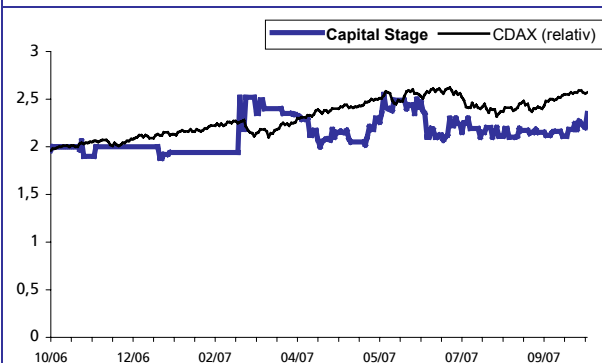


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 2,70**
(alt: Kaufen) mittel

Weitere Beteiligung im Solar-Bereich

Bloomberg: CAP GY Kurs: EUR 2,35
Reuters: HWAG.DE CDAX: 722,16
ISIN: DE0006095003
Internet: www.capitalstage.com
Segment: General Standard
Branche: Beteiligungsgesellschaften



Kursdaten: Bloomberg 17.10.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 2,55 / EUR 1,88
Marktkapitalisierung: EUR 59,22 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:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: **18.10.2007**
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
Patrick Schepelmann	+49-(0)40 3282-2700
Sales Assistance	
Wiebke Möller	+49-(0)40 3282-2703

Die Private-Equity-Gesellschaft Capital Stage (CS) hat einen Vertrag über den Erwerb von 39% an der Inventux Technologies AG bekannt gegeben. Zum Kaufpreis wurden keine Angaben gemacht.

Über Inventux

Die im Frühjahr 2007 gegründete Inventux entwickelt und produziert siliziumbasierte Dünnschicht-Solarmodule. Das Unternehmen wird in den kommenden Monaten rd. EUR 49 Mio. in den Aufbau einer Produktionslinie zur Herstellung von mikromorphen Tandemmodulen in Berlin mit einer jährlichen Spitzenleistung von 33 MW investieren. Ein nicht unerheblicher Teil der Investitionen wird durch verschiedene Fördermittel gedeckt (SESe 30-40%). Ab Herbst 2008 sollen jährlich 275.000 Solarmodule produziert werden. Zudem ist in einem zweiten Schritt die Erweiterung auf 100 MW geplant. Das Managementteam verfügt über langjährige Erfahrung im Solarbereich u.a. durch verschiedene leitende Positionen bei Schüco Solar.

Starker Partner

Als Ausrüster der Produktionsanlagen konnte die Oerlikon Solar, einer der weltweit führenden Anbieter von Lösungen für Silizium-Dünnschicht-Solarmodule, gewonnen werden. Oerlikon errichtet für den Referenzkunden Inventux eine der ersten Produktionsanlagen für mikromorphe Tandemzellen.

Zukunftsweisende Technologie

Die Vorteile von siliziumbasierten Dünnschichtmodulen gegenüber der klassischen Silizium-Wafer-Technologie sind:

- **Deutlich geringerer Rohstoffverbrauch:** Der Verbrauch von Silizium in Kilogramm/KW ist um den Faktor 50 geringer als bei kristallinen Zellen.
- **Geringere Produktionskosten:** Im Gegensatz zur kristallinen Technik wird zur Produktion weniger als die Hälfte an Primärenergie benötigt. Die Produktionskosten pro KW sind ca. 20-30% niedriger (3-4 Produktionsschritte weniger)

Im Vergleich zu amorphen Dünnschicht-Solarmodulen der 1. Generation erreichen mikromorphe Dünnschicht-Solarmodule Wirkungsgrade von über 10% anstatt von ca. 6%. Gegenüber Cadmium-Tellurid-Dünnschicht-Solarmodulen sind die eingesetzten Materialien und Herstellungsprozesse nicht-toxisch und ökologisch unbedenklich.

Ausblick Marktpotenzial

Der Photovoltaikmarkt wird in den nächsten Jahren mit Raten von mindestens 20% wachsen. Im Dünnschichtbereich sollten diese Raten noch übertroffen werden. Derzeit beträgt der Anteil der Dünnschichtmodule nur 8%. Bis Ende 2010 wird erwartet, dass der Anteil auf ca. 20% steigt.

Unter dem Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsgesichtspunkt gehen wir davon aus, dass insbesondere die mikromorphe Technologie einen hohen Stellenwert erreichen sollte.

Wertschätzung

Bei einer Produktionskapazität von 33 MW pro Jahr und von uns geschätzten Verkaufspreisen von EUR ca. 1,50 je Watt könnten in 2009 bei einer Auslastung von 90% rd. EUR 45 Mio. an Um-

satz erzielt werden. Bei einer EBIT-Marge von ca. 15-20% (2008e: First Solar 22%, Ersol 22%, Q-Cells 21%) könnte Inventux in 2009 EUR 7-9 Mio. EBIT erzielen, was einem Nettoergebnis von etwa EUR 4-5 Mio. entsprechen dürfte. Auf Basis eines KGV-Multiplikators von 20 (Peer Group 2008e: 29, First Solar 2009e: 52) würde sich ein Unternehmenswert von EUR 80-100 Mio. ergeben (39% EUR 31-39 Mio.). Durch die Bewertungsunterschiede zwischen den Kaufpreisen bei Frühphasenbeteiligungen und dem professionellen börsennotierten Kapitalmarkt gehen wir von einem deutlich niedrigeren Kaufpreis aus.

Mit dem neuen Deal bestätigt CS die klare Investitionsstrategie mit Fokus auf den dynamisch wachsenden Bereich der erneuerbaren Energien. CS beteiligt sich an einem aussichtsreichen Unternehmen mit einer vielversprechenden neuen Technologie in der Photovoltaikindustrie. Mit der Kombination aus dem erfahrenen Inventux-Management und dem namhaften Partner Oerlikon, der über das erforderliche Ausrüstungs- und Prozess-Know-how verfügt, sehen wir Inventux auf gutem Wege, ab Herbst 2008 innovative mikromorphe Silizium-Dünnschicht-Solarmodule zu produzieren.

Der größte Werthebel wird der angestrebte Proof of Concept im industriellen Maßstab im Rahmen des geplanten Kapazitätsausbaus auf 100 MW sein. Mit der dann wahrnehmbaren Größe im Dünnschicht-Bereich, hätte Inventux auch die Börsenreife erreicht (Dünnschicht-Solarmodulkapazität von First Solar: 210 MW, Marktkapitalisierung EUR 7,7 Mrd.).

Wir schätzen das Wertsteigerungspotenzial der Inventux-Beteiligung in den kommenden Jahren sehr hoch ein. Der Newsflow im Zusammenhang mit dem Aufbau der Produktion sollte positiv sein. Aufgrund der Unsicherheit über den vereinbarten Kaufpreis und des Frühphasencharakters halten wir derzeit die Berücksichtigung einer Wertsteigerung für verfrüht. 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/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.