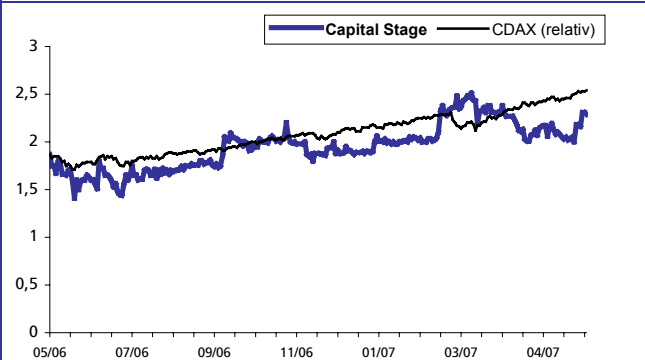


**Kaufen** Risiko: **Kursziel: EUR 2,70**  
(alt: Kaufen) mittel

**Positiver Newsflow lässt nicht lange auf sich warten**

Bloomberg: CAP GY Kurs: EUR 2,26  
Reuters: HWAG.DE CDAX: 697,75  
ISIN: DE0006095003  
Internet: www.capitalstage.com  
Segment: General Standard  
Branche: Beteiligungsgesellschaften



Kursdaten: Bloomberg 29.05.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 2,78 / EUR 1,42  
Marktkapitalisierung: EUR 56,95 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: 30.05.2007  
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

Die Private-Equity-Gesellschaft Capital Stage (CS) hat im Rahmen einer Kapitalerhöhung 49,1% an der GBA Gesellschaft für Bioanalytik Hamburg mbH erworben. Ein Kaufpreis wurde nicht genannt. Das Management hält die übrigen 51% an der GBA. Die GBA gehört mit einem von uns geschätzten Umsatz von ca. EUR 10 Mio. für 2007 zu den führenden Laborunternehmen in Deutschland. GBA ist in den Bereichen Umwelt- und Lebensmittelanalytik tätig. Im Umweltanalytikbereich werden insbesondere Trink-, Oberflächen-, Grund- und Abwasserproben sowie Bodenproben und Abfälle analysiert. Im Bereich Lebensmittelanalytik untersucht GBA vor allem Lebensmittel und Bedarfsgegenstände. Das Unternehmen bearbeitet mit 85 Mitarbeitern pro Jahr über eine Million Analysen.

Bei der Kaufpreiseinschätzung orientieren wir uns an EBIT-Multiples vergleichbarer Branchen (Umwelttechnologie, Chemie). Diese liegen derzeit bei 8-11. Durch niedrigere Bewertungsniveaus im wenig fungiblen Teilmarkt für kleinere Unternehmensbeteiligungen gehen wir davon aus, dass CS einen Multiple im unteren Bereich dieser Spanne gezahlt hat. Dabei sollte CS von der Strategie, GBA partnerschaftlich intensiv zu betreuen, profitiert haben. Der europäische Marktführer für Bioanalytik Eurofins Scientific S.A. erzielt eine EBIT-Marge von 12-14%. In Anlehnung dessen rechnen wir bei GBA für 2007 mit einer EBIT-Marge von 11%. Bei einem unterstellten Umsatz von rund EUR 10 Mio. ergäbe sich auf Grundlage eines EBIT-Multiples von 9 ein Unternehmenswert von EUR 10 Mio. 49,1% entsprechen somit einem **Kaufpreis** von ca. **EUR 5 Mio.**

Der Markt für Bioanalytik wächst in Deutschland rund 10% pro Jahr. Neben dem organischen Wachstum, wächst GBA zusätzlich durch Akquisitionen. In den letzten Jahren wurden bereits einige Laborunternehmen übernommen und erfolgreich in das Unternehmen integriert. Der Erlös aus der Kapitalerhöhung soll für die Übernahme eines Wettbewerbers eingesetzt werden. Auf dem mit einigen 100 privaten Laborunternehmen stark fragmentierten Bioanalytikmarkt in Deutschland läuft seit einigen Jahren eine Marktkonsolidierung, bei der GBA eine aktive Rolle spielt.

#### Potenzialwert GBA

Bei der GBA halten wir mittelfristig einen Umsatz von EUR 20 Mio. bei einer mit Wettbewerbern vergleichbaren EBIT-Marge von rund 15% für möglich. Dabei gehen wir von einer jährlichen Umsatzwachstum von gut 10% aus, was dem Marktwachstum in Deutschland entspricht. Weiteres anorganisches Wachstum haben wir unberücksichtigt gelassen. Auf Basis unseres groben DCF-Modells ergibt sich für GBA ein **Wert** von **EUR 19 Mio.** Ein Vergleich mit Eurofins und Fresenius führt auf KGV-Basis zu einer Spanne von EUR 25-28 Mio. (2007e und 2008e) und auf EV/EBIT-Basis zu EUR 21-27 Mio. Bei der Einzelbetrachtung von Eurofins liegen diese Werte noch deutlich höher (KGV 2007e 42, 2008e 27, EV/EBIT 2007e 22, 2008e 15).

Für den **49,1%-Anteil** würde sich auf Grundlage des DCF-Modells ein **Potenzialwert** von **EUR 9,3 Mio.** ergeben. Einschließlich der GBA-Beteiligung liegt der neue **Potenzialwert** für die CS AG bei **EUR 2,98 je Aktie** (Tabelle). Da dieser nur auf überschlägigen Prognosen beruht und sich an den Bewertungsniveaus des Kapitalmarktes orientiert, nehmen wir einen Abschlag von 10% vor. Wir heben unser **Kursziel** von EUR 2,50 auf **EUR 2,70** je Aktie an.

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
<b>Beteiligungen</b>								
Conergy*	erneuerb. Energien	0,7%	börsennotiert	> 1 Mrd.	ja	Jul 01	9.640.000	11.070.412
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
GBA	Umwelt- und Lebensmittelanalysen	49,1%	Expansion	> 10 Mio.	ja	Mai 07		9.329.000
							7.385.272	33.029.200
							<b>17.025.272</b>	<b>44.099.612</b>
	Liquide Mittel						35.777.050	30.777.050
	Sonstige Aktiva						982.000	982.000
	<b>Total Aktiva</b>						<b>53.784.322</b>	<b>75.858.662</b>
	Verbindlichkeiten						843.000	843.000
	<b>Wert</b>						<b>52.941.322</b>	<b>75.015.662</b>
	<b>Wert pro Aktie</b>						<b>2,10</b>	<b>2,98</b>
	<b>Kursziel bei 10% Abschlag</b>							<b>2,70</b>

\*Börsenkurs per 29.05.07 EUR 55,17

Quelle: SES Research, CS

Nach unserer Einschätzung hat CS den GBA-Anteil zu einem günstigen Preis erworben. Zudem weist GBA durch relativ stabile Cash Flows ein günstiges Chance/Risikoprofil auf. Wie auch bei den übrigen Beteiligungen sehen wir bei GBA deutliches Wertsteigerungspotenzial. Vor dem Hintergrund des Konzentrationsprozesses in der Branche wäre für GBA mittelfristig ein Exit über einen Trade-Sale denkbar.

CS setzt ihre Investitionsstrategie mit Fokus auf wachstumsstarke Unternehmen aus den Bereichen Umwelttechnologie und Erneuerbare Energien konsequent fort. In den nächsten Monaten sollten weitere Beteiligungen folgen. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Rechtshinweis:** 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.

**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 Inhaltes oder von Teilen.