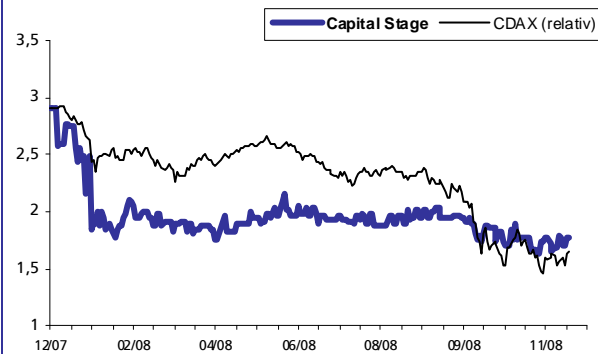


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 2,60**
(alt: Kaufen) mittel

Produktionsstart – wichtiger Meilenstein erreicht

Bloomberg: CAP GY Kurs: EUR 1,78
Reuters: HWAG.DE CDAX: 404,67
ISIN: DE0006095003
Internet: www.capitalstage.com
Segment: General Standard
Branche: Beteiligungsgesellschaften



Kursdaten: Bloomberg 09.12.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 2,94 / EUR 1,62
Marktkapitalisierung: EUR 44,86 Mio.
Aktienzahl: 25,20 Mio.

Aktionäre:

Streubesitz	21,0%
AMCO Service GmbH	29,6%
Albert Büll VV GmbH	27,0%
Dr. Liedtke VV	11,3%
LRI Invest S.A.	6,2%
RTG Bet. GmbH	4,9%

Termine: n.a.

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: **10.12.2008**
Torsten Klingner (Analyst) **+49-(0)40 309537-260**

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales

Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
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
Michael Kriszun +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
Bastian Quast +49-(0)40 3282-2701
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

Sales Assistance

Andrea Carstensen +49-(0)40 3282-2632
Wiebke Müller +49-(0)40 3282-2703

Die Inventux Technologies AG, die bedeutendste Beteiligung von Capital Stage (Beteiligungsquote 30%), hat die industrielle Fertigung von innovativen mikromorphen Dünnschichtmodulen früher als erwartet aufgenommen. Damit wurde in weniger als einem Jahr - seit Bezug des Produktionsstandortes in Berlin - ein wichtiger Meilenstein erreicht. Erst im Juli 2008 hatte der wichtigste Technologiepartner Oerlikon Produktionsmaschinen geliefert.

Inventux ist in Europa das erste Unternehmen, das mikromorphe Dünnschichtmodule in Serie fertigt. Die ersten produzierten mikromorphen Dünnschichtmodule dürften einen Wirkungsgrad von 8-9% aufweisen (2009e 10%). Bei der errichteten Produktionskapazität von 33 MW ist mit einer sukzessiv steigenden Kapazitätsauslastung zu rechnen. Die Finanzierung der geplanten Kapazitätsausweitung dürfte in Anbetracht des Umfelds trotz der überzeugenden Performance erheblich schwieriger werden.

Mit dem Produktionsstart ist das **ehemalige Start-up Inventux in die Wachstumsphase eingetreten**, was den Wert der Beteiligung weiter erhöht hat. Die Voraussetzungen, dass der proof of concept im industriellen Maßstab erbracht wird, sind gut. Das zügige Erreichen einer hohen Kapazitätsauslastung in einem stabilen Produktionsprozess ist hierbei entscheidend. Bei Wettbewerbern im Dünnschichtbereich (First Solar, Energy Conversion Devices) wird das für 2009 erwartete produzierte Watt derzeit an der Börse mit EUR 6 bis >10 bewertet. Unter der Annahme (SES), dass Inventux in 2009 mindestens 10 MW produziert, lässt sich dementsprechend als grobe Indikation ein Unternehmenswert mit Abschlag von EUR 60-90 Mio. ableiten.

Cashposition bietet Chancen: Die **Nettoliiquidität i.H.v. EUR 35 Mio. oder EUR 1,40 je Aktie** ermöglicht Capital Stage fast eine Verdreifachung des derzeitigen Beteiligungsportfolios. Dabei dürfte Capital Stage von den aktuell günstigen Bewertungsniveaus profitieren.

Durch die Fortschritte bei Inventux, dürften sich die stillen Reserven beim Beteiligungsportfolio erhöht haben. Vor dem Hintergrund des attraktiven Portfolios in Kombination mit dem hohen Cashbestand, der den Kurs nach unten absichern sollte, lautet das Rating Kaufen (Basis: NAV).

Geschäftsjahresende: 31.12.	2004	2005	2006	2007
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,78 EUR				
Erträge	9,1	29,0	16,8	12,8
EBITDA	6,6	25,2	15,4	10,2
<i>EBITDA-Marge</i>	72,2%	87,0%	91,4%	79,5%
EBIT	5,5	24,8	15,3	5,8
<i>EBIT-Marge</i>	60,6%	85,5%	91,2%	44,8%
Nettoergebnis	4,5	25,2	15,8	7,1
Ergebnis je Aktie	0,18	1,00	0,63	0,28
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	1,99	0,52	0,85	1,28
EV/EBIT	2,37	0,53	0,85	2,26
KGV	9,89	1,78	2,83	6,36
ROCE	73,1%	95,9%	31,6%	11,1%
Adj. Free Cash Flow Yield	50,3%	193,6%	117,9%	78,4%

Capital Stage-Portfolio und NAV						
	Branche	Bet.Quote	Phase	Einstieg	Buchwert zum 30.06.08	Buchwert zum 30.09.08e
in Tsd. EUR						
Beteiligungen						
BlueTec	Solarthermie	10,0%	Wachstum	Dez 06		
GBA	Umwelt- und Lebensmittelanalysen	49,1%	Wachstum	Mai 07		
Inventux	Dünnschicht- Solarmodule auf Siliziumbasis	30,0%	Wachstum	Okt 07		
Finanzanlagen					21.911	20.811
Liquide Mittel					35.117	35.444
Sonstige Aktiva					1.111	1.111
Total Aktiva					58.139	57.366
Verbindlichkeiten					283	283
Net Asset Value					57.856	57.083
NAV pro Aktie					2,30	2,27
Aktienanzahl 25,2 Mio.						

Quelle: Capital Stage, SES Research

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. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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.