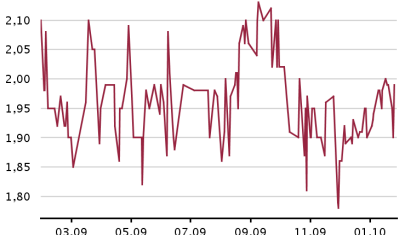


Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 2,45 (alt: 2,20)

Kurs EUR 1,99
Bloomberg CAP GR
Reuters HWAG
Branche Beteiligungsgesellschaft

Private Equity Gesellschaft mit Fokus auf Erneuerbare Energien/Umwelttechnologie, wichtigste Beteiligungen: sechs Solarparks und 30% am Solarzellenproduzenten Inventur



Aktien Daten: 10.02.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 50,2 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 145 Mio.
Buchwert: EUR 54,7 Mio.
Aktienanzahl: 25,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 7,7 Tsd.

Aktionäre:
AMCO Service GmbH 29,6 %
Albert Büll VV 27,8 %
Freefloat 20,0 %
Dr. Liedtke VV 11,4 %
LRI Invest S.A. 6,2 %
RTG Bet. GmbH 4,9 %

Termine:
Zahlen 2009 17.04.10
Zahlen Q1 15.05.10
HV 24.06.10
Zahlen Q2 11.08.10

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 12.02.2010
Analyst:
Torsten Klingner +49 (0)40-309537-260
klingner@ses.de

Deutlicher Ausbau des Solarparkgeschäfts

Thema: Capital Stage (CS) hat ein Portfolio aus vier Solarparks in Sachsen-Anhalt mit einer Kapazität von insgesamt 34,4 MWp erworben. Dabei handelt es sich um Freiflächenparks mit etwa 1/3 kristallinen Solarmodulen und 2/3 Dünnschichtmodulen namhafter Hersteller. Die Parks haben zwischen 2007 und 2009 mit der Strom einspeisung begonnen. Nach dem vorausgegangenen Erwerb von zwei Solarparks in 2009 in Bayern mit 5,1 MWp besitzt CS jetzt sechs Parks mit insgesamt 39,5 MWp.

Des Weiteren wurden 100% des Solarparkbetreibers Klaron Solar Service GmbH erworben, welche die vier übernommenen Solarparks bereits seit der Fertigstellung betreut.

Attraktive Rendite: Bei einem angenommenen Preis von EUR 3,50 je Watt (SESe) dürfte das Investitionsvolumen für die vier Parks bei etwa EUR 120 Mio. liegen. Bei einem Fremdfinanzierungsanteil von ca. 90% und einschließlich einer Kapitaldienstrücklage dürfte CS ca. EUR 17 Mio. an Eigenmitteln eingesetzt haben.

Über die Gesamtlaufzeit wird beim Solarparkgeschäft mit einer Eigenkapitalrendite von ca. 15% gerechnet. Hervorzuheben ist dabei die hohe Visibilität der Ergebnisse aufgrund der für 20 Jahre garantierten Einspeisevergütung und der langfristigen Finanzierung.

Bewertung Solarparks: Das stark erweiterte Solarparkgeschäft wird mit einem DCF-Modell bewertet. Die Umsätze aus dem Stromverkauf dürften auf Basis der 39,5 MWp bei etwa EUR 13,5 Mio. p.a. liegen. Die EBIT-Marge wird wie bei Solarparks üblich mit 45% angenommen. Auf Basis eines DCF-Modells ergibt sich für die sechs Parks ein Eigenkapitalwert von EUR 30 Mio. (SESe).

Mit jährlichen Umsätzen aus der Strom einspeisung von EUR 13,5 Mio. hat CS in kurzer Zeit eine kritische Größe ihres Solarparkportfolios erreicht. Dabei wurde ein Großteil der Barmittel i.H.v. EUR 35 Mio. im Vergleich zu den geringen Geldmarktzinsen mit einer deutlich höheren und zugleich nachhaltigen Rendite investiert.

Auf dieser Basis kann CS selbst ohne Ergebnisbeiträge aus dem Beteiligungsgeschäft bereits etwa 50% der jährlichen Fixkosten von ca. 2 Mio. decken. Des Weiteren ist der beabsichtigte Ausbau des Betriebs von PV-Parks für Dritte über die neue Solar Service Tochter vor dem Hintergrund des stark wachsenden Marktes vielversprechend.

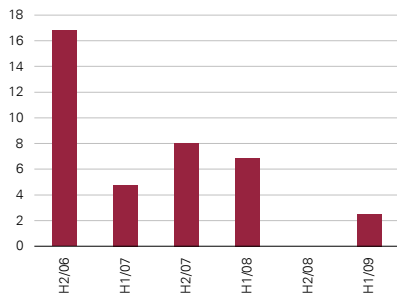
Einschließlich der neuen Solarparks erhöht sich der Wert des Beteiligungsportfolios von EUR 25 Mio. auf EUR 157 Mio. (SES 2010e). Da CS mit dem Erwerb der Solarparks Wert schaffend investiert haben sollte, erhöht sich der überarbeitete NAV auf EUR 2,45 je Aktie (alt: EUR 2,22).

Auf Basis des NAV wird das Kursziel von EUR 2,20 auf EUR 2,45 erhöht. Das Rating lautet unverändert Kaufen.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	29,0	16,8	12,8	6,9	2,6	14,0	14,1
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	219,1 %	-42,0 %	-23,8 %	-46,2 %	-62,3 %	439,8 %	0,1 %
Rohertrag	29,0	16,8	12,8	6,9	2,6	14,0	14,1
<i>Rohertragsmarge</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EBITDA	25,2	15,4	10,2	3,7	0,1	10,8	10,7
<i>EBITDA-Marge</i>	87,0 %	91,4 %	79,5 %	53,6 %	3,8 %	77,2 %	75,8 %
EBIT	24,8	15,3	5,7	3,7	0,0	4,5	4,3
<i>EBIT-Marge</i>	85,5 %	91,2 %	44,7 %	53,6 %	0,0 %	32,0 %	30,6 %
Jahresüberschuss	25,2	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,6	-0,6
EPS	1,00	0,63	0,28	0,22	0,02	-0,02	-0,02
Free Cash Flow je Aktie	0,00	-0,04	-0,06	0,00	-0,07	0,23	0,23
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,5	0,9	1,1	2,1	10,1	10,3	9,9
EV/EBITDA	0,6	0,9	1,4	3,9	262,9	13,4	13,1
EV/EBIT	0,6	0,9	2,5	3,9	n.m.	32,3	32,3
KGV	2,0	3,2	7,1	9,0	99,5	n.m.	n.m.
ROCE	95,9 %	31,6 %	11,0 %	6,9 %	0,0 %	3,9 %	2,6 %
Adj. Free Cash Flow Yield	174,6 %	106,2 %	70,7 %	25,5 %	0,4 %	7,5 %	7,6 %

Entwicklung Erträge

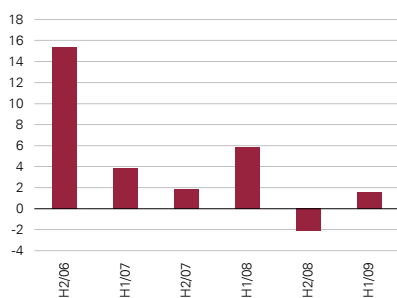
in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

Entwicklung EBIT

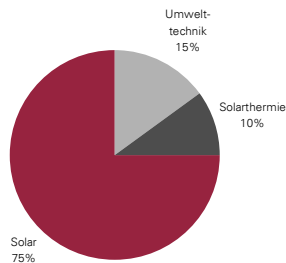
in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

Portfolio nach Branchen

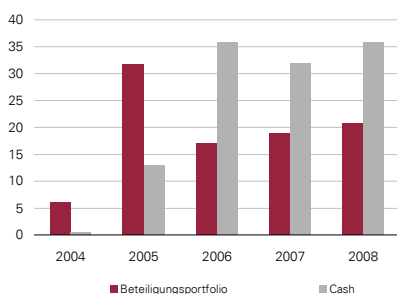
2009e



SES Research

Beteiligungsportfolio und Cash

in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

Unternehmenshintergrund

Als börsennotierte Private-Equity-Gesellschaft investiert Capital Stage (CS) in wachstumsstarke Unternehmen mit Schwerpunkt auf Umwelttechnologien. Dabei liegt der Fokus auf späteren Lebenszyklusphasen wie Expansionsfinanzierungen und Management Buy Outs. Das Investitionsvolumen liegt i.d.R. im einstelligen Millionenbereich.

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.

Wettbewerbsqualität

Im Wettbewerb differenziert sich CS insbesondere durch die folgenden Punkte:

- klare Investitionsstrategie mit **Kernkompetenz im Bereich der Umwelttechnologien/Erneuerbaren Energien**,
- erfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk
- aussichtsreiches **Beteiligungsportfolio**: CS ist derzeit an drei Unternehmen und **sechs Solarparks mit 39,5 MW** Leistung beteiligt.

BlueTec GmbH und Co.KG (10%):

- Entwickelt, produziert und vertreibt hochselektive Absorberbänder, die die Hauptkomponente eines Sonnenkollektors darstellen (Beschichtung von insbesondere Kupferbändern) Marktanteil in Europa ca. 30%
- Eine der modernsten Sputter-Beschichtungsanlagen weltweit (Qualitätsführerschaft)
- Hohes globales Wachstum für Solarthermie

INVENTUX Technologies AG (29,8%):

- Inventux entwickelt und produziert siliziumbasierte mikromorphe Dünnschicht-Solarmodule. Die Produktionslinie hat eine Jahresspitzenleistung von 33 MW.
- Der Wirkungsgrad der Zellen liegt 10% bis 20% über herkömmlichen Siliziumzellen

GBA Gesellschaft für Bioanalytik Hamburg mbH (49,1%):

- Eines der führenden Laborunternehmen (Umwelt- und Lebensmittelanalytik) in Deutschland. Pro Jahr werden über eine Million Analysen bearbeitet.
- Marktwachstum ca. 10%
- Aktive Rolle bei Konsolidierung des stark fragmentierten Marktes

Gewinn- und Verlustrechnung Capital Stage							
in EUR Mio.							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	29,0	16,8	12,8	6,9	2,6	14,0	14,1
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	29,0	16,8	12,8	6,9	2,6	14,0	14,1
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	29,0	16,8	12,8	6,9	2,6	14,0	14,1
Personalaufwendungen	0,3	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,5	0,9	1,8	2,2	1,4	2,0	2,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	25,2	15,4	10,2	3,7	0,1	10,8	10,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,0	4,5	0,0	0,1	6,4	6,4
EBITA	24,8	15,3	5,7	3,7	0,0	4,5	4,3
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	24,8	15,3	5,7	3,7	0,0	4,5	4,3
Zinserträge	0,3	0,4	1,4	2,0	0,7	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	5,3	5,1
Finanzergebnis	0,2	0,5	1,3	2,0	0,6	-5,2	-5,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	25,0	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,7	-0,7
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	25,0	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,7	-0,7
Steuern gesamt	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	25,2	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,6	-0,6
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	25,2	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,6	-0,6
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	25,2	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,6	-0,6

Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Capital Stage							
in % vom Umsatz							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rohertrag	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Personalaufwendungen	1,0 %	3,1 %	6,2 %	14,0 %	42,3 %	8,6 %	9,3 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12,0 %	5,5 %	14,4 %	32,4 %	53,9 %	14,3 %	14,9 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	87,0 %	91,4 %	79,5 %	53,6 %	3,9 %	77,2 %	75,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,5 %	0,2 %	34,8 %	0,0 %	3,9 %	45,2 %	45,2 %
EBITA	85,5 %	91,2 %	44,7 %	53,6 %	0,0 %	32,0 %	30,6 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	85,5 %	91,2 %	44,7 %	53,6 %	0,0 %	32,0 %	30,6 %
Zinserträge	0,9 %	2,6 %	11,0 %	28,4 %	26,9 %	0,7 %	0,7 %
Zinsaufwendungen	0,1 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %	5,6 %	37,5 %	36,1 %
Finanzergebnis	0,8 %	3,0 %	10,5 %	28,4 %	21,3 %	-36,8 %	-35,4 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	86,3 %	94,2 %	55,2 %	82,0 %	21,3 %	-4,8 %	-4,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	86,3 %	94,2 %	55,2 %	82,0 %	21,3 %	-4,8 %	-4,8 %
Steuern gesamt	-0,7 %	0,1 %	0,0 %	0,6 %	0,0 %	-0,5 %	-0,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	87,0 %	94,1 %	55,2 %	81,4 %	21,3 %	-4,4 %	-4,3 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	87,0 %	94,1 %	55,2 %	81,4 %	21,3 %	-4,4 %	-4,3 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	87,0 %	94,1 %	55,2 %	81,4 %	21,3 %	-4,4 %	-4,3 %

Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Capital Stage

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,1	0,0	0,0	9,9	122	115
Finanzanlagen	31,7	17,0	18,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Anlagevermögen	31,7	17,1	18,9	20,8	30,7	142	136
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,6	0,9	0,8	0,6	0,6	7,1	6,6
Liquide Mittel	13,0	35,8	31,8	35,7	31,9	17,1	18,8
Umlaufvermögen	13,6	36,7	32,6	36,3	32,5	24,2	25,4
Bilanzsumme (Aktiva)	45,3	53,8	51,5	57,1	63,2	167	162
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Kapitalrücklage	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Gewinnrücklagen	5,5	13,7	13,7	13,7	14,3	13,6	13,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	10,9	11,5	9,6	15,2	12,7	12,7	12,2
Buchwert	44,1	52,9	51,0	56,6	54,7	54,1	53,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	44,1	52,9	51,0	56,6	54,7	54,1	53,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	112	108
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindlichkeiten	1,2	0,8	0,5	0,5	8,5	113	109
Bilanzsumme (Passiva)	45,3	53,8	51,5	57,1	63,2	167	162

Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Capital Stage

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	15,7 %	73,0 %	71,4 %
Finanzanlagen	69,9 %	31,6 %	36,5 %	36,4 %	32,9 %	12,5 %	12,9 %
Anlagevermögen	70,1 %	31,8 %	36,6 %	36,5 %	48,6 %	85,5 %	84,2 %
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	1,3 %	1,7 %	1,6 %	1,1 %	1,0 %	4,3 %	4,1 %
Liquide Mittel	28,8 %	66,5 %	61,8 %	62,5 %	50,4 %	10,3 %	11,7 %
Umlaufvermögen	30,0 %	68,2 %	63,4 %	63,6 %	51,4 %	14,5 %	15,8 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	55,6 %	46,8 %	48,9 %	44,1 %	39,9 %	15,1 %	15,6 %
Kapitalrücklage	5,6 %	4,7 %	4,9 %	4,4 %	4,0 %	1,5 %	1,6 %
Gewinnrücklagen	12,2 %	25,5 %	26,6 %	24,0 %	22,6 %	8,2 %	8,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	24,1 %	21,4 %	18,6 %	26,6 %	20,1 %	7,6 %	7,6 %
Buchwert	97,5 %	98,4 %	99,1 %	99,2 %	86,5 %	32,5 %	32,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	97,5 %	98,4 %	99,1 %	99,2 %	86,5 %	32,5 %	32,8 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,7 %	67,2 %	66,9 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,6 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,0 %	1,3 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %	0,2 %	0,3 %
Verbindlichkeiten	2,7 %	1,6 %	0,9 %	0,9 %	13,5 %	67,5 %	67,2 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Capital Stage							
in EUR Mio.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	25,2	15,8	7,1	5,6	0,6	-0,6	-0,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,0	4,5	0,0	0,1	6,4	6,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-26,0	-16,9	-14,8	-5,2	-2,5	0,0	0,0
Cash Flow	-0,3	-1,1	-3,3	0,4	-1,8	5,7	5,7
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	0,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,2	0,2	1,8	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-0,1	-0,9	-1,5	0,1	-1,8	5,7	5,7
CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,0	-118	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-13,2	-6,3	-14,7	3,8	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	30,4	29,9	12,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	17,2	23,6	-2,5	3,7	-10,0	-118	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,6	0,0	0,0	0,0	8,0	104	-4,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-4,6	0,0	0,0	0,0	8,0	104	-4,0
Veränderung liquide Mittel	12,5	22,7	-4,0	3,8	-3,8	-8,3	1,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,0	35,8	31,8	35,7	31,9	23,6	18,8

Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen Capital Stage

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	13,0 %	8,6 %	20,5 %	46,4 %	96,2 %	22,8 %	24,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	9.663.000	5.600.000	2.133.333	984.286	371.429	1.559.504	1.405.643
EBITDA je Mitarbeiter	8.409.333	5.116.667	1.695.833	527.286	14.286	1.203.948	1.065.643
EBIT-Marge	85,5 %	91,2 %	44,7 %	53,6 %	0,0 %	32,0 %	30,6 %
EBITDA / Operating Assets	-12187,4 %	-25583,3 %	67833,3 %	-6710,9 %	1,0 %	8,9 %	9,3 %
ROA	79,4 %	92,5 %	37,7 %	26,9 %	1,8 %	-0,4 %	-0,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	392	259	298	153	0,3	0,1	0,1
Operating Assets Turnover	-140	-280	853	-125	0,3	0,1	0,1
Capital Employed Turnover	0,7	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Kapitalverzinsung							
ROCE	95,9 %	31,6 %	11,0 %	6,9 %	0,0 %	3,9 %	2,6 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	97,6 %	31,6 %	19,6 %	6,9 %	0,2 %	9,5 %	6,5 %
ROE	57,1 %	29,9 %	13,9 %	9,9 %	1,0 %	-1,1 %	-1,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	107,2 %	32,6 %	13,7 %	10,4 %	1,0 %	-1,1 %	-1,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	107,2 %	32,6 %	13,6 %	10,4 %	1,0 %	-1,1 %	-1,1 %
ROIC	56,8 %	29,7 %	13,8 %	9,9 %	0,9 %	-0,4 %	-0,4 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-13,0	-35,8	-31,8	-35,7	-23,9	94,9	89,2
Net Gearing	-29,5 %	-67,6 %	-62,4 %	-63,1 %	-43,6 %	175,6 %	168,4 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	683,4 %	48,3 %	49,0 %
Current ratio	11,3	43,5	70,2	72,6	64,9	48,4	50,9
Acid Test Ratio	11,3	43,5	70,2	72,6	64,9	48,4	50,9
EBITDA / Zinsaufwand	630,7	n.a.	149,6	n.a.	0,7	2,1	2,1
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9	0,9
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,1	-0,9	-1,5	0,1	-1,8	5,7	5,7
Free Cash Flow / Umsatz	-0,4 %	-5,5 %	-11,7 %	1,3 %	-71,0 %	40,9 %	40,9 %
Adj. Free Cash Flow	25,2	15,4	10,2	3,7	0,1	10,8	10,7
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	87,7 %	91,3 %	79,0 %	53,0 %	-1,8 %	40,2 %	40,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-0,4 %	-5,8 %	-21,1 %	1,7 %	-333,7 %	-939,9 %	-953,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,0 %	1,8 %	4,1 %	5,8 %	2,1 %	0,4 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,8 %	n.a.	n.a.	n.a.	1,8 %	8,8 %	4,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	45,7 %	37,7 %	115,2 %	-54,2 %	384,6 %	840,7 %	0,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	2999,3 %	24369,2 %	331,0 %	n.a.	10000,0 %	1858,3 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	2,9 %	-1,2 %	-0,6 %	-0,9 %	-3,8 %	22,4 %	43,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1,1 %	2,3 %	3,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Payables payment period (Tage)	3,6	2,8	0,8	5,3	5,3	5,3	5,3
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/sales	0,5	0,9	1,1	2,1	10,1	10,3	9,9
EV/EBITDA	0,6	0,9	1,4	3,9	262,9	13,4	13,1
EV/EBIT	0,6	0,9	2,5	3,9	n.m.	32,3	32,3
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	155,4	n.m.	25,3	24,2
P/E	2,0	3,2	7,1	9,0	99,5	n.m.	n.m.
P/CF	neg.	neg.	neg.	122,6	neg.	8,7	8,7
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	2,8 %	n.a.	4,0 %	4,1 %

Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

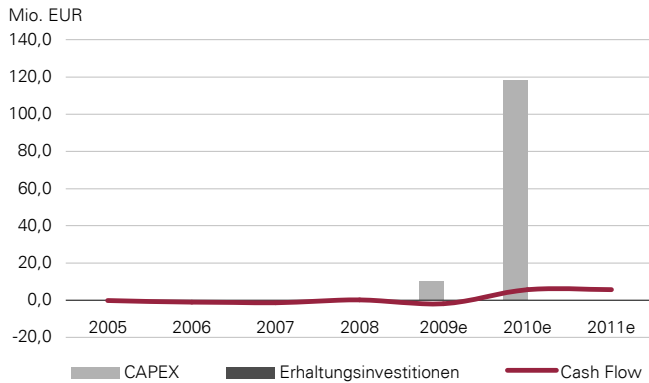
Capital Stage-Portfolio und NAV

in Tsd. EUR

Beteiligungen	Branche	Bet.Quote	NAV			
			NAV 31.12.08	NAV 30.06.09	31.12.09e	31.12.10e
BlueTec	Solarthermie	10,0%				
GBA	Umwelt- und Lebensmittelanalysen	49,1%				
Inventux	mikromorphe Dünnschicht-Solarmodule auf Siliziumbasis	29,8%				
ab 2010: CS Solar Service GmbH	Service und Wartung von Solarkraftwerken	100,0%				
ab 2009: Krumbach Photovoltaik GmbH I/II (2 Solarparks mit 5,1 MW)	Solarparks	100,0%				
ab 01/2010: 4 Solarparks in Sachsen-Anhalt mit insgesamt 34,4 MW	Solarparks	100,0%				
Finanzanlagen			20,8	24,7	32,5	156,6
Liquide Mittel			35,7	33,9	31,9	17,1
Sonstige Aktiva			0,7	0,2	0,6	0,6
Total Aktiva			57,1	58,8	65,0	174,3
Verbindlichkeiten			0,8	0,3	8,5	112,5
Net Asset Value			56,3	58,5	56,5	61,8
NAV pro Aktie			2,24	2,32	2,24	2,45

Quelle: Capital Stage, SES Research

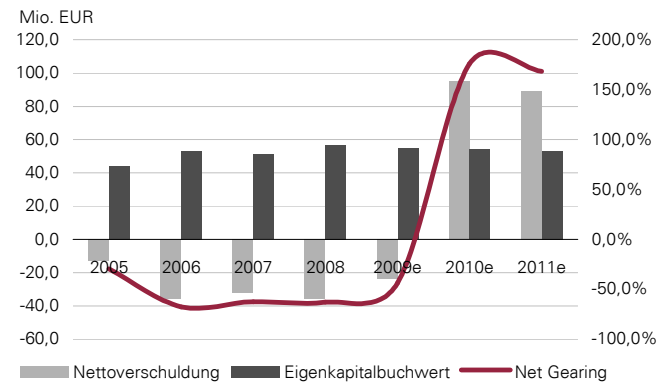
Investitionen und Cash Flow - Capital Stage



Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- CAPEX: Erwerb von 6 Solarparks 2009/10

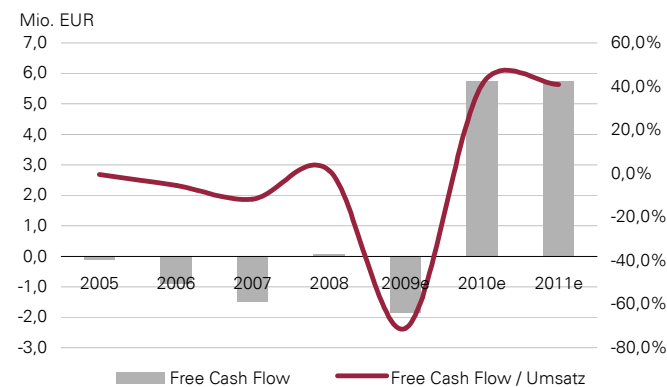
Bilanzqualität - Capital Stage



Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Erwerb der Solarparks führt zu Verschuldung (Leverage ca. 90%)
- Auch nach Erwerb noch hohe Cashposition von ca. EUR 15 Mio.

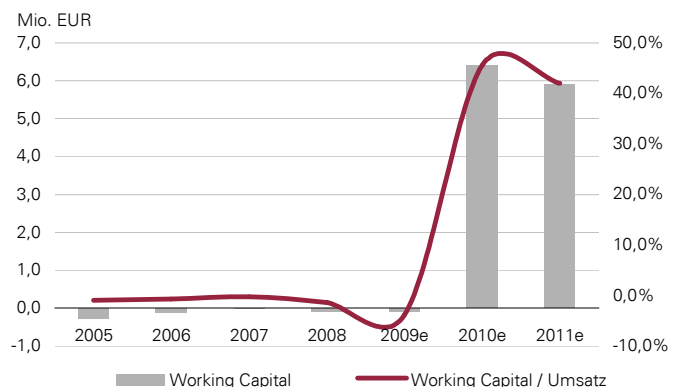
Free Cash Flow Generation - Capital Stage



Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Stromerlöse erhöhen Cash Flow ab 2010 deutlich

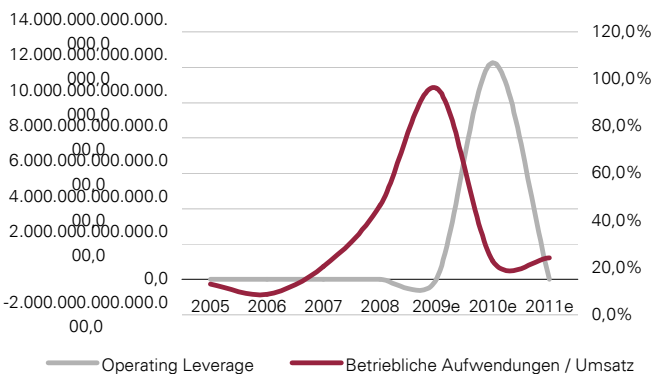
Working Capital - Capital Stage



Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- WC spielt bei den konsolidierten Solarparks keine Rolle

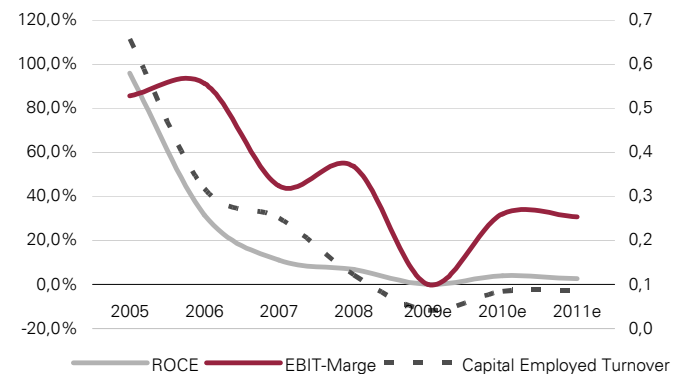
Operating Leverage - Capital Stage



Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Ergebnisbeiträge aus Solarparks decken bedeutenden Teil des Overheads ab 2010

ROCE Entwicklung - Capital Stage



Quellen: Capital Stage (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- ROCE durch kaum planbare Beteiligungsverkäufe nicht aussagekräftig
- EBIT-Marge bei Solarparks ca. 40%

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

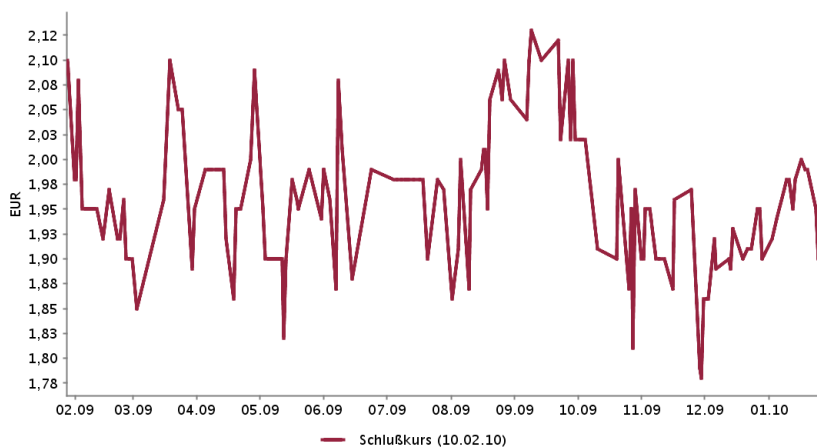
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	55%
Halten	58	29%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	203	

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	82	62%
Halten	35	27%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	11	8%
Gesamt	132	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Capital Stage AG am 12.02.10**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

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