

Kurs: 2,34 €

Schlusskurs Frankfurt 23.11.2007

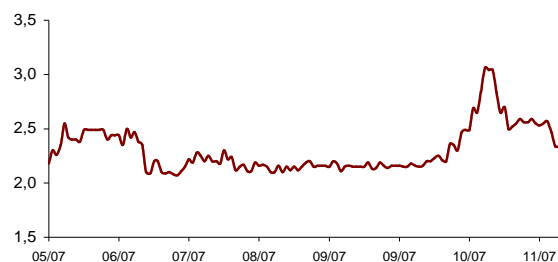
Kaufen

Kursziel: 3,50 €

Beteiligungsgesellschaft

Photovoltaik ohne Aufschlag

Reuters HWAG.DE
 Bloomberg CAP GR
 ISIN DE0006095003
 Index -



High / Low 52 Wochen (Schlusskurs Frankfurt)	3,06 € / 1,86 €
High / Low 26 Wochen (Schlusskurs Frankfurt)	3,06 € / 2,07 €
Marktkapitalisierung (Schlusskurs Frankfurt)	58,97 Mio. €
Aktienanzahl	25,20 Mio.
Ø Handelsvolumen XETRA / Tag (6 Monate)	21 Tsd. €
Ø Handelsvolumen Frankfurt / Tag (6 Monate)	23 Tsd. €
Aktionäre:	
Futura Capitalis	51,98%
Albert Büll	7,06%
Dr. Liedtke VV	9,92%
RTG Bet. GmbH (F. Goedhart)	4,90%
LRI Invest S.A.	6,15%
Streubesitz	19,99%

Letzte Ereignisse:	Q2-Bericht	16.08.2007
	Ankündigung Inventux-Beteiligung	17.10.2007
	Zwischenmitteilung Q3	01.11.2007
	Vollzug Inventux-Beteiligung	26.11.2007
Nächstes Ereignis:	Vorl. Zahlen Gj. 2007	Feb. 2008
	Geschäftsjahresende: 31. Dezember	

Research

Oliver Drebing (Analyst) +49 (0) 40 37 85 52 20
 Thorsten Grübling (Analyst) +49 (0) 40 37 85 52 27

Analyse erstellt 26. November 2007

Das seit Ende 2006 formierte Management hat bei der Gestaltung der Beteiligungsgesellschaft eine gute Ausgangsposition geschaffen. Mit den innerhalb nur weniger Monate eingegangenen Beteiligungen ist Capital Stage aussichtsreich insbesondere für die Wachstumsmärkte Photovoltaik und Solarthermie aufgestellt. Die Kasse der Beteiligungsgesellschaft ist nach Veräußerung sämtlicher Conergy-Aktien – ein Restbestand wurde Anfang Juli aufgelöst – aufgefüllt; sie entspricht aktuell rund 60% der Marktkapitalisierung. Eine qualitative Aufwertung des Aktionärskreises ist seit Mitte 2007 abgeschlossen.

Herauszustellen ist die Beteiligung an **Inventux**. Ab 2008 wird Inventux **Dünnschicht-Solarmodule** produzieren, für die wir aufgrund der gewählten mikromorphen **Tandemtechnologie** weit überdurchschnittliche Absatzchancen erwarten. Kapazitäten mit einer Gesamtleistung von zunächst 33 MWp werden über ein durchfinanziertes Investitionsbudget von 49 Mio. € erstellt. Technologielieferant ist **Oerlikon Solar**. Die Installation für Inventux stellt das Vorzeigeprojekt dieses neben Applied Materials weltweit einzigen Maschinenbauers mit entsprechendem Know how dar. In einem zweiten Schritt ist der Ausbau der Kapazität auf 100 MWp geplant. Innerhalb des Beteiligungsportfolios ist derzeit allein Inventux ein **Frühphaseninvestment**.

Mit der Beteiligung an einem anderen Hersteller von Dünnschichtmodulen, an **Antec Solar**, hält Capital Stage einen Kandidaten für ein IPO auf mittlere Sicht. Neben First Solar ist Antec weltweit einer von zwei Solarmodulherstellern, die basierend auf der **Cadmium-Tellurid-Technologie** produzieren.

Capital Stage ist beteiligt an Unternehmen, die noch am **unteren Ende einer Bewertungsspirale** stehen. Über Capital Stage ist die Investition in den Sektor Erneuerbare Energien ohne die bei börsennotierten Werten teils irrational hohen Aufschläge möglich.

Einen zweiten Schwerpunkt des Beteiligungsportfolios setzt Capital Stage bei Unternehmen der **Umwelt- und Lebensmitteltechnologie**. Die Anlagestrategie definiert sich jedoch nicht über eine einfache Kategorisierung. Über die aussichtsreichen Investments in die Wachstumsmärkte Erneuerbare Energien und Umwelttechnologie hinaus strebt Capital Stage vielmehr ergänzend Beteiligungen aus anderen Branchen an, für die das Management über Know how und Netzwerkeinbindung verfügt.

Capital Stage berichtete für die ersten drei Quartale des laufenden Jahres ein **Nettoergebnis von 11,9 Mio. €**. Für das Gesamtjahr 2006 hatte Capital Stage ein Ergebnis von 15,8 Mio. €, für 2005 sogar von 25,2 Mio. € ausgewiesen. Diese hervorragenden Werte beruhen insbesondere auf Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Conergy. Das Fortschreiben ist nicht möglich. Ansatzmöglichkeiten zur Veräußerung von Anteilen stimmen uns jedoch für die weitere Ergebnisentwicklung zuversichtlich.

Anlageurteil unserer Ersteinschätzung ist **Kaufen**. Buchwerte der Beteiligungen sowie die Liquiditätsposition addieren sich gemäß unserer Ermittlung auf 53 Mio. € (Net Asset Value). Die zu aktuellen Marktverhältnissen hypothetisch erzielbare Bewertung der Aktiva liegt nach unserer Einschätzung bei mindestens 88 Mio. €. Entsprechend setzen wir unser Kursziel für die Aktie bei **3,50 €**.

Management mit Gestaltungsspielraum

Mit einem an aktuellen Wachstumstrends ausgerichteten Portfolio, einer hohen Liquiditätsposition und einem von Aktionärsseite und Aufsichtsrat stützenden Umfeld sehen wir einen großen Gestaltungsspielraum für das seit Ende 2006 neu formierte Management.

Das aktuelle Beteiligungsportfolio besteht aus fünf Unternehmen der Branchen **Erneuerbare Energien** sowie **Umwelt- und Lebensmitteltechnologie**. Davon wurden vier Beteiligungen komplett neu eingegangen, seitdem **Felix Goedhart** am 1. November 2006 den Vorstandsvorsitz der Gesellschaft übernommen hat. Allein am Biotechnologie-Unternehmen Profos ist Capital Stage bereits seit 2001 beteiligt.

Die Kasse der Beteiligungsgesellschaft ist nach Veräußerung sämtlicher Conergy-Aktien – ein Restbestand wurde Anfang Juli aufgelöst – aufgefüllt; sie entspricht aktuell rund 60% der Marktkapitalisierung. Zum 30. September berichtete Capital Stage über eine **Liquiditätsposition von 42,3 Mio. €**. Die zuletzt verkündete Beteiligung an Inventux ist in dieser Zahl noch nicht berücksichtigt.

Eine qualitative **Aufwertung des Aktionärskreises** ist im Sommer 2007 abgeschlossen worden. In diesem Zusammenhang wurde auch der Free Float der Aktie auf 20% ausgeweitet. Langfristiges Ziel ist aus Sicht des Managements eine Streubesitzquote von 30 bis 40%.

Außer im Wechsel der operativen Führung spiegelt sich eine Neuausrichtung des Unternehmens seit Mitte 2007 auch in der **Zusammensetzung des Aufsichtsrats**. Den Vorsitz im Aufsichtsrat hat **Dr. Manfred Krüper** übernommen, von 1996 bis Ende 2006 Konzernvorstand bei E.ON. Zugleich wurde **Alexander Stuhlmann**, Vorstandsvorsitzender der WestLB, stellvertretender Vorsitzender im Aufsichtsrat der Capital Stage.

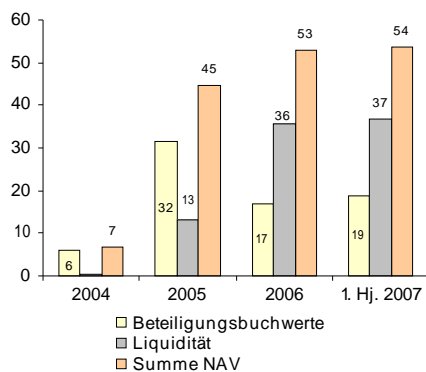
Vor Übernahme der Position bei Capital Stage war Felix Goedhart, Jahrgang 1964, über sieben Jahre Vorstandsvorsitzender der equitrust AG, Hamburg. Die Beteiligung am Solarzellenhersteller ErSol und dessen 2005 erfolgter Börsengang stellen dabei besondere Meilensteine dieser Tätigkeit dar. Felix Goedhart hat zudem durch frühere Führungstätigkeiten spezifisches Branchen-Know how in der Medienbranche und verfügt auch in diesem Bereich über die entsprechende Vernetzung.

Die nächste Management-Ebene von Capital Stage wird gebildet von Detlef Steinmann, seit 2000 bei Capital Stage und in dieser Zeit mitverantwortlich für die Beteiligung an Conergy, und seit 2007 von Wilhelm Dreyer, der zuvor bei equitrust und MPC Capital tätig war. Das **Investment-Team** wird zudem verstärkt durch zwei ebenfalls 2007 neu hinzugewonnene Analysten.

Die fünf aktuellen Investments sind den Wachstumsmärkten Erneuerbare Energien und Umwelttechnologie zugeordnet. Die **Anlagestrategie** definiert sich jedoch nicht über eine einfache Kategorisierung. Einer Zuordnung in „Schubladen“ entzieht sich das Management bewusst. Capital Stage strebt über die bisherigen Schwerpunkte hinaus Beteiligungen aus anderen Branchen an, für die das Management über **Know how und Netzwerkeinbindung** verfügt. Der „Deal flow“, also die an Capital Stage gerichteten Beteiligungsangebote, wie auch die weiteren Schritte des Investitionsprozesses erstrecken sich über Unternehmen aus verschiedensten Branchen.

Buchwert der Beteiligungen und Liquiditätsposition (Net Asset Value – NAV)

in Mio. € / nach IFRS



Quelle: Capital Stage

Innerhalb des Beteiligungsportfolios ist Inventux derzeit das einzige **Frühphaseninvestment** („Early Stage“, „Start up“). Mit der Beteiligung an Antec hält Capital Stage einen Kandidaten für ein **IPO auf mittlere Sicht**. Tendenziell sehen wir für die künftige Anlagestrategie ein hohes Gewicht bei profitablen Werten, die Mittel für die **Expansion** benötigen.

Über die ersten neun Monate hat Capital Stage **440 Beteiligungsangebote** erhalten. Hiervon wurden 45 einer Vorprüfung und 8 einer detaillierten Prüfung unterzogen. Die Due Dilligence wurde bei drei Angeboten durchgeführt. Bis Jahresende 2007 geht Capital Stage von insgesamt rund 600 Beteiligungsangeboten aus.

Beteiligungsportfolio Capital Stage

	Einstiegszeitpunkt	aktueller Anteil	Private Equity Phase	Branche und Spezialisierung	Umsatzziel mittelfristig
Inventux	2007, Okt.	39,3%	Early stage Start up	Photovoltaik Dünnschicht a-Si Tandem	60 Mio. €
GBA	2007, Mai	49,1%	Expansion	Umwelt- und Lebensmittel- analysen	> 15 Mio. €
BlueTec	2006, Dez.	10,0%	Expansion	Solarthermie Beschichtung	> 30 Mio. €
ANTEC	2006, Nov.	23,6%	Pre-IPO	Photovoltaik Dünnschicht CdTe	30 Mio. €
Profos	2001, Mai	22,9%	Expansion	Biotechnologie Food + Pharma Lebensmittel- sicherheit	abhängig von Lizenz- und Upfront- Einnahmen

Quelle: Capital Stage

Positionierung auf einem dynamischen Markt

Mit neu eingegangenen Beteiligungen hat sich Capital Stage innerhalb nur weniger Monate aussichtsreich insbesondere für die **Wachstumsmärkte Photovoltaik und Solarthermie** positioniert. Die Bewertungen börsennotierter Titel dieser Sektoren haben ein sehr hohes Niveau erreicht.

Grundsätzlich bestehen bei den **Börsenbewertungen** in den Sektoren der Erneuerbaren Energien Besonderheiten, die auch für die überproportionale Volatilität der Kurse verantwortlich sind:

- Zum einen besteht **Knappheit an Anlagemöglichkeiten**. Der weitere Bedeutungszuwachs Erneuerbarer Energien ist unumstritten. Stromerzeugung wird in zunehmendem Maße unabhängiger werden von der Verwendung fossiler Brennstoffe – ob aus ökologischen Gesichtspunkten, dem Motiv der Versorgungssicherheit, oder aus Imagegründen. Besonders hohe Zuwachsraten werden der Solarthermie zugestanden, sei es für die lokale Nutzung oder in einigen Jahren im Rahmen großer thermischer Kraftwerke. Die Kapitalmittel, die zur Anlage in Erneuerbare Energien und damit zur Beteiligung an unumstrittenen Wachstumschancen bereitgestellt werden, stoßen jedoch auf eine vergleichsweise geringe Zahl börsennotierter Gesellschaften.

- Zum anderen ist auf Investorenmenseite das spezifische Branchen-Know how kaum ausgeprägt. Eine für den Kapitalmarkt ungewöhnlich starke **Informationsasymmetrie** besteht zwischen Akteuren der Energieunternehmen einerseits und der Investorenmenseite andererseits. Die Erfahrungswerte des Kapitalmarktes sind denkbar gering in Relation zur Höhe der zur Verfügung stehenden Anlagemittel.

Das im Investment-Team von Capital Stage gebündelte **Branchen-Know how**, das aus den langjährigen Beteiligungen an ErSol und Conergy herrührt, ist Gewährträger für eine rationale, auf fundierter Abwägung beruhende Anlageentscheidung.

Über die Aktie der Capital Stage ist die **Partizipation an der Entwicklung Erneuerbarer Energien** möglich, ohne die bei börsennotierten Werten teils irrational hohen Aufschläge hinzunehmen. Capital Stage ist beteiligt an Unternehmen mit hohem Potenzial, die noch am **unteren Ende einer Bewertungsspirale** stehen.

Capital Stage setzt auf Dünnschicht-Solarmodule

Hinsichtlich des künftigen Bewertungspotenzials ragt aus unserer Sicht die Beteiligung an **Inventux Technologies** hervor. Den endgültigen Vollzug der Übernahme von 39,3% hat Capital Stage am 26. November 2007 gemeldet. Inventux wird ab 2008 bei Berlin **Dünnschicht-Solarmodule** produzieren, für die wir aufgrund der gewählten mikromorphen **Tandem-technologie** weit überdurchschnittliche Absatzchancen erwarten. Kapazitäten mit einer Gesamtleistung von zunächst 33 MWp werden bei einem durchfinanzierten Investitionsbudget von 49 Mio. € aufgebaut.

Die Technologie wird von **Oerlikon Solar** geliefert. Die Installation für Inventux stellt das Vorzeigeprojekt dieses neben Applied Materials weltweit einzigen Maschinenbauers mit entsprechendem Know how dar. Hochgerechnet auf den Jahreszeitraum soll der Dreischichtbetrieb bereits 2008 hinsichtlich Menge und Qualität einen vermarktbaren Output von **33 MWp** ermöglichen. Das Wirkungsgradpotenzial der Module liegt bei über 10%. Aufbauend auf den mit der 33-MW-Linie gewonnenen Erfahrungen ist mit einem nachfolgenden Schritt die Kapazitätserweiterung auf **100 MWp** vorgesehen.

Inventux ist in der aktuellen Phase zu weiten Teilen durch Fremdkapital sowie Fördermittel finanziert. Mehr als 35% des Investitionsbudgets werden von der öffentlichen Hand finanziert.

Capital Stage hat sich das Recht einräumen lassen, einen Teil der Beteiligung zu syndizieren. Erwogen wird die **Syndizierung** von rund einem Viertel des Inventux-Engagements. Capital Stage veräußert einen Teil des Engagements weiter, wenn ein **strategischer Partner** gefunden wird, der die Entwicklung der Beteiligung durch zusätzliches Know how / Netzwerk unterstützen kann. Die Einnahme steht eindeutig nicht im Vordergrund der Entscheidung, eher ist es der Diversifikationsaspekt. Die Größenordnung des Engagements in Relation zum aktuellen Inventarwert (NAV) von Capital Stage ist vergleichsweise hoch, insbesondere, da es sich bei Inventux um ein Frühphaseninvestment handelt.

Mit **Antec Solar Energy International** besteht eine weitere Beteiligung im Bereich der Dünnschichttechnologie. Im September 2007 hat Capital Stage den Anteil von zuvor 22,9% auf 23,6% ausgebaut.

Neben First Solar ist Antec weltweit alleiniger Solarmodulhersteller, der basierend auf der **Cadmium-Tellurid-Technologie** produziert (ansonsten lediglich „Pilotanlagen“). Antec produziert die CdTe-Dünnschicht-Module in Arnstadt/Thüringen im Dreischichtbetrieb. Die laufende Fertigung mit einer Kapazität von derzeit 10 MWp soll bis 2009 auf insgesamt **25 MWp** ausgebaut werden.

Der Turnaround für Antec Solar wird für das kommende Jahr erwartet. Nach Abschluss der Kapazitätserweiterung auf 25 MWp sehen wir Antec in der Position, für einen zusätzlichen Aufbau der Produktionskapazität den Kapitalmarkt einbinden zu können.

Ein Vergleich: Die mit aktuell über 16,4 Mrd. US-\$ bewertete **First Solar** (Schlusskurs NASDAQ 23. November: 210,13 US-\$) startete im Frühsommer 2007 in Frankfurt/ Oder die Produktion auf vier 30 MWp-Linien; drei weitere 30 MWp-Linien beliefern den deutschen Markt von der amerikanischen Produktionsstätte in Ohio aus. Für Mitte 2009 plant First Solar über zwölf zusätzliche Linien in Malaysia eine Erweiterung auf mindestens 570 MWp.

Dünnschichttechnologie vor Durchbruch

Der weltweite Photovoltaikmarkt ist gekennzeichnet durch hohes Wachstum. Aktuelle Marktprognosen der jährlichen Zuwachsraten liegen zwischen 20 und 40%. Bisher entfallen über 90% des Outputs auf die **kristalline Wafer-Technologie**. Auch weiterhin wird sie die zentrale Stellung in der Photovoltaik halten können. Allerdings weisen zahlreiche Projekte darauf hin, dass der Marktanteil **alternativer Dünnschicht-Technologien** kontinuierlich wachsen und im Laufe der nächsten Jahre die **20%-Marke** anpeilen dürfte.

Auslöser dieses Wachstums sind **deutlich niedrigere Materialkosten**, geringere Prozesskosten (Energie) und neue Einsatzbereiche, in denen niedriges Gewicht, größere Modulfläche oder flexibler Untergrund von Bedeutung sind. Der kleinere Wirkungsgrad (6-11%) von Dünnschicht-Modulen kann bei ausreichend verfügbarer Fläche, wie bei Freilandanlagen oder fassadenintegrierten Lösungen, überkompensiert werden durch die niedrigeren Gestehungskosten. Die Kostenvorteile gegenüber kristalliner Wafer-Technologie könnten einen entscheidenden Vorteil bringen, wenn die weltweite Modul-Nachfrage mit dem laufenden Ausbau der Produktionskapazitäten nicht mithalten kann – wie es sich momentan abzeichnet. Auch eventuelle Absenkungen der Einspeisetarife würden eher der günstigeren Dünnschicht-Technologie zugute kommen. Vor dem Hintergrund langfristiger Klimatrends hin zu heißeren Sommern und nasserem Winter zeigt die Dünnschicht-Technologie sowohl bei hohen Temperaturen als auch bei diffusen Lichtverhältnissen gegenüber kristallinen Modulen **Vorteile in der Leistungsstabilität** sowie im Wirkungsgrad.

Die Dünnschicht-Technologie auf der Basis von **Cadmium-Tellurid** (CdTe) ist technisch etabliert und wird in großem Maßstab vom US-Hersteller First Solar eingesetzt. Durch kompletten Verzicht auf teures Silizium sind CdTe-Module in der Herstellung um 50% günstiger als kristalline Module. Sie weisen auch innerhalb des Dünnschicht-Segments die niedrigsten Produktionskosten auf. CdTe eignet sich physikalisch sehr gut für den Einsatz als Halbleiter und ermöglicht durch seine robusten Eigenschaften einen vergleichsweise einfachen Produktionsprozess. Dabei kann sogar auf Reinraumbedingungen verzichtet werden. Die beiden Ausgangselemente fallen in der Zink- und Kupferverhüttung als Nebenprodukte an und stehen in großen Mengen zur Verfügung.

Entwicklungsanstrengungen in den verschiedenen Dünnschichttechnologien erfahren derzeit eine äußerst dynamische Steigerung. Neben der etablierten CdTe-Technologie werden bereits Module auf Basis amorphen Siliziums (a-Si) hergestellt, die jedoch einen geringeren Wirkungsgrad besitzen. Eine Weiterentwicklung im Bereich a-Si stellt die **neue Generation der mikromorphen Tandemzelle** dar, in der eine amorphe und eine mikrokristalline Schicht eine höhere Ausbeute des Lichtspektrums bewirken.

Über das notwendige Know how im Maschinenbau verfügen weltweit lediglich Oerlikon Solar (Schweiz) und Applied Materials. Es entstammt weitgehend den Kenntnissen aus der Flachbildschirm-Industrie. Während für die Technologiebeherrschung regelmäßig Prozess-Know how entscheidet, ist bei der Tandem-Technologie das Maschinen-Know how ausschlaggebend.

Das Engagement von Inventux trifft aktuell genau die Bestrebungen der gesamten Branche. Weil die mikromorphe Tandemzelle im Vergleich zu anderen Dünnschichttechnologien einen hohen Wirkungsgrad bei relativ niedrigen Herstellungskosten erzielt, gilt sie derzeit als das „**Maß der Dinge**“. Dass diese Technologie „state of the art“ ist, wird durch den aktuellen Strategiewechsel von ersol Solar Energy dokumentiert. Ersol stellt den zunächst angeschobenen Ausbau der amorphen Basis-Technologie zugunsten des Produktionsaufbaus für mikromorphe Tandemzellen zurück.

Parallel zur Partnerschaft von Oerlikon und Inventux hat der Wettbewerber Applied Materials mit der Sunfilm AG (Sitz im sächsischen Großröhrsdorf), einem Gemeinschaftsunternehmen von Good Energies (Niederlande) und Norsun (Norwegen), ein Projekt zur Herstellung von Tandemzellen gestartet. Trotz eines früheren Baubeginns der Produktionsstätten dürfte Sunfilm hinsichtlich der Aufnahme der Serienproduktion zeitlich keinen Vorteil gegenüber Inventux haben.

Aufgrund des Engpasses auf Seiten der **Maschinenbaukapazität** sind im Bereich der a-Si Tandemzellen vor 2009 keine erwähnenswerten Output-Mengen zu erwarten – Inventux könnte tatsächlich zum Pionier dieser Technologie werden.

Die Bemühungen einiger Unternehmen, Dünnschicht-Module auf Basis von CIS (Kupfer-Indium-Diselenid) bzw. CIGS (Kupfer-Indium-Gallium-Diselenid) zu entwickeln, stehen erst am Anfang der Serienproduktion und leiden noch an zu hohen Kosten. In der Frühphase der Entwicklung befindet sich zudem eine Drucktechnik mit nanostrukturierter Halbleitertinte.

Generalstabsmäßig zum europäischen Marktführer: BlueTec

Das Engagement bei Photovoltaik wird ergänzt durch die Beteiligung in **BlueTec**, dem **europäischen Marktführer** für selektiv beschichtete Kupferbänder von Solarwärmeanlagen (Solarthermie). BlueTec produziert **Absorberbänder für Flach- und für Röhrenkollektoren**. Alternativ zur Beschichtung mit Kupfer ist die Verwendung von Aluminium möglich.

Erst Mitte 2005 gegründet, wurde die Ausweitung des Unternehmens „generalstabsmäßig“ durchgeführt; BlueTec erreichte bereits im ersten Jahr einen zweistelligen Millionenumsatz. Abnehmer sind Systemunternehmen für Heiztechnik oder für Erneuerbare Energien, wie Buderus, Viessmann, Schüco oder auch wie Conergy, sowie Kollektorenhersteller wie GREEN oneTec (Velux) und Isophoton.

Die Beteiligung von Capital Stage mit einem Anteil von 10% kam im Dezember 2006 zustande. **BlueTec expandiert** und plant auf mittlere Sicht, die bisherige Kapazität um eine zweite Beschichtungsanlage zu erweitern. Perspektivisch ist eine dritte Beschichtungsanlage im Ausland geplant.

Mittelfristig besteht mit einer möglichen Börsennotierung eine Exit-Option. Des Weiteren stellt BlueTec eine potenzielle Ergänzung für die vertikale Integration von Kupfer- oder Aluminiumproduzenten dar.

Umwelt- und Lebensmitteltechnologie im Beteiligungsportfolio

Einen günstigen Einstiegsmoment hat Capital Stage bei **GBA Gesellschaft für Bioanalytik**, Hamburg genutzt. GBA ist ein Analytikunternehmen für Umwelt und Lebensmittel, das eine Buy-and-build-Strategie verfolgt und aktiv an der **Konsolidierung des Marktsegments** teilnimmt.

Der deutsche Markt der Umwelt- und der Lebensmittelanalyse ist noch sehr stark zersplittert. In der Branche lassen sich in hohem Maße **Skalenerträge** erzielen. Die Gerätschaften für Bioanalyse sind in der Beschaffung sehr teuer. Um Analysekapazitäten auszulasten, die jeweils für Spezialbereiche konstruiert sind, bilden sich Kompetenzzentren heraus. Übliche Lösung, bei der jedoch Marge eingebüßt wird, ist die Fremdvergabe akquirierter Analyseaufträge an anders spezialisierte Labore.

Die Beteiligung kam Ende Mai zustande, als GBA die Akquisition von K&W zu stemmen hatte (K&W: Dr. Kaiser & Dr. Woltmann GmbH, Hamburg). K&W selbst ist ähnlich groß wie GBA. Mit Übernahme von K&W ist GBA in Norddeutschland Marktführer bei Umweltanalytik, deutschlandweit dürfte GBA zu den Top-10 zählen. Größtes Vergleichsunternehmen ist Eurofins Scientific S.A.

Die Umsetzung der Wachstumsstrategie ist kaum mit Marktrisiken verbunden, die aus einer Umkehr von Nachfragetrends resultieren könnten. Im Gegenteil: Der Bedarf nach Expertise in Umwelt- und Lebensmitteltechnologie wächst stetig. **Gesetzgeber machen Druck** zur Überprüfung von Materialien und Lebensmitteln. Technischer Fortschritt verbessert Methoden für exakten Nachweis, und so werden die Grenzwerte verfeinert und Toleranzen stetig gesenkt. Zeitgleich nimmt das **Problem-bewusstsein in der Bevölkerung** zu. Ursache ist die Verbreitung von Lebensmittel- und Umweltallergien. In einigen europäischen Ländern setzt sich bereits der Trend zur detaillierten Ausweisung von Inhaltsstoffen in Lebensmitteln durch.

Ein mögliches Ausstiegsszenario für Capital Stage ist ein Verkauf der GBA an einen deutschen oder europäischen Branchenführer. GBA bietet ein erstklassiges Entrée in den norddeutschen Markt.

Profos erweitert das Spektrum

Profos mit Sitz im Biotechnologiepark Regensburg entwickelt Technologien, die in der Lebensmittelsicherheit („Food“), der Pharmazieforschung („Pharma“) sowie perspektivisch in therapeutischen Anwendungen zum Tragen kommen sollen.

Das Biotechnologie-Unternehmen zählt bereits seit 2001 zum Portfolio von Capital Stage. Der Anteil beträgt 22,9%. Weitere wesentliche Aktionäre, Investoren und zum Teil zugleich Vertriebspartner von Profos sind der dänische Lebensmitteltechnologiekonzern Danisco sowie der finnische Biotechnologiefonds Bio Fund.

Profos hat im Frühjahr 2004 weltweit exklusive Patentrechte erworben, auf deren Basis eine innovative Technologie für **Lebensmittelschnelltests** entwickelt wird. Mit **bioMérieux**, Weltmarktführer für Verfahren der Lebensmittelkontrolle, besteht seit September 2006 ein exklusives Lizenzabkommen im Bereich Lebensmittelsicherheit. Milestonezahlungen beziehen sich bislang auf die technischen Eigenschaften, also noch auf die Produktentwicklung.

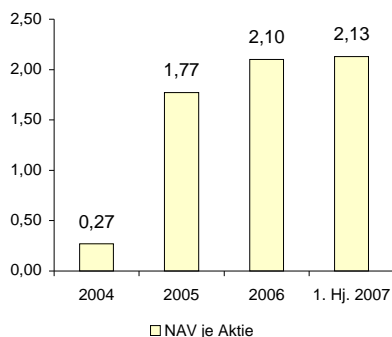
Ab 2009 ist die Einbringung der Profos-Patente in von Mérieux vermarktete Produkte vorgesehen. Somit wird zusätzlich zu den bisherigen Upfront- und Milestonezahlungen auch eine umsatzbezogene Beteiligung generiert. Bis zur Markteinführung durch Mérieux sind zwei der vier häufigsten Bakterienarten (Salmonellen, Listerien, Campylobacter, E.coli O157) über die Technologie von Profos industriell in Schnelltests nachweisbar. Die Nachweiszeit wird auf weniger als acht Stunden reduziert.

Zur Funktionsweise: bakterienfressende **Phagen** (Viren) bzw. deren Bestandteile werden den Lebensmittelproben zugesetzt, wodurch gegebenenfalls vorhandene Bakterien durch Auflösung der Zellwände zerstört werden. Dabei hinterlassen die Abbauprozesse Spuren, die dann als Nachweis für die Verunreinigung mit Bakterien dienen. Mit bestimmten Phagen wird jeweils genau eine Bakterienart nachgewiesen. Diese hochspezifische Wirkungsweise der Phagen dient somit als zuverlässiger Nachweis vorhandener und dabei eindeutig zu benennender Bakterien.

Das Anwendungsspektrum der Technologie findet eine Fortsetzung im Bereich der **Pharmazieforschung**. Dort wird die Technologie zum Nachweis und zur Entfernung von Endotoxinen vermarktet. Endotoxine sind für die Verbreitung zahlreicher Infektionen verantwortliche Zerfallsprodukte der Bakterien, die sich durch Sterilisation nicht beseitigen lassen. In der Pharmaforschung führen erhöhte Endotoxinwerte zu Fehlinterpretationen.

Profos sucht auch den Einstieg in **therapeutische Anwendungsgebiete**. Es wurden Wirkzusammenhänge neu entdeckt, die in der Onkologie eingesetzt werden sollen. Noch steht der Wirkstoff vor der präklinischen Phase. Des Weiteren wird der Ersatz von Antibiotika durch antibakteriell wirkende Bestandteile von Phagen anvisiert. Umgangen wird damit das bei der häufigen Verabreichung von Antibiotika bestehende Problem der Resistenzentwicklung bei Bakterien.

NAV je Aktie
in € / nach IFRS



Quelle: Capital Stage

Finanzdaten und Bewertung

Capital Stage hat für die ersten drei Quartale des laufenden Jahres ein **Nettoergebnis von 11,9 Mio. €** berichtet. Für das Gesamtjahr 2006 hatte Capital Stage ein Ergebnis von 15,8 Mio. €, für 2005 sogar von 25,2 Mio. € ausgewiesen. Diese hervorragenden Werte beruhen insbesondere auf Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Conergy. Das Fortschreiben ist nicht möglich. Mehrere Ansatzmöglichkeiten zur Veräußerung von Anteilen stimmen uns jedoch auch für die künftige Ergebnisentwicklung zuversichtlich.

In unserer Darstellung haben wir davon abgesehen, Umsatz- und Ergebnisdaten der Beteiligungen oder die jeweiligen Erwerbspreise zu benennen. Einer höheren Transparenz steht entgegen, dass die operativ tätigen Unternehmen durch eine Offenlegung negative Auswirkungen für ihre Handlungsspielräume befürchten.

Buchwerte der Beteiligungen sowie die Liquiditätsposition addieren sich gemäß unserer Ermittlung auf 53 Mio. € (Net Asset Value). Seit der letzten Darstellung der Anlageposition im Halbjahresbericht hat sich Capital Stage von einem restlichen Anteil an Conergy getrennt. Dieser angenommene Buchwert entspricht rund 80% der aktuellen Marktkapitalisierung.

Die zu **aktuellen Marktverhältnissen hypothetisch erzielbare Bewertung der Aktiva** dagegen liegt nach unserer Einschätzung bei mindestens **88 Mio. €**.

Dazu folgende Anhaltspunkte:

- Inventux wird bei einem Output von 33 MWp ab Ende 2008 voraussichtlich in der Lage sein, jährliche Umsätze von 60 bis 65 Mio. € zu erzielen. Als Mindestwert für die EBITDA-Marge setzen wir 25% an. Für 2009e kann ein Bewertungsansatz mit einem EV-EBITDA-Multiplikator von 7 als angemessen gelten. Insbesondere der geplante Ausbau auf 100 MWp, für dessen Umsetzung das Engagement von Oerlikon ein starkes Argument liefert, lässt diesen Ansatz im Vergleich zu den aktuellen Bewertungen einiger börsennotierter Titel als zurückhaltend erscheinen. Zu berücksichtigen ist, dass die Investitionen von 49 Mio. € zu 35% oder mehr von der öffentlichen Hand gefördert werden und ein großer Teil der Finanzierung über Fremdkapital erfolgt.
- Die GBA ist ein profitables Wachstumsunternehmen mit einer mittelfristigen Umsatzgrößenordnung von über 15 Mio. €. Das Vergleichsunternehmen Eurofins erzielt aktuell eine EBITDA-Marge von 12% bis 13%. Diese als eher schwache Margen bezeichneten Werte führt Eurofins auf die aktuelle Ausweitung des Konzernüberbaus zurück. Der Ansatz einer EBITDA-Marge von 15% für GBA halten wir für zurückhaltend. Einen EV-EBITDA-Multiplikator für das noch schuldenfreie Unternehmen von 8 bis 9 dürfte angemessen sein.
- Für BlueTec (Capital Stage-Anteil: 10%) gehen wir bei einer Umsatzgrößenordnung bei 30 Mio. €, die derzeit mittelfristig anvisiert wird, von einer EBITDA-Marge um die 15% aus. Auch hier setzen wir indikativ einen EV-EBITDA-Multiplikator von 7 an, der bei einer vergleichbaren börsennotierten Gesellschaft deutlich übertroffen werden sollte. BlueTec dürfte allenfalls geringe Finanzverbindlichkeiten aufweisen.

- Bei einer Kapazität von 25 MWp wird sich Antec einer Umsatzgröße von 30 Mio. € nähern. Für 2008 erwarten wir den Turnaround beim operativen Ergebnis. In unsere Bewertung ist die Annahme einer EBITDA-Marge deutlich unterhalb von 20% eingeflossen. Aufgrund der Historie des Unternehmens sehen wir hinsichtlich der Ergebnisqualität zunächst höhere Risiken als bei Inventux. Für Antec sollte ein EV-EBITDA-Multiplikator von 7 belastbar sein, auch wenn die Bewertungen börsennotierter Vergleichsunternehmen unter einem schwächeren Sentiment leiden sollten.

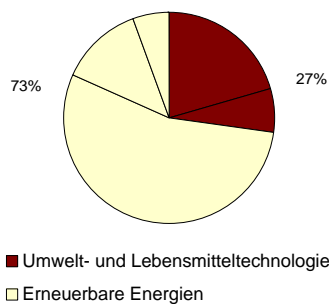
Anlagebeurteilung

Den Versuch, die Bewertung von Capital Stage finanzmathematisch exakt zu erfassen, halten wir nicht für zielführend. Eine Komponente der Werthaltigkeit ist abhängig von der Entwicklung der einzelnen Unternehmen und insofern prognostizierbar. Kaum überprüfbar dürfte jede Hypothese über die Bewertungsmaßstäbe sein, die im Falle eines Börsengangs oder einer anderweitigen Veräußerung angesetzt würden.

Derzeit entsprechen allein die Buchwerte der Beteiligungen sowie die Liquiditätsposition rund 80% der aktuellen Marktkapitalisierung. Rechnerisch impliziert dies immerhin, dass der angemessene Wert der Beteiligungen beim Doppelten ihres Bilanzansatzes läge. Insbesondere bei Inventux erscheint uns wahrscheinlich, dass eine künftige Marktbeurteilung den zum Einstiegszeitpunkt im Oktober 2007 angesetzten Unternehmenswert um ein Vielfaches übersteigt.

Wir sehen in Capital Stage augenblicklich an erster Stelle einen Titel, der die **Partizipation an der Entwicklung Erneuerbarer Energien** möglich macht, ohne die bei börsennotierten Werten teils irrational hohen Aufschläge hinnehmen zu müssen. Dieses Fazit mag die Perspektive des Unternehmens sehr verkürzend umreißen. Es hebt jedoch die besondere Bedeutung der Chancen hervor, die wir mit dem gebündelten **Branchen-Know how** des Investment-Teams von Capital Stage verbinden.

Aktuelles Beteiligungsportfolio
Geschätzte Potenzialbewertungen
nach Sektoreuzuordnung



Quelle: SRH AlsterResearch

Disclaimer: Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch SRH AlsterResearch zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 26.11.2007):

Zwischen der Capital Stage AG und SRH AlsterResearch bestehen vertragliche Beziehungen hinsichtlich der Erstellung von Research-Dokumenten.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 26.11.2007):

Die vorliegende Finanzanalyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht worden.

Die **Aktualisierung der vorliegenden Publikation** erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von SRH AlsterResearch kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der SRH AlsterResearch AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

- | | |
|-----------|---|
| Kaufen | Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate. |
| Verkaufen | Nach Auffassung des Analysten der SRH AlsterResearch AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate. |

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Historie Anlageurteile zur Capital Stage AG:

– Ersteinschätzung –