2,10 je Aktie. Der von uns ermittelte **Potenzialwert** liegt bei **EUR 2,78 je Aktie**. Da dieser nur auf überschlägigen Prognosen beruht und sich an den Bewertungsniveaus des Kapitalmarktes orientiert, nehmen wir daher einen Abschlag von rund 10% auf den Potenzialwert vor. Daraus leitet sich unser **Kursziel** von **EUR 2,50** je Aktie ab. Unser **Votum** lautet **Kaufen**.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Unternehmenshintergrund und Geschäftsmodell

Capital Stage (CS) investiert als Private-Equity-Gesellschaft in wachstumsstarke Unternehmen. Der Fokus liegt auf Expansionsfinanzierungen und Management Buy Outs. Frühphasen stehen dabei weniger im Vordergrund. Das Investitionsvolumen liegt i.d.R. im einstelligen Millionenbereich. Die Qualität des Managements eines möglichen Zielunternehmens ist ein entscheidendes Investitionskriterium. Besondere Erfahrungs- und Beziehungsschwerpunkte der CS liegen im Bereich der Erneuerbaren Energien.

Während der Beteiligungsdauer steht jedem Portfoliounternehmen ein Investmentmanager zur Seite, der die Entwicklung des Partnerunternehmens als Coach aktiv mitgestaltet. So profitieren die Portfoliounternehmen vom Netzwerk und dem interdisziplinären Know-how der CS.

Wettbewerbs- und Unternehmensqualität

Im Wettbewerb differenziert sich CS insbesondere durch die folgenden Punkte:

- Klare Investitionsstrategie mit Kernkompetenz Beteiligungen im Bereich der Erneuerbaren Energien,
- aussichtsreiches Beteiligungsportfolio (IPO-Kandidaten),
- erfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk.

Klare Investitionsstrategie mit Kernkompetenz Beteiligungen im Bereich der Erneuerbaren Energien

Mit den im Abschnitt Wettbewerbsqualität dargestellten **definierten Investitionskriterien** (Grafik 4) verfolgt CS gegenüber anderen PE-Gesellschaften eine klare Strategie.

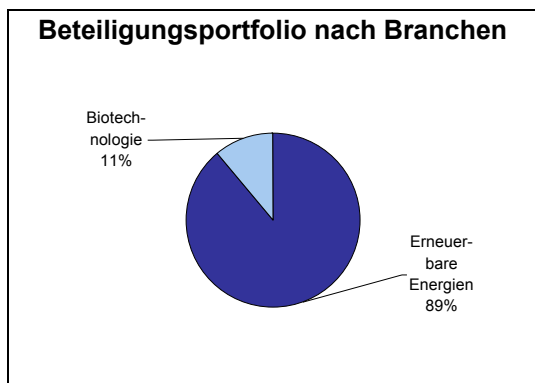
Kapitalkräftiger Nischenplayer: CS besetzt mit der **fokussierten Dealgröße** von **EUR 2-10 Mio.** eine interessante Nische. Als kapitalkräftiger Marktteilnehmer bewegt sich CS unter dem Radar der großen institutionellen Nachfrager wie Venture Capital Gesellschaften oder Buy Out-Fonds und profitiert von einer geringen Wettbewerbsintensität im Teilmarkt für Beteiligungen an kleineren Technologie- und Wachstumsunternehmen. Dieser relativ intransparente und wenig fungible Teilmarkt erlaubt neben den **Wertsteigerungen** durch **positive Performance und Wachstum** zudem Arbitragegewinne durch Bewertungsunterschiede zwischen Off-market-Kaufpreisen und den höheren Bewertungsniveaus bei einem Exit über den Kapitalmarkt insbesondere beim IPO oder trade sale.

Schnelles Agieren: CS kann als kleines Unternehmen mit erfahrenem Managementteam in Verbindung mit der vorhandenen Liquidität schnell und flexibel Beteiligungen eingehen. Unabhängigkeit und keine starren Investitions- und Deinvestitionsvorgaben begünstigen ein renditeorientiertes Handeln. Eine neue Beteiligung könnte nach Kontaktaufnahme bereits in sechs Wochen realisiert werden. Im Normalfall vergehen vom ersten Kontakt bis zur Beteiligung durchschnittlich drei Monate.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Die Kombination aus Schnelligkeit und Kapitalkraft sowie die klare Investitionsstrategie sollte CS auch künftig attraktive Beteiligungen ermöglichen.

Das Beteiligungsportfolio zeigt klar den **Schwerpunkt** im Bereich der **Erneuerbaren Energien** (Grafik 1). Drei der vier Beteiligungen stammen aus diesem Bereich. Zum Jahresende 2006 wurden mit ANTEC Solar Energy International AG (ANTEC Solar) und BlueTec zwei neue Beteiligungen aus dieser Branche realisiert. Neben diesen besonderen Fokus verfügt CS jedoch auch in anderen Wachstumsbranchen über erhebliche Erfahrung und ein breites Netzwerk, wie der Track Record für CS und sein Team zeigt (Tabelle 2).



Grafik 1; Quelle: CS

In der Vergangenheit hat das Management in diesem Bereich mehrfach erfolgreich agiert. So wurde frühzeitig eine 9%ige Beteiligung an der Conergy AG in 2001 eingegangen. Des Weiteren wurde z.B. während der Tätigkeit von Herrn Goedhart als Vorstandsvorsitzender der Private Equity Gesellschaft equitrust AG, die Beteiligung am Solarzellenhersteller ErSol Solar Energy AG im Oktober 2005 über einen Börsengang veräußert. Vor dem Hintergrund des mehrjährigen Engagements im Bereich der Erneuerbaren Energien konnte zum einen eine **umfangreiche Branchenkompetenz** und zum anderen ein **breites Netzwerk** aufgebaut werden. Die guten Kontakte sollten zu weiteren Beteiligungen in diesem Bereich führen. Aktuell befinden sich zwei Unternehmen aus dem Umweltbereich in der fortgeschrittenen Prüfung. Mit Fokus auf den dynamischen Bereich der Erneuerbaren Energien profitiert CS vom deutlich zweistelligen Branchenwachstum.

Aussichtsreiches Beteiligungsportfolio

Die folgende Tabelle zeigt das derzeitige Beteiligungsportfolio.

Capital Stage-Portfolio im Überblick						
Beteiligungen	Branche	Bet.Quote	Phase	Umsatz 2007e	Break-Even 2007e	Einstieg
Conergy	erneuerbare Energien	0,61%	börsennotiert	> 1 Mrd.	ja	Jul 01
ANTEC Solar	Photovoltaik	21,24%	pre-IPO	> 10 Mio.	ja	Nov 06
BlueTec	Solarthermie	10,00%	Expansion	> 30 Mio.	ja	Dez 06
Profos	Biotechnologie	22,90%	Expansion	< 5 Mio.	nein	Mai 01

Tabelle 1, Quelle: CS, SES Research

Die Attraktivität des Beteiligungsportfolios zeichnet sich wie folgt aus:

- klarer Fokus auf die Wachstumsbranche Erneuerbare Energien,
- IPO-Kandidaten mit erheblichen Wertsteigerungspotenzial.

Wertpotenziale ergeben sich insbesondere bei BlueTec und ANTEC Solar. Beide Unternehmen besetzen interessante Nischen und wachsen sehr dynamisch. Für ANTEC halten wir ein IPO in den nächsten 18 Monaten und für BlueTec in den nächsten 24 Monaten für möglich. Im Bewertungsteil haben wir für die drei nicht börsennotierten Beiteilungen jeweils eine separate Bewertung vorgenommen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Erfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk

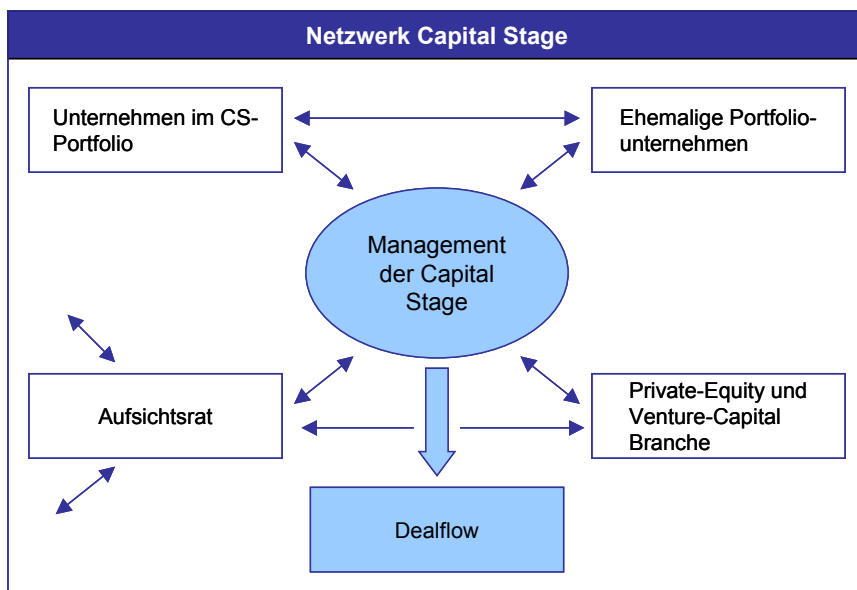
In seiner langjährigen Tätigkeit in der PE-Branche hat **Herr Felix Goedhart** eine umfangreiche Marktkenntnis und –expertise erworben und ein **sehr gutes Kontaktnetzwerk** aufgebaut. Die Tätigkeit als Vorstandsvorsitzender der equitrust AG von 1999-2006 ist maßgeblich für die PE-Kompetenz des Herrn Goedhart. In dieser Zeit wurde ein **beeindruckender Track Record** realisiert. Insgesamt wurde in 29 Unternehmen investiert. Bis Ende September 2006 wurden hiervon 26 Beteiligungen durch 20 Trade Sales und sechs Börsengänge komplett veräußert. Dabei wurde **über alle Beteiligungen** eine Internal Rate of Return (IRR) von **32% p.a.** erreicht, was einen Topwert unter den Private Equity Investoren darstellt. Einen wesentlichen Schwerpunkt setzt Herr Goedhart als neuer Vorstand der CS auf die **Steigerung des Dealflows**.

Auch die zweite Managementebene (2 Investment-Directors) und der Aufsichtsrat verfügen über eine langjährige Beteiligungserfahrung und weitreichende Kontakte.

Insgesamt verfügt das CS-Management über ein breites Kontaktnetzwerk, welches die wichtigste Voraussetzung für den künftigen Dealflow darstellt und diesen sehr positiv beeinflussen sollte. Das Netzwerk mit den verschiedenen dealflowgenerierenden Quellen ist in der folgenden Grafik dargestellt.

Track Record Capital Stage und Team	
Tätigkeit/Branche	Unternehmen
Erneuerbare Energien	Conergy, Ersol Solar
Technologie	Thielert, OTI
IT/Software	IS Teledata, TopTier
Sonstige	buch.de, JOMED, MME Moviement

Tabelle 2; Quelle: CS



Grafik 2; Quelle: SES Research, CS

Geschäftsentwicklung

Wir rechnen aus folgenden Gründen in den kommenden Monaten mit einem beschleunigten Dealflow :

- hoher Mittelbestand ermöglicht ein **Investitionspotenzial** ohne Fremdkapitalaufnahme von **EUR 45 Mio.**, was 5-15 Deals entspricht,
- umfangreiche Beteiligungs-Pipeline (vier Deals mit Volumina von rund EUR 15 Mio. in der fortgeschrittenen Prüfung),

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen

- verbessertes Netzwerk durch neues Management (CEO und Aufsichtsrat),
- Fokus auf Wachstumsbranchen, wobei insbesondere Erneuerbare Energien/Umwelttechnologie das Entstehen neuer innovativer Technologien und Geschäftsmodelle fördern (weltweites Marktwachstum >20% p.a.).

Das Beteiligungsportfolio sollte in den kommenden 24 Monaten kontinuierlich ausgebaut werden. Wir rechnen mit 3-4 Neuinvestments in 2007. Die vom Unternehmen **angestrebte Zielrendite** auf das eingesetzte Kapital liegt für jede Beteiligung bei **mindestens 20% pro Jahr**.

Bewertung

Der NAV, den wir als Wertuntergrenze betrachten, beträgt ohne die Berücksichtigung stiller Reserven EUR 2,10 je Aktie. Der von uns ermittelte **Potenzialwert** liegt bei **EUR 2,78 je Aktie**. Da dieser nur auf überschlägigen Prognosen beruht und sich an den Bewertungsniveaus des Kapitalmarktes orientiert, nehmen wir daher einen Abschlag von rund 10% auf den Potenzialwert vor. Daraus leitet sich unser **Kursziel** von **EUR 2,50** je Aktie ab. Viel wichtiger als der ermittelte Potenzialwert ist jedoch die hervorragende langfristige Wachstumsperspektive der CS.

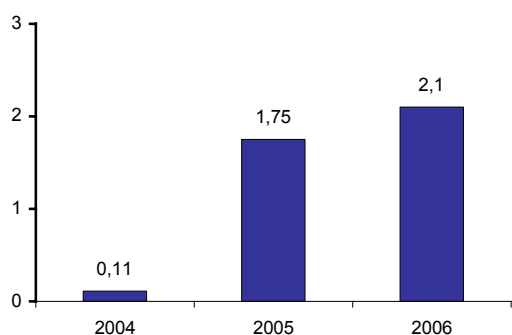
Newsflow

Die Investitionstätigkeit (neue Beteiligungen) sollte in den nächsten Monaten zu einem positiven Newsflow beitragen. Des Weiteren halten wir bei ANTEC Solar und BlueTec in den nächsten 24 Monaten den Exit z.B. über einen Börsengang für möglich.

Schlussfolgerung

Das attraktive Beteiligungsportfolio weist nach unserer Einschätzung ein nachhaltiges Wertsteigerungspotenzial auf und zeichnet sich durch den Fokus auf Erneuerbare Energien aus. Das professionelle Management besitzt umfangreiches PE-Know-how und verfügt über ein breites Kontaktnetzwerk. Auf Basis des starken Konzerneigenkapitals i.H.v. EUR 53 Mio. gehen wir von einem beschleunigtem Wachstum aus. Dem Management sollte es weiterhin gelingen, attraktive Beteiligungen einzugehen.

NAV-Entwicklung (Eigenkapital pro Aktie)
in EUR



Grafik 3; Quelle: CS



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Bei der Beurteilung der Wettbewerbsqualität von CS sind die **Investitionsstrategie**, das **Beteiligungspotfolio** und das **Management** entscheidend. Zudem profitiert CS zum einen vom günstigen Marktumfeld für Private Equity mit verbesserten Exitmöglichkeiten und zum anderen fokussiert CS auf die Wachstumsbranchen Erneuerbare Energien/Umwelttechnologien.

Die Differenzierung von Wettbewerbern ist ein Resultat von:

- der klaren Investitionsstrategie,
- der Kernkompetenz von Beteiligungen im Bereich der Erneuerbaren Energien,
- dem aussichtsreichen Beteiligungsportfolio (IPO-Kandidaten),
- dem erfahrenen Management mit breitem Kontaktnetzwerk.

Klare Investitionsstrategie

Bei der Beteiligungsauswahl konzentriert sich CS auf Investitionen im risikoärmeren Late Stage und Buy Out-Sektor. Dabei stehen Finanzierungen von Unternehmen mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten (Wachstums- und Expansionsfinanzierung) im Vordergrund. Das **Teilesegment Wachstumsfinanzierungen** weist gegenüber den übrigen Finanzierungsphasen im Private-Equity-Geschäft ein sehr **attraktives Chance-/Risikoprofil** auf.

Mit den in Grafik 4 dargestellten **Investitionskriterien** hebt sich CS zum Teil deutlich von den übrigen PE-Gesellschaften ab. Hervorzuheben ist die **fokussierten Dealgröße** von **EUR 2-10 Mio.**, mit der CS als kapitalkräftiger Marktteilnehmer eine interessante Nische besetzt. Dieser relativ intransparente und wenig fungible Teilmarkt erlaubt eher Arbitragegewinne durch Bewertungsunterschiede zwischen Off-market-Kaufpreisen und den höheren Bewertungsniveaus bei einem Exit über den Kapitalmarkt, insbesondere beim IPO oder trade sale. Zudem sind auf dem Teilmarkt für Mittelstandsbeteiligungen nur wenige kapitalkräftige Marktteilnehmer präsent. Dadurch ist hier eine geringere Wettbewerbsintensität anzutreffen. Als kapitalkräftiger Marktteilnehmer bewegt sich CS **unter dem Radar der großen institutionellen Nachfrager** wie Venture Capital Gesellschaften oder Buy Out-Fonds. Ein Erwerb von Beteiligungen über Auktionen, der günstige Kaufpreise kaum ermöglicht, wird vermieden. Unabhängigkeit und keine starren Investitions- und Deinvestitionsvorgaben begünstigen ein renditeorientiertes Handeln. Des Weiteren kann CS als kleines Unternehmen in Verbindung mit der vorhandenen Liquidität **schnell agieren** und flexibel Beteiligungen eingehen. Im Optimalfall könnte eine neue Beteiligung in sechs Wochen realisiert werden. Im Normalfall vergehen vom ersten Kontakt bis zur Beteiligung durchschnittlich drei Monate.

Insbesondere die Kombination aus Schnelligkeit und Kapitalkraft in Verbindung mit den klaren Einkaufskriterien und der Bewertungskompetenz sollten den track record fortsetzen.

Kernkompetenz Beteiligungen im Bereich der Erneuerbaren Energien

Das Beteiligungsportfolio zeigt klar den Schwerpunkt im Bereich der Erneuerbaren Energien. Drei der vier Beteiligungen stammen aus diesem Bereich. Zum Jahresende 2006 wurden mit ANTEC

Investitionsstrategie	
Phase/Volumen	
• Expansion / pre-IPO	EUR 2 - 5 Mio. EK
• Buyout / Turnaround	EUR 5 - 10 Mio. EK
Branchen	
• Erneuerbare Energien / Umwelttechnik	
• Telco, Medien	
• IT / Internet	
• Sonstige	
Regionen	
• Deutschland	
• Österreich und Schweiz	
Kriterien	
• Innovatives Geschäftsmodell	
• Erfahrenes Management	
• Dynamisches Wachstum	
• Stabile Marktposition	

Grafik 4; Quelle: CS

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Solar und BlueTec zwei neue Beteiligungen im Umwelttechnikbereich realisiert. In der Vergangenheit hat das Management mehrfach in dem Bereich erfolgreich agiert. So wurde frühzeitig eine 9%ige Beteiligung an der Conergy AG in 2001 eingegangen und mehrere Jahre begleitet. 2005 wurde ein Großteil der Beteiligung im Rahmen des Börsengangs veräußert. Des Weiteren wurde z.B. während der langjährigen Tätigkeit von Herrn Goedhart als Vorstandsvorsitzender der Private Equity Gesellschaft equitrust AG die Beteiligung am Solarzellenherstellers ErSol Solar Energy AG im Oktober 2005 über einen Börsengang veräußert.

Vor dem Hintergrund des mehrjährigen Engagements im Bereich der Erneuerbaren Energien konnte zum einen eine **umfangreiche Branchenkompetenz** und zum anderen ein breites Netzwerk aufgebaut werden. Die guten Kontakte sollten zu weiteren Beteiligungen in diesem Bereich führen. Aktuell befinden sich zwei Unternehmen aus dem Umweltbereich in der fortgeschrittenen Prüfung. Mit Fokus auf den dynamischen Bereich der Erneuerbaren Energien profitiert CS auch vom deutlich zweistelligen Branchenwachstum.

Aussichtsreiches Beteiligungsportfolio

Mit der Ausrichtung des Beteiligungsportfolios auf die Wachstumsbranche Erneuerbare Energien profitiert CS von jährlichen Marktwachstumsraten von über 20%. Die potenziellen IPO-Kandidaten ANTEC Solar und BlueTec weisen erhebliche Wertpotenziale auf. Beide Unternehmen besetzen interessante Nischen und wachsen sehr dynamisch. Durch ein allgemein freundliches Börsenklima und das neue Börsensegment Entry Standard haben sich seit 2005 die Exitmöglichkeiten über die Börse deutlich verbessert.

In der folgenden Übersicht werden die drei Beteiligungen kurz beschrieben und die wesentlichen Alleinstellungsmerkmale aufgezeigt.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Capital Stage Beteiligungen		
ANTEC Solar	BlueTec	Profos
<p>Kurzprofil</p> <ul style="list-style-type: none"> Entwickelt, produziert und vertreibt Dünnschicht-Photovoltaik-Module auf Cadmium-Tellurid-Basis (Kapazität 10 MW) Alle Produktionsschritte von der Glasplatte bis zum fertigen Solarmodul in einer Solarfabrik vereint 	<p>Kurzprofil</p> <ul style="list-style-type: none"> Entwickelt, produziert und vertreibt hochselektive Absorberbänder, die die Hauptkomponente eines Sonnenkollektors darstellen (Beschichtung von insbesondere Kupferbändern) Ermöglicht die Herstellung von Hochleistungskollektoren auch für neue Einsatzgebiete wie solare Kühlung, Prozesswärme, solarthermische Kraftwerke und Meerwasserentsalzungsanlagen 	<p>Kurzprofil</p> <ul style="list-style-type: none"> Gründung 2000, seit 2001 im Portfolio, 43 Mitarbeiter Schnelle und sichere Detektion und Eliminierung von Bakterien für Lebensmittel und Pharma Führendes Biotechnologie-Unternehmen im Bereich der Phagen-Liganden Technologie Break Even mittelfristig geplant
<p>Alleinstellung</p> <ul style="list-style-type: none"> Mit 5 Jahren Markterfahrung führend im Dünnschichtbereich Derzeit noch einzige industrielle Fertigung in Europa (weltweit Nr. 2) Hoher strategischer Wert für potentiellen Käufer um an Technologie zu gelangen Herausragende Stellung durch Unabhängigkeit vom Rohstoff Silizium → keine Lieferengpässe → höhere Bruttomarge 	<p>Alleinstellung</p> <ul style="list-style-type: none"> Marktanteil in Europa bereits ca. 35% Eine der modernsten Sputter-Beschichtungsanlagen weltweit Qualitätsführerschaft Hohes globales Wachstum für Solarthermie, in Deutschland jährliches Wachstum >30% erwartet über dem Photovoltaiksektor 	<p>Alleinstellung</p> <ul style="list-style-type: none"> Exklusivvertrag mit BioMerieux, einem Weltmarktführer für Lebensmittelsicherheit (Upfront- u. Meilensteinzahlungen) Erste Produkte für Eliminierung bakterieller Toxine im Lebensmittelbereich Erste Wirkungsnachweise für Pharmaindustrie Umfangreiches und aussichtsreiches Patentportfolio

Tabelle 3; Quellen: CS; ANTEC; BlueTec; Profos

Vorstand Capital Stage

Felix Goedhart (Lic. Oec., MBA)

- Studium Hochschule St. Gallen und University of Chicago (MBA)
- 4-jährige Tätigkeit bei der internationalen Strategie- und Technologieberatungsgesellschaft Booz Allen Hamilton, Senior-Projektleiter
- 1995 Wechsel zur Kirch-Gruppe, 1997 Geschäftsführung des Pay-TV-Senders Premiere
- 1999-2006 Vorstandsvorsitz der equitrust AG in Hamburg u.a. Aufbau des Beteiligungs- und Fondsgeschäftes, im Fondsgeschäft wurden zuletzt EUR 500 Mio. betreut
- seit 11/2006 Vorstand der CS

Übersicht 1; Quelle: CS

Erfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk

Übersicht 1 zeigt die wichtigsten Stationen des Vorstandsvorsitzenden **Felix Goedhart**. Besonders hervorzuheben sind die Tätigkeiten als Senior-Projektleiter bei der Strategie- und Technologieberatungsgesellschaft Booz Allen Hamilton und die langjährige Tätigkeit als Vorstandsvorsitzender der equitrust AG während dieser er eine umfassende PE-Kompetenz sowie Marktexpertise erworben und ein **breites Kontaktnetzwerk** aufgebaut hat. In seiner Amtszeit bei equitrust wurde ein **beeindruckender Track Record** realisiert. Insgesamt wurde in 29 Unternehmen investiert, wovon 26 Beteiligungen durch 20 Trade Sales und sechs Börsengänge komplett veräußert wurden. Mit einer **IRR von 32% p.a.** über alle Beteiligungen wurde ein Topwert unter den Private Equity-Investoren erzielt. Die **Steigerung des Dealflows** hat für Herrn Goedhart eine hohe Priorität.

Auf der **zweiten Managementebene** (2 Investment-Directors) wird Herr Goedhart von Detlef Steinmann und Wilhelm Dreyer unterstützt, welche ebenfalls über eine langjährige Beteiligungserfahrung und weitreichende Kontakte verfügen. Herr **Detlef Steinmann** ist seit 2000 bei CS als Investment-Director für Investments und



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Exits verantwortlich. Er verfügt über zwölf Jahre Industrie-Erfahrung. Bedeutende Stationen waren die Leitung des zentralen Controllings bei Bilfinger Berger und das Projektgeschäft bei Wayss & Freytag. Herr **Wilhelm Dreyer** hat sechs Jahre PE-Erfahrung und ist seit 2007 bei CS beschäftigt. Davor hatte er bereits bei equitrust mit Herrn Goedhart zusammengearbeitet.

Der Aufsichtsrat der CS ist hochkarätig besetzt. Besonders hervorzuheben sind Herr **Dr. Manfred Krüper** und **Alexander Stuhlmann**. Dr. Krüper war bis November 2006 Vorstand der E.ON AG und bekleidet verschiedene Aufsichtsratsmandate u.a. der RAG AG und der Victoria Versicherung AG. Des Weiteren ist er im Beirat der EQT Partners Beteiligungsberatung GmbH. Herr Stuhlmann war bis Dezember 2006 Vorstandsvorsitzender der HSH Nordbank AG und ist ebenfalls Mitglied in verschiedenen Aufsichtsräten (Alstria Office AG, HSH Real Estate AG, LBS Bausparkasse). **Berthold Brinkmann** ist Partner bei Brinkmann & Partner, eine in Deutschland führende Sozietät (18 Standorte, 350 Mitarbeiter) mit Spezialisierung auf Restrukturierungen.

Equity Story

Wettbewerbsqualität

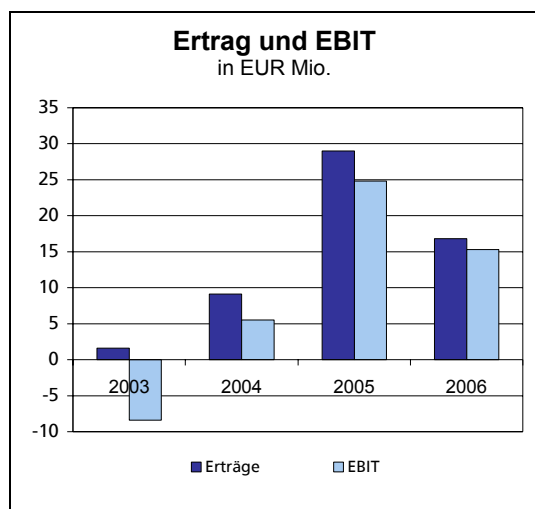
Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen



Grafik 5; Quelle: CS

Die unternehmerische Tätigkeit der CS besteht aus dem Erwerb, dem Halten und dem Verkauf von Beteiligungen. Der realisierte Gewinn aus dem Verkauf von Beteiligungen wird als Ertrag in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Der Zeitpunkt des Verkaufs hängt vor allem von der Unternehmensentwicklung sowie dem Kapitalmarktumfeld ab. Demzufolge sind Beteiligungsverkäufe in ihrem Volumen und bezüglich des Zeitpunktes schwer planbar.

Die Erträge von EUR 16,8 Mio. in 2006 ergeben sich aus Gewinnen i.H.v. EUR 15,4 Mio. aus dem Verkauf der Conergy Aktien und dem Verkauf der Beteiligung an der Euro-Leasing GmbH (EUR 0,82 Mio.). Die im August 2005 für EUR 12,7 Mio. erworbene 12,7%ige Beteiligung an der Euro-Leasing GmbH, dem europäischen Marktführer im LKW- und Trailerleasing, wurde im Dezember 2006 veräußert.

Die jährlichen laufenden Kosten belaufen sich auf ca. EUR 1,2 Mio., wobei rd. EUR 0,5 Mio. auf Personalkosten und EUR 0,7 Mio. auf sonstige betriebliche Aufwendungen entfallen (vor allem Beratungskosten).

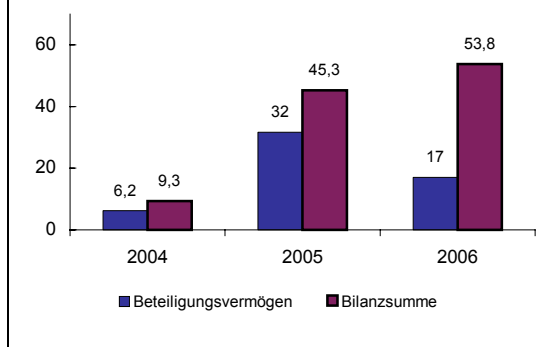
Gewinn- und Verlustrechnung Capital Stage Konzern (IFRS)

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2004	2005	2006
Sonstige Erträge	9,1	29,0	16,8
Personalaufwand	0,6	0,3	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,9	3,5	0,9
EBITDA	6,6	25,2	15,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,0	0,0
EBITA	5,5	24,8	15,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,5	24,8	15,3
Zinsertrag	0,0	0,3	0,4
Zinsaufwendungen	1,0	0,0	0,0
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,1
Finanzergebnis	-1,0	0,2	0,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,5	25,0	15,8
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0
EBT	4,5	25,0	15,8
EE-Steuern	0,0	-0,2	0,0
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	4,5	25,2	15,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,5	25,2	15,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	4,5	25,2	15,8

Tabelle 4; Quelle: CS

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Entwicklung Beteiligungsvermögen und Bilanzsumme in EUR Mio.



Grafik 6; Quelle: CS

Bilanzielle Situation

Die Eigenkapitalquote betrug zum 31.12.2006 rund 98%. Nach dem Verkauf des Großteils der Conergy-Beteiligung in 2005 und 2006 belief sich der Cashbestand auf EUR 35,8 Mio. Einschließlich des verbliebenen Conergy-Anteils belaufen sich die liquiden Mittel auf rund EUR 45 Mio.

Bilanz Capital Stage Konzern (IFRS)

Bilanz (in Mio. EUR)	2004	2005	2006
AKTIVA			
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,1	0,1
Finanzanlagen	6,2	31,7	17,0
Anlagevermögen	6,3	31,7	17,1
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	2,5	0,3	0,7
Liquide Mittel	0,5	13,0	35,8
Umlaufvermögen	2,9	13,6	36,7
Bilanzsumme	9,3	45,3	53,8
PASSIVA			
Gezeichnetes Kapital	25,2	25,2	25,2
Kapitalrücklage	2,5	2,5	2,5
Gewinnrücklagen inkl. Zeitbewertungsrücklage	0,3	21,6	22,7
Bilanzgewinn /-verlust	-25,2	-5,2	2,5
Eigenkapital	2,9	44,1	52,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,1	0,1	0,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,6	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	1,7	1,1	0,7
Verbindlichkeiten	6,4	1,2	0,8
Bilanzsumme	9,3	45,3	53,8

Tabelle 5; Quelle: CS

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

CS erwirbt und veräußert Beteiligungen, wobei der Zeitpunkt des Verkaufs insbesondere von der Unternehmensentwicklung sowie dem Kapitalmarktumfeld abhängt. Demzufolge sind Beteiligungsverkäufe und Ausschüttungen in ihrem Volumen und bezüglich des Zeitpunktes kaum prognostizierbar. Daher scheidet eine Wertermittlung der Capital Stage auf Basis der DCF-Methode aus. Eine Multiplikatorenbewertung der CS kommt ebenfalls nicht in Frage, da verlässliche Prognosen kaum zu erstellen sind.

Bei der Bewertung der CS orientieren wir uns am Net Asset Value (NAV) als Wertuntergrenze und dem Potenzialwert auf Basis der individuellen Bewertung der Portfoliounternehmen (Sum of the Parts).

NAV als Eigenkapitalbuchwert

Der in Grafik 7 dargestellte NAV entspricht dem Buchwert des Eigenkapitals je CS-Aktie (Vermögenswerte – Verbindlichkeiten). Dabei wurden die einzelnen Beteiligungen mit Anschaffungskosten bzw. bei Conergy mit Marktpreisen bewertet. Stille Reserven sind dementsprechend nicht berücksichtigt.

Die Vervielfachung des NAV in 2005 ist im Wesentlichen auf die Conergy-Beteiligung zurückzuführen, deren Anteil im Rahmen des Börsengangs im Mai 2005 von 9% auf 2,2% mit einem erheblichen Gewinn von rund EUR 24 Mio. reduziert wurde.

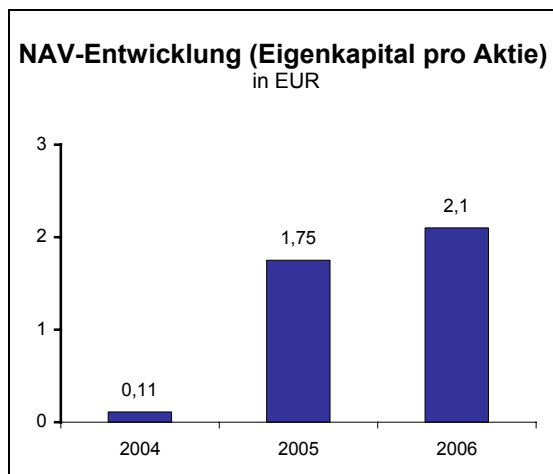
Das Wertpotenzial der CS wird bei diesem Wertansatz aus folgenden Gründen völlig unberücksichtigt gelassen:

- NAV basiert auf dem aktuellen Beteiligungsportfolio und lässt die künftige Wachstumsperspektive sowie die zu erwartenden Wertsteigerungen unberücksichtigt. Zudem werden wertsteigernde Exits beispielsweise über ein IPO der Beteiligungen außer Acht gelassen.
- Dynamische Entwicklung erwartet: auf Basis der hohen Cashposition von EUR 36 Mio. ist eine Vervielfachung des bisherigen Beteiligungsvolumens möglich. Insbesondere durch Arbitrage zwischen günstiger Off-market-Bewertung und professionellem Kapitalmarkt sollte der NAV nachhaltig gesteigert werden.
- Insbesondere das neue Management sollte für einen beschleunigten Dealfow sorgen, für den die gefüllte Pipeline eine gute Basis darstellt.

Diesen Bewertungsansatz betrachten wir daher als **Wertuntergrenze**, da sowohl die stillen Reserven als auch die Bewertungspotenziale der einzelnen Beteiligungen unberücksichtigt bleiben. Lediglich im Fall einer deutlichen Verschlechterung der Situation einzelner Beteiligungen (stille Lasten) würde der NAV eine zu hohe Bewertung darstellen.

Potenzialwert

Zu den einzelnen Beteiligungen war die Informationslage auf Grund von Vertraulichkeitsvereinbarungen nur schwach. Es lagen uns keine Jahresabschlüsse vor. Dessen ungeachtet haben wir auf Basis der verfügbaren Informationen für BlueTec, ANTEC Solar und Profos jeweils eine DCF-Bewertung und einen Peer Group Vergleich vorgenommen. In Tabelle 7 sind der Beteiligungsbuch-



Grafik 7; Quelle: CS

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

wert und der ermittelte Potenzialwert gegenübergestellt. Die **Summe der Potenzialwerte** der aktuell im Portfolio befindlichen **Beteiligungen** ergibt **EUR 23,7 Mio.** (Buchwert EUR 7,4 Mio.). Daraus resultiert ein **fairer Wert** von **EUR 70 Mio.** für die CS AG bzw. **EUR 2,78 je CS-Aktie** (Tabelle 7), was ein Upside-Potenzial von rund 25% bedeutet.

Da unsere DCF-Bewertungen und Peer Group Vergleiche zum einen wegen der begrenzt vorhandenen Informationen nur überschlägige Einschätzungen darstellen und sich zum anderen an den Bewertungsniveaus des Kapitalmarktes orientieren und somit indirekt eine Börsennotierung der Beteiligungen unterstellen, halten wir den vollen Ansatz des Potentialwertes für zu aggressiv. Wir betrachten daher den ermittelten **Potenzialwert** auf Grundlage der derzeitigen Situation **als Wertobergrenze** und nehmen daher einen **Abschlag** von rund **10% auf den Potenzialwert** vor. Daraus leitet sich unser **Kursziel** von **EUR 2,50** je Aktie ab.

Capital Stage-Portfolio im Überblick								
	Branche	Bet.Quote	Phase	Umsatz 2007e	Break-even 2007e	Einstieg	Börsenkurs bzw. Buchwert zum 31.12.06	Börsenkurs bzw. Potenzialwert
Beteiligungen								
Conergy*	erneuerb. Energien	0,7%	börsennotiert	> 1 Mrd.	ja	Jul 01	9.640.000	10.335.997
ANTEC Solar	Photovoltaik	21,2%	pre-IPO	> 10 Mio.	ja	Nov 06		6.478.200
BlueTec	Solarthermie	10,0%	Expansion	> 30 Mio.	ja	Dez 06		13.100.000
Profos	Biotechnologie	22,9%	Expansion	< 5 Mio.	nein	Mai 01		4.122.000
							7.385.272	23.700.200
							17.025.272	34.036.197
Liquide Mittel							35.777.050	35.777.050
Sonstige Aktiva							982.000	982.000
Total Aktiva							53.784.322	70.795.247
Verbindlichkeiten							843.000	843.000
Wert							52.941.322	69.952.247
Wert pro Aktie							2,10	2,78
Aktienanzahl 25,2 Mio.								
Aktienkurs per 22.05.07							2,21	2,21
Prämie/Discount							5,2%	-20,4%
*Börsenkurs per 22.05.07 EUR 51,51								

Tabelle 7; Quelle: SES Research, CS

Indikative Bewertung der einzelnen Beteiligungen

BlueTec (10%)

Bei BlueTec halten wir mittelfristig eine Umsatz im dreistelligen Millionenbereich bei einer deutlich zweistelligen EBIT-Marge für möglich. Dabei gehen wir von einer jährlichen Produktionskapazität von etwa 4-6 Mio. qm Kupferband aus. Im Februar 2006 wurde die Kapazität von 1,5 Mio. qm auf derzeit rund 2,5 Mio. qm erhöht. Auf Basis unseres groben DCF-Modells ergibt sich für BlueTec ein **Wert** von **EUR 131 Mio.** Der Peer Group Vergleich führt basierend



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

auf der Gewinnerwartung für 2008 zu einem ähnlichen Wert und stützt die DCF-Bewertung. Für den **10%-Anteil** würde sich auf Grundlage des DCF-Modells ein **Wert von EUR 13 Mio.** ergeben.

ANTEC Solar (21,24%)

Bei ANTEC gehen wir in drei Jahren von einem Umsatz von etwa EUR 30 Mio. aus. Dies unterstellt eine jährliche Produktionskapazität von 25 MW (derzeit 10 MW) bei durchschnittlichen Verkaufspreisen von EUR 2,- je Watt und einer Kapazitätsauslastung von 65%. Die EBIT-Marge dürfte dabei unter der von Wettbewerbern liegen (First Solar ca. 25-30%, Ersol 22% 2008e). Unser DCF-Ansatz führt zu einer Bewertung für ANTEC von **EUR 30,5 Mio.** Der Peer Group Vergleich führt zu einer ähnlichen Wertindikation. Die Peer Group besteht aus Ersol Solar, Q-Cells, Evergreen Solar und First Solar. First Solar betrachten wir dabei als closest comparable. Da First Solar derzeit mit einem KGV von rund 60 auf Basis 2008 notiert, würden sich auf dieser Grundlage wesentlich höhere Werte für ANTEC ableiten lassen. Deutlich höheres Bewertungspotenzial für ANTEC würde sich beispielsweise dann ergeben, wenn ein strategischer Investor über eine Übernahme Zugang zu der Dünnschichttechnologie von ANTEC bekommen will. Für den **21,24%-Anteil** würde sich auf Grundlage des DCF-Modells somit ein **Wert von EUR 6,5 Mio.** ergeben. Da Dünnschichtmodule durch ihr gutes Schwachlichtverhalten zur Energiegewinnung in Deutschland besonders geeignet sind, sollte der deutsche Dünnschichtmodulmarkt stärker als der gesamte Photovoltaikmarkt (p.a. ca. 20%) wachsen.

Profos (22,9%)

Unser Barwertmodell hängt maßgeblich von einer Wirkstoffentwicklung ab, die erstmals in 2009 signifikante Gewinne verspricht. Wie in der Wirkstoffforschung und -entwicklung üblich, sind diese Planungen mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Einem konservativen Ansatz folgend, haben wir nur 50% der in den kommenden Jahren zu erwartenden Meilenstein- und Lizenzzahlungen berücksichtigt. Auf Basis unseres DCF-Modells ergibt sich für Profos eine Bewertung von EUR 18 Mio. Dementsprechend haben **22,9%** einen **Wert** von rund **EUR 4 Mio.** Wir gehen davon aus, dass diese Werteinschätzung in der im Herbst anstehenden Finanzierungsrunde bestätigt oder sogar übertroffen wird.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

Die Investitionstätigkeit (neue Beteiligungen) sollte in den nächsten Monaten zu einem positiven Newsflow beitragen. Des Weiteren halten wir bei ANTEC Solar und BlueTec in den nächsten 24 Monaten den Exit z.B. über einen Börsengang für möglich.

Die politischen Anstrengungen zur Förderung regenerativer Energien werden weltweit weiter intensiviert, und der 4. Teil des UN-Klimaberichts im November wird der Weltöffentlichkeit erneut die Gefahren des Klimawandels vor Augen führen. CS sollte mit dem Branchenfokus auf Erneuerbare Energien vom allgemein positiven Newsflow rund um dieses Thema profitieren.

Insgesamt sollte das Marktumfeld für Erneuerbare Energien/Umwelttechnologien nachhaltig günstig bleiben.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Portfolio	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-------------------------	------------

Historie Capital Stage

- 1996: Gründung als HWAG Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG in Hamburg
- 1998: Erstnotiz der HWAG am Geregelten Markt
- 05/2001: Einbringung von Beteiligungen und Geschäftsaktivitäten der Futura Capitalis AG in die HWAG
- 06/2001: Umfirmierung in Capital Stage AG
- 06/2001: Beteiligung mit 9% an der Conergy AG
- 05/2005: IPO der Conergy AG – Veräußerung eines Großteils der Beteiligung
- 11/2006: Herr Felix Goedhart wird neuer Vorstandsvorsitzender
- 03/2007: Neubesetzung des Aufsichtsrates

Übersicht 2; Quelle: Capital Stage

Das Unternehmen

Capital Stage (CS) ist eine bankenunabhängige börsennotierte Private Equity Gesellschaft für wachstumsstarke Unternehmen. Die Geschäftstätigkeit der CS umfasst den Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen sowie die Betreuung von Unternehmen, insbesondere bei deren Geschäftsentwicklung, bei Kapitalmaßnahmen und der Kapitalmarkterschließung. Typische Deal-Situationen sind Wachstums-/Expansions-, Pre-IPO-Finanzierungen, Management Buy Outs und Turnarounds. Der **Schwerpunkt** liegt auf **Wachstums-/Expansionsfinanzierungen**. Das Investitionsvolumen liegt i.d.R. im einstelligen Millionenbereich. Besondere Erfahrungs- und Beziehungsschwerpunkte der CS liegen im Bereich der Erneuerbaren Energien.

Während der Beteiligungsdauer steht jedem Portfoliounternehmen ein Investmentmanager zur Seite, der als Coach die Entwicklung des Partnerunternehmens aktiv mitgestaltet. Die Portfoliounternehmen profitieren so vom Netzwerk und dem interdisziplinären Know-how der CS.

Historie

Nach der Übernahme der HWAG durch die Futura Capitalis AG in 2001 erfolgte der Wechsel des Geschäftsmodells der HWAG von einem Börsenmakler hin zu einer Beteiligungsgesellschaft. Die bis 2003 andauernde schwierige Börsenlage erforderte die Trennung vom defizitären Handelsgeschäft. 2004 wurde die Sanierung der Capital Stage abgeschlossen. Seit November 2006 leitet der ehemalige equitrust-Vorstand Felix Goedhart das Unternehmen.

Capital Stage-Portfolio im Überblick

Beteiligungen	Branche	Bet.Quote	Phase	Umsatz 2007e	Break-Even 2007e	Einstieg
Conergy	erneuerbare Energien	0,61%	börsennotiert	> 1 Mrd.	ja	Jul 01
ANTEC Solar	Photovoltaik	21,24%	pre-IPO	> 10 Mio.	ja	Nov 06
BlueTec	Solarthermie	10,00%	Expansion	> 30 Mio.	ja	Dez 06
Profos	Biotechnologie	22,90%	Expansion	< 5 Mio.	nein	Mai 01

Tabelle 1, Quelle: CS, SES Research

Das Beteiligungsportfolio

Die börsennotierte **Conergy AG** ist als Projektierer und Anlagenbauer im Bereich der Erneuerbaren Energien (EE) tätig und zählt weltweit zu den größten Unternehmen im Bereich der Photovoltaik. Conergy deckt von Solarmodulen bis zu Windanlagen und Projektlösungen für private sowie institutionelle Kunden ein umfangreiches Lösungsspektrum ab. Der Weltmarktanteil im Solarbereich beläuft sich auf gut 10%.

CS hat sich im Juli 2001 mit 9% an Conergy beteiligt. Im Rahmen des Börsengangs im Mai 2005 wurden 562 Tsd. Aktien verkauft, wodurch sich die Beteiligung auf 2,21% reduzierte. 2006 wurden weitere Conergy-Aktien über die Börse verkauft, so dass die aktuelle Beteiligungsquote 0,61% beträgt. Die bisher realisierte IRR aus der Conergy-Beteiligung betrug pro Jahr 74%, was einem in 2005

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Portfolio	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-------------------------	------------

Solarunternehmen mit Spezialisierung auf Dünnschicht-Photovoltaik-Module

und 2006 realisierten Gewinn von EUR 40,2 Mio. entspricht. Der verbleibende Conergy-Anteil hatte zum 31.12.2006 einen Marktwert von EUR 9,64 Mio.

Die **ANTEC Solar Energy International AG** produziert Dünnschicht-Photovoltaik-Module und beschäftigt rund 100 Mitarbeiter. Das Unternehmen betreibt seit Juni 2003 eine Fertigungslinie mit einer Kapazität von 10 MW, in der Dünnschicht-Solarmodule auf Basis der Cadmium-Tellurid-Technologie gefertigt werden. Der Wettbewerbsvorteil liegt vor allem in der Unabhängigkeit vom derzeit sehr knappen Rohstoff Silizium. Derzeit liegen die Verkaufspreise für Dünnschichtmodule bei etwa EUR 2-2,40 je Watt im Vergleich zu kristallinen Siliziummodulen von EUR 3-3,50 je Watt. Der ca. halb so hohe Wirkungsgrad macht Dünnschichtmodule überall dort attraktiv, wo die zur Verfügung stehende Fläche nicht den limitierenden Faktor darstellt, z.B. bei Industriedächern. Der deutsche Dünnschichtmodulmarkt sollte stärker als der gesamte Photovoltaikmarkt wachsen, da für diese Module über eine weitere Erhöhung der Wirkungsgrade ein höheres Kostensenkungspotenzial erwartet wird und Dünnschichtmodule durch ihr gutes Schwachlichtverhalten zur Energiegewinnung in Deutschland besonders geeignet sind. Dieses Jahr sollte der Umsatz über 10 Mio. EUR liegen.

industrielle Fertigung von Beschichtungstechnik für Sonnenkollektoren

BlueTec GmbH entwickelt, produziert und vertreibt hochselektive Absorberbänder, die das „Herzstück“ eines Sonnenkollektors darstellen. Das Unternehmen wurde 2005 gegründet und verfügt in Europa bereits über einen Marktanteil von ca. 35%. Für 2007 rechnen wir mit einem Umsatz von über 40 Mio. EUR.

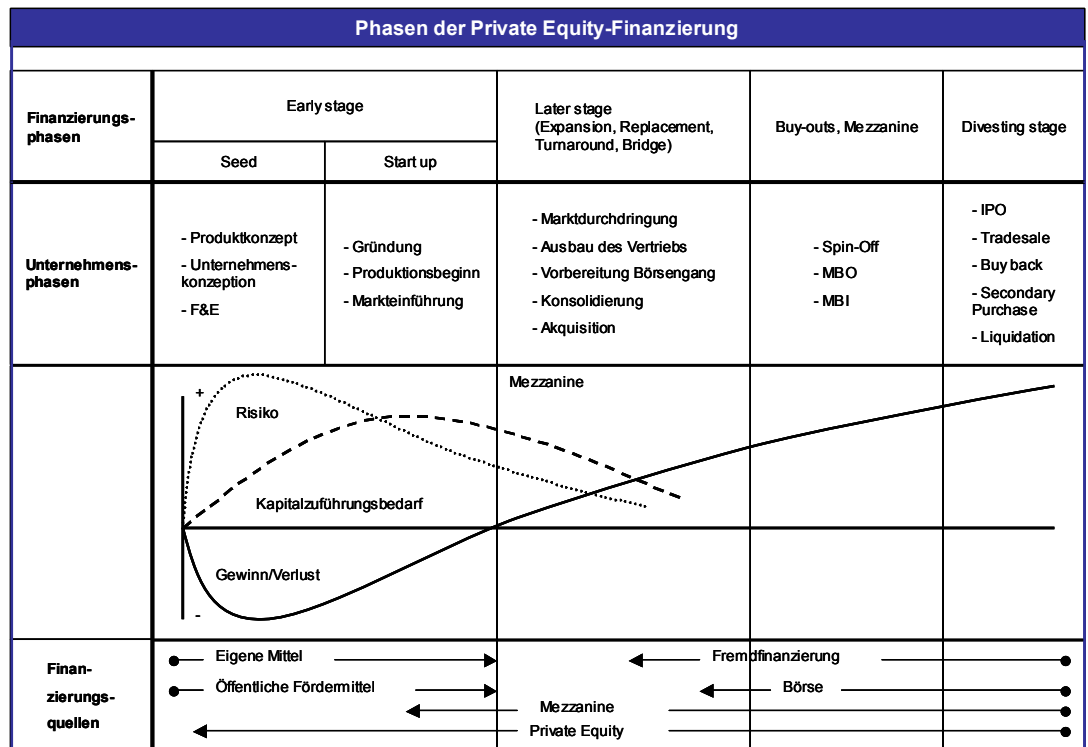
Biotechnologie-Unternehmen mit Spezialisierung auf Lebensmittelsicherheit

Die **Profos AG** ist ein Biotechnologie-Unternehmen, das sich auf die schnelle und sichere Detektion und Eliminierung von Bakterien für Lebensmittel und Pharma spezialisiert hat. Profos wurde 2000 gegründet und hat 2006 einen Exklusivvertrag mit BioMerieux, dem Weltmarktführer für Lebensmittelsicherheit, abgeschlossen. Im Bereich Parma wurde ein erster Wirkungsnachweis für die Eliminierung bakterieller Toxine erbracht. Capital Stage beteiligte sich erstmals 2001 an Profos und stockte ihren Anteil bei einer Kapitalerhöhung 2005 und durch den Ankauf weiterer Anteile 2006 auf heute 22,9% auf.

Strategie und Dealflow

Bei der Beteiligungsauswahl konzentriert sich CS auf Investitionen in der risikoärmeren Expansion Stage und Later Stage und Buy-out Bereich. In den späteren Lebenszyklusphasen im Private-Equity-Geschäft wird i.d.R. Kapital für die Übernahme oder das Wachstum von Unternehmen bereitgestellt. Um die Abhängigkeit von den Börsen zu reduzieren, werden vor allem Beteiligungen eingegangen, die sich auch im Rahmen von Trade Sales veräußern lassen.

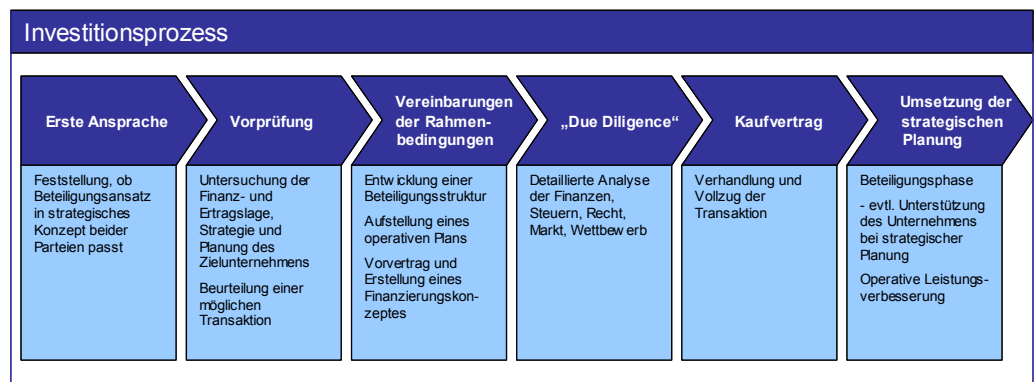
Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Portfolio	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-------------------------	------------



Grafik 8; Quelle: Daniels 2004

Bei den **Investitionskriterien** ist neben einem innovativen Geschäftsmodell und einem dynamischen Wachstum (mindestens deutlich zweistellig p.a.), ein erfahrenes Management von großer Bedeutung. Das Unternehmen sollte in absehbarer Zeit die Exitreife erreichen. Grundsätzlich wird branchenübergreifend investiert, aufgrund des Track Record liegt jedoch ein Schwerpunkt auf dem Bereich Erneuerbare Energien. Bei größeren Transaktionen oberhalb von EUR 10 Mio. werden Engagements mit Co-Investoren angestrebt.

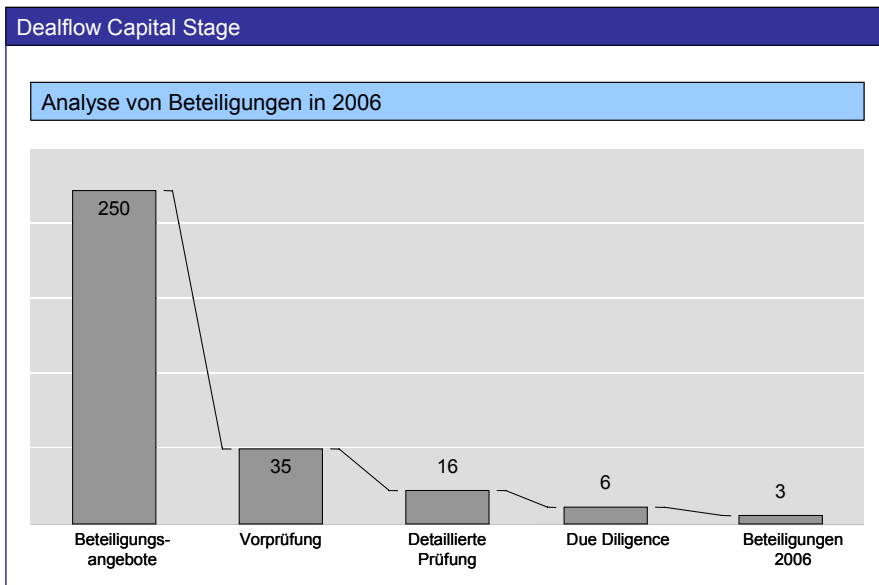
Der mehrstufige Investitionsprozess ist in der folgenden Grafik dargestellt. Eine umfassende Analyse der erfolgsbestimmenden Parameter des Unternehmens erfolgt im Rahmen der Due Dilligence, zu der fallweise externe Experten hinzugezogen werden.



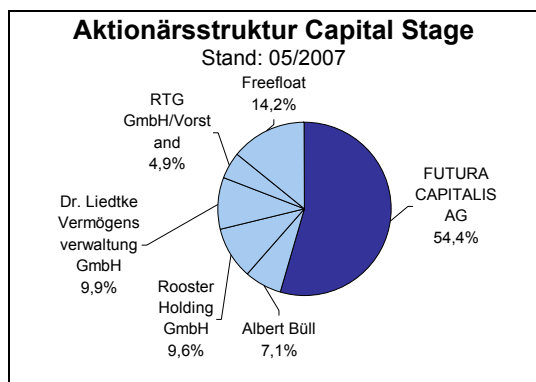
Grafik 9; Quelle: CS

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Portfolio	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-------------------------	------------

Der **Dealflow** hat sich in den vergangenen Monaten quantitativ deutlich verbessert. Dabei hat sich das erweiterte Netzwerk sowie der enge Kontakt zu M&A-Beratern positiv ausgewirkt. 2006 hat CS rund 250 Beteiligungsangebote erhalten, von denen 16 einer detaillierten Prüfung unterzogen wurden und drei zum Abschluss kamen (Grafik 10).



Grafik 10; Quelle: CS



Grafik 11; Quelle: CS

Management und Aktionäre

Herr Hendric Groth ist auf eigenen Wunsch zum 31. Dezember 2006 aus dem Vorstand der CS AG ausgeschieden, um sich neuen Herausforderungen zu stellen. Zum 1. November 2006 ist Herr **Felix Goedhart** (1964) zum Vorstand der CS bestellt worden. Er war seit 1999 Vorstandsvorsitzender der equitrust AG. Auf der zweiten Managementebene sind Herr Detlef Steinmann (1961) und Herr Wilhelm Dreyer (1969) als Investment Direktoren tätig. Insgesamt beschäftigt CS derzeit sechs Mitarbeiter.

Per Anfang April wurde der Aufsichtsrat mit Dr. Manfred Krüper, bis 30. November 2006 Mitglied des Vorstands der E.ON AG, Alexander Stuhlmann, bis 31. Dezember 2006 Vorstandsvorsitzender der HSH Nordbank AG und Berthold Brinkmann, Partner bei Brinkmann & Partner, neu besetzt.

Mehrheitsaktionär ist mit 54,4% ist die FUTURA CAPITALIS AG, die 1997 von norddeutschen Unternehmern als reine Kapitalbeteiligungsgesellschaft gegründet wurde. Albert Büll hält 7,1% an der CS. Weitere Aktionäre sind die Rooster Holding GmbH (9,6%), die Dr. Liedtke Vermögensverwaltungs GmbH (9,9%) und die RTG Beteiligungs GmbH (4,9%) bei der Felix Goedhart Alleingeschafter ist. Die übrigen 14,2% befinden sich im Streubesitz.

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

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 erheben 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 § 34b 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, offenzulegen.

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.

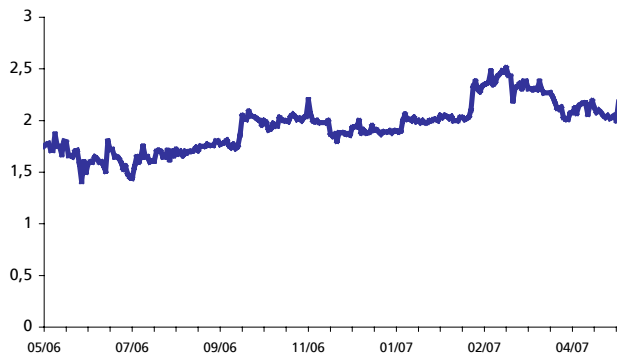
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	91	46%
Halten	84	43%
Verkaufen	12	6%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	196	

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	50	63%
Halten	26	33%
Verkaufen	3	4%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	80	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Capital Stage (HWAG.DE) am 22.5.07



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

Quellen: Bloomberg (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)