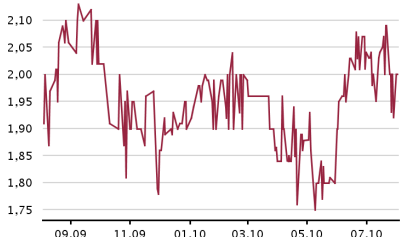


**Kaufen** (alt: Kaufen)

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

**Kurs** EUR 2,00  
**Bloomberg** CAP GR  
**Reuters** HWAG  
**Branche** Beteiligungsgesellschaft

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



Aktien Daten: 17.08.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 55,4 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 153 Mio.  
**Buchwert:** EUR 61,5 Mio.  
**Aktienanzahl:** 27,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 7,3 Tsd.

**Aktionäre:**  
AMCO Service GmbH 27,0 %  
Albert Büll VV 25,2 %  
Freefloat 22,6 %  
Dr. Liedtke VV 10,4 %  
LRI Invest S.A. 6,0 %  
BEV / Dr. Wacker 4,5 %

**Termine:**  
Zahlen Q3 16.11.10

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	14,0	-	14,1	-	14,0	-
<b>EBIT</b>	4,5	24,4	4,3	30,2	4,3	27,9
<b>EPS</b>	-0,02	n.m.	-0,02	n.m.	-0,02	n.m.

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 18.08.2010  
Analyst: Torsten Klingner  
+49 (0)40-309537-260  
klingner@ses.de

## Gute HJ-Zahlen, Kapitalerhöhung sichert weiteres Wachstum

**Thema:** Capital Stage hat am 17.08.10 vorläufige HJ-Zahlen veröffentlicht. Des Weiteren wurde Ende Juli eine Kapitalerhöhung um 10% vollständig platziert.

**HJ-Zahlen:** Aufgrund der Erstkonsolidierung der erworbenen Solarparks unterscheiden sich die Zahlen deutlich von den Vorjahreszahlen. Im H1 wurden Umsätze aus Stromverkäufen von EUR 7 Mio. erzielt. Beteiligungsverkäufe fanden nicht statt. Nach planmäßigen Abschreibungen auf die Solarparks i.H.v. EUR 2,8 Mio. lag das EBIT mit EUR 2,9 Mio. über der Erwartung. Angesichts eines geschätzten Zinsaufwandes von EUR 2,5 Mio. dürfte das Vorsteuerergebnis positiv ausgefallen sein. Damit sollte es Capital Stage mit Hilfe des Solarparkgeschäfts früher als erwartet gelungen sein ohne Beteiligungserträge die Kosten zu decken.

Im Gegensatz zum Vorjahr, in dem der Cash Flow im Konzern mit ca. EUR 0,3 Mio. negativ war, erhöhte sich der operative Cash Flow auf EUR 3,3 Mio. (SESe EUR 2,9 Mio.)

Capital Stage H1/2010	6M/10	6M/10e	6M/09	yoy
Angaben in Mio. EUR				
<b>Umsatz und Erträge aus Beteiligungen</b>	7,0	6,8	2,5	181,1 %
<b>EBITDA</b>	5,7	5,4	1,5	278,6 %
<b>EBIT</b>	2,9	2,4	1,5	93,7 %

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

**Kapitalerhöhung vollzogen:** Im Rahmen der Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht wurden 2,52 Mio. neue Aktien zu einem Preis von EUR 2 je Aktie ausgegeben. Dabei konnte mit Dr. Peter-Alexander Wacker, ehemaliger CEO der Wacker Chemie AG, ein bedeutender neuer Investor gewonnen werden (Anteil 4,5%). Capital Stage sollte von den Erfahrungen und Kontakten des Herrn Wacker insbesondere in der Solarbranche profitieren können. Aus der Kapitalerhöhung fließt dem Unternehmen ein Bruttoemissionserlös von EUR 5 Mio. zu, der vor allem zum weiteren Ausbau des Solarparkgeschäfts genutzt werden soll. Es wird damit gerechnet, dass das Solarparkportfolio in den kommenden Monaten weiter ausgebaut wird. Mit den derzeit sechs Solarparks mit einer Leistung von 39,5 MW hat Capital Stage bereits eine führende Stellung im Betrieb von eigenen Solarparks.

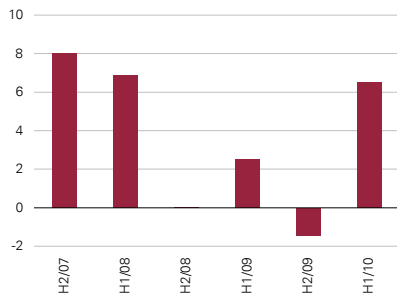
**Modellanpassung:** Angesicht der starken Zahlen werden die Ergebnisprognosen um 25% erhöht. Bewertungserträge, die im Zusammenhang mit dem Solarparkerwerb zum Jahresende zu erwarten sind und künftige Käufe von Solarparks bleiben weiterhin in den Prognosen unberücksichtigt.

**Das Kursziel auf Basis des NAV (SES 2010e EUR 2,43 je Aktie) lautet unverändert EUR 2,45. Die Kaufempfehlung wird bekräftigt.**

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	16,8	12,8	6,9	1,1	14,0	14,1	14,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	-42,0 %	-23,8 %	-46,2 %	-84,8 %	1236,7 %	0,1 %	-0,1 %
<b>Rohhertrag</b>	16,8	12,8	6,9	1,1	14,0	14,1	14,0
<i>Rohhertragsmarge</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
<b>EBITDA</b>	15,4	10,2	3,7	-1,0	11,3	11,3	11,2
<i>EBITDA-Marge</i>	91,4 %	79,5 %	53,6 %	-97,4 %	80,8 %	80,1 %	80,1 %
<b>EBIT</b>	15,3	5,7	3,7	-1,1	5,6	5,6	5,5
<i>EBIT-Marge</i>	91,2 %	44,7 %	53,6 %	-107,0 %	40,2 %	39,5 %	39,5 %
<b>Jahresüberschuss</b>	15,8	7,1	5,6	-0,2	0,4	0,5	0,6
<b>EPS</b>	0,63	0,28	0,22	-0,01	0,02	0,02	0,02
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,04	-0,06	0,00	0,19	-0,13	0,22	0,23
<b>Dividende</b>	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.
<b>EV/Umsatz</b>	1,8	2,3	4,4	28,6	10,9	10,4	10,0
<b>EV/EBITDA</b>	2,0	3,0	8,1	n.m.	13,5	13,0	12,5
<b>EV/EBIT</b>	2,0	5,2	8,1	n.m.	27,2	26,4	25,3
<b>KGV</b>	3,2	7,1	9,1	n.m.	100,0	100,0	100,0
<b>ROCE</b>	31,6 %	11,0 %	6,9 %	-2,0 %	4,9 %	3,2 %	3,3 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	51,1 %	34,0 %	12,3 %	n.a.	7,4 %	7,7 %	8,0 %

## Entwicklung Erträge

in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

## Entwicklung EBIT

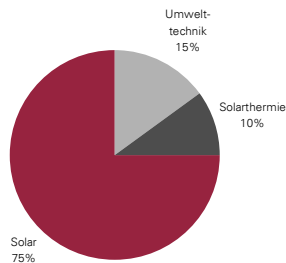
in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

## Portfolio nach Branchen

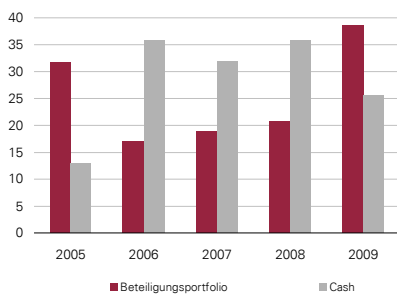
2009



SES Research

## Beteiligungsportfolio und Cash

in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

## Unternehmenshintergrund

Capital Stage (CS) investiert in Unternehmen und Projekte aus dem Cleantech Sektor. Das Wachstum der derzeit drei Unternehmensbeteiligungen wird von dem jeweils überdurchschnittlichen Marktwachstum gestützt. Die Erträge aus den Solarparks sind aufgrund der auf 20 Jahre garantierten Einspeisevergütungen hoch visibel. Dadurch ist CS weitgehend unabhängig von Beteiligungsverkäufen.

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.
- auch ohne Erträge aus Beteiligungsverkäufen positive Cash Flows

### 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 über 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.
- Die Module zeichnen sich gegenüber kristallinen Modulen durch ein besseres Schwachlicht- und Temperaturverhalten aus.

### 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

### Capital Stage Solar Service GmbH (100%):

- Betriebsführung der vier eigenen Solarparks
- Risikoarmes Geschäft mit zweistelligen Ergebnismargen
- Aussichtsreiche Wachstumsperspektive durch die Betreuung weiterer eigener Parks sowie fremder Parks

<b>Gewinn- und Verlustrechnung Capital Stage</b>							
in EUR Mio.							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>16,8</b>	<b>12,8</b>	<b>6,9</b>	<b>1,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,1</b>	<b>14,0</b>
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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>16,8</b>	<b>12,8</b>	<b>6,9</b>	<b>1,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,1</b>	<b>14,0</b>
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rohertrag</b>	<b>16,8</b>	<b>12,8</b>	<b>6,9</b>	<b>1,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,1</b>	<b>14,0</b>
Personalaufwendungen	0,5	0,8	1,0	1,0	1,2	1,3	1,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	1,8	2,2	1,1	1,5	1,5	1,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15,4</b>	<b>10,2</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	4,5	0,0	0,1	5,7	5,7	5,7
<b>EBITA</b>	<b>15,3</b>	<b>5,7</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>15,3</b>	<b>5,7</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
Zinserträge	0,4	1,4	2,0	0,5	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,0	0,0	5,2	5,1	5,0
Finanzergebnis	0,5	1,3	2,0	0,5	-5,1	-5,0	-4,9
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>15,8</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>15,8</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>15,8</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>15,8</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>15,8</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>

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

<b>Gewinn- und Verlustrechnung Capital Stage</b>							
in % vom Umsatz							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
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 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Personalaufwendungen	3,1 %	6,2 %	14,0 %	92,7 %	8,6 %	9,3 %	9,3 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5 %	14,4 %	32,4 %	104,8 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>91,4 %</b>	<b>79,5 %</b>	<b>53,6 %</b>	<b>-97,4 %</b>	<b>80,8 %</b>	<b>80,1 %</b>	<b>80,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2 %	34,8 %	0,0 %	9,5 %	40,6 %	40,6 %	40,6 %
<b>EBITA</b>	<b>91,2 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>53,6 %</b>	<b>-107,0 %</b>	<b>40,2 %</b>	<b>39,5 %</b>	<b>39,5 %</b>
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 %
<b>EBIT</b>	<b>91,2 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>53,6 %</b>	<b>-107,0 %</b>	<b>40,2 %</b>	<b>39,5 %</b>	<b>39,5 %</b>
Zinserträge	2,6 %	11,0 %	28,4 %	49,5 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	37,4 %	36,0 %	35,5 %
Finanzergebnis	3,0 %	10,5 %	28,4 %	49,5 %	-36,7 %	-35,3 %	-34,8 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>94,2 %</b>	<b>55,2 %</b>	<b>82,0 %</b>	<b>-57,4 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,7 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>94,2 %</b>	<b>55,2 %</b>	<b>82,0 %</b>	<b>-57,4 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,7 %</b>
Steuern gesamt	0,1 %	0,0 %	0,6 %	-38,1 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>94,1 %</b>	<b>55,2 %</b>	<b>81,4 %</b>	<b>-19,3 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,3 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>94,1 %</b>	<b>55,2 %</b>	<b>81,4 %</b>	<b>-19,3 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,3 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>94,1 %</b>	<b>55,2 %</b>	<b>81,4 %</b>	<b>-19,3 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,3 %</b>

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

### Bilanz Capital Stage

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2	0,2
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	0,2	0,2	0,2	0,2
Sachanlagen	0,1	0,0	0,0	15,3	128	122	116
Finanzanlagen	17,0	18,8	20,8	23,3	23,3	23,3	23,3
<b>Anlagevermögen</b>	<b>17,1</b>	<b>18,9</b>	<b>20,8</b>	<b>39,0</b>	<b>151</b>	<b>145</b>	<b>140</b>
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	0,9	0,8	0,6	2,4	8,9	8,4	8,4
Liquide Mittel	35,8	31,8	35,7	25,6	16,4	18,6	20,9
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>36,7</b>	<b>32,6</b>	<b>36,3</b>	<b>28,1</b>	<b>25,3</b>	<b>27,0</b>	<b>29,3</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>53,8</b>	<b>51,5</b>	<b>57,1</b>	<b>67,0</b>	<b>176</b>	<b>172</b>	<b>169</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	25,2	25,2	25,2	25,2	27,7	27,7	27,7
Kapitalrücklage	2,5	2,5	2,5	2,5	5,0	5,0	5,0
Gewinnrücklagen	13,7	13,7	13,7	13,7	14,1	14,7	15,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	11,5	9,6	15,2	15,0	14,7	14,2	14,2
Buchwert	52,9	51,0	56,6	56,4	61,5	61,6	62,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>52,9</b>	<b>51,0</b>	<b>56,6</b>	<b>56,4</b>	<b>61,5</b>	<b>61,6</b>	<b>62,2</b>
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	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,2	114	110	106
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,0	0,1	9,8	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,6</b>	<b>115</b>	<b>111</b>	<b>107</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>53,8</b>	<b>51,5</b>	<b>57,1</b>	<b>67,0</b>	<b>176</b>	<b>172</b>	<b>169</b>

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

### Bilanz Capital Stage

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
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 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Sachanlagen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	22,8 %	72,4 %	70,7 %	68,8 %
Finanzanlagen	31,6 %	36,5 %	36,4 %	34,7 %	13,2 %	13,5 %	13,8 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>31,8 %</b>	<b>36,6 %</b>	<b>36,5 %</b>	<b>58,2 %</b>	<b>85,6 %</b>	<b>84,3 %</b>	<b>82,6 %</b>
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	1,7 %	1,6 %	1,1 %	3,6 %	5,1 %	4,9 %	5,0 %
Liquide Mittel	66,5 %	61,8 %	62,5 %	38,2 %	9,3 %	10,8 %	12,4 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>68,2 %</b>	<b>63,4 %</b>	<b>63,6 %</b>	<b>41,9 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>15,7 %</b>	<b>17,4 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	46,8 %	48,9 %	44,1 %	37,6 %	15,7 %	16,1 %	16,4 %
Kapitalrücklage	4,7 %	4,9 %	4,4 %	3,8 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %
Gewinnrücklagen	25,5 %	26,6 %	24,0 %	20,5 %	8,0 %	8,5 %	9,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	21,4 %	18,6 %	26,6 %	22,3 %	8,3 %	8,2 %	8,4 %
Buchwert	98,4 %	99,1 %	99,2 %	84,2 %	34,9 %	35,7 %	36,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>98,4 %</b>	<b>99,1 %</b>	<b>99,2 %</b>	<b>84,2 %</b>	<b>34,9 %</b>	<b>35,7 %</b>	<b>36,8 %</b>
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 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	64,7 %	63,8 %	62,8 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2 %	0,1 %	0,2 %	14,6 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	1,3 %	0,9 %	0,7 %	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1,6 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>65,1 %</b>	<b>64,3 %</b>	<b>63,2 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

## Kapitalflussrechnung Capital Stage

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	15,8	7,1	5,6	-0,2	0,4	0,5	0,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	4,5	0,0	0,1	5,7	5,7	5,7
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	-16,9	-14,8	-5,2	-4,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
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	0,1	9,7	-9,7	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,2	1,8	-0,3	9,7	-9,7	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>4,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-13,3	-118	0,0	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-6,3	-14,7	3,8	-1,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	29,9	12,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>23,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>-15,2</b>	<b>-118</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,2	114	-4,0	-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	5,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>119</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>
Veränderung liquide Mittel	22,7	-4,0	3,8	-10,1	-2,8	2,2	2,3
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>35,8</b>	<b>31,8</b>	<b>35,7</b>	<b>25,6</b>	<b>22,9</b>	<b>18,6</b>	<b>20,9</b>

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

### Kennzahlen Capital Stage

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,6 %	20,5 %	46,4 %	197,4 %	19,2 %	19,9 %	19,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	5.600.000	2.133.333	984.286	210.000	2.807.107	2.342.738	2.341.165
EBITDA je Mitarbeiter	5.116.667	1.695.833	527.286	-204.600	2.267.107	1.876.071	1.874.499
EBIT-Marge	91,2 %	44,7 %	53,6 %	-107,0 %	40,2 %	39,5 %	39,5 %
EBITDA / Operating Assets	-25583,3 %	67833,3 %	-6710,9 %	-18,8 %	8,9 %	9,2 %	9,7 %
ROA	92,5 %	37,7 %	26,9 %	-0,5 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	259	298	153	0,1	0,1	0,1	0,1
Operating Assets Turnover	-280	853	-125	0,2	0,1	0,1	0,1
Capital Employed Turnover	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	31,6 %	11,0 %	6,9 %	-2,0 %	4,9 %	3,2 %	3,3 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	31,6 %	19,6 %	6,9 %	-1,8 %	9,8 %	6,5 %	6,6 %
ROE	29,9 %	13,9 %	9,9 %	-0,4 %	0,7 %	0,9 %	1,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	32,6 %	13,7 %	10,4 %	-0,4 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	32,6 %	13,6 %	10,4 %	-0,4 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %
ROIC	29,7 %	13,8 %	9,9 %	-0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-35,8	-31,8	-35,7	-25,4	97,6	91,4	85,1
Net Gearing	-67,6 %	-62,4 %	-63,1 %	-45,1 %	158,7 %	148,5 %	136,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	28192,5 %	54,0 %	56,0 %	58,6 %
Current ratio	43,5	70,2	72,6	2,7	36,7	39,2	42,5
Acid Test Ratio	43,5	70,2	72,6	2,7	33,9	36,2	39,3
EBITDA / Zinsaufwand	n.a.	149,6	n.a.	n.a.	2,2	2,2	2,3
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1	1,1	1,1
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-0,9	-1,5	0,1	4,9	-3,6	6,2	6,3
Free Cash Flow / Umsatz	-5,5 %	-11,7 %	1,3 %	466,4 %	-25,3 %	44,4 %	44,8 %
Adj. Free Cash Flow	15,4	10,2	3,7	-1,0	11,3	11,3	11,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	91,3 %	79,0 %	53,0 %	-59,3 %	43,1 %	43,7 %	44,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-5,8 %	-21,1 %	1,7 %	-2412,3 %	-804,2 %	1161,9 %	1052,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,8 %	4,1 %	5,8 %	1,7 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	0,0 %	9,2 %	4,5 %	4,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	37,7 %	115,2 %	-54,2 %	1451,4 %	840,7 %	0,0 %	0,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	24369,2 %	331,0 %	n.a.	15240,0 %	2070,2 %	0,0 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-1,2 %	-0,6 %	-0,9 %	-471,4 %	-12,1 %	43,8 %	42,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	2,3 %	3,4 %	0,0 %	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)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Payables payment period (Tage)	2,8	0,8	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/sales	1,8	2,3	4,4	28,6	10,9	10,4	10,0
EV/EBITDA	2,0	3,0	8,1	n.m.	13,5	13,0	12,5
EV/EBIT	2,0	5,2	8,1	n.m.	27,2	26,4	25,3
EV/FCF	n.m.	n.m.	322,8	6,1	n.m.	23,5	22,3
P/E	3,2	7,1	9,1	n.m.	100,0	100,0	100,0
P/CF	neg.	neg.	135,6	neg.	9,0	8,9	8,8
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	1,4 %	n.a.	4,0 %	4,2 %	4,5 %

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

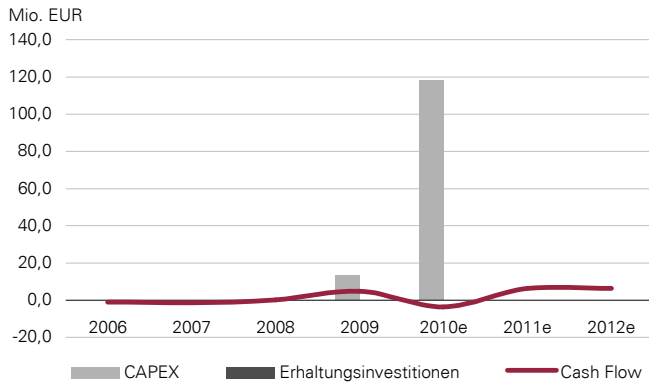
## Capital Stage-Portfolio und NAV

in EUR Mio.

Beteiligungen	Branche	Bet.Quote	NAV 31.12.09	NAV 31.12.10e (Potenzialwert)
BlueTec	Solarthermie	10,0%		
GBA	Umwelt- und Lebensmittelanalysen	49,1%		
Inventux	mikromorphe Dünnschicht-Solarmodule auf Siliziumbasis	29,8%		
<b>ab 2010:</b>				
CS Solar Service GmbH	Service und Wartung von Solarkraftwerken	100,0%		
6 Solarparks mit insgesamt 39,5 MW	Solarparks	100,0%		
Portfolio			38,5	156,6
Liquide Mittel u. Sonstiges			28,1	25,3
Verbindlichkeiten			10,6	114,7
Net Asset Value			55,9	67,2
NAV pro Aktie			2,22	2,43

Quelle: Capital Stage, SES Research

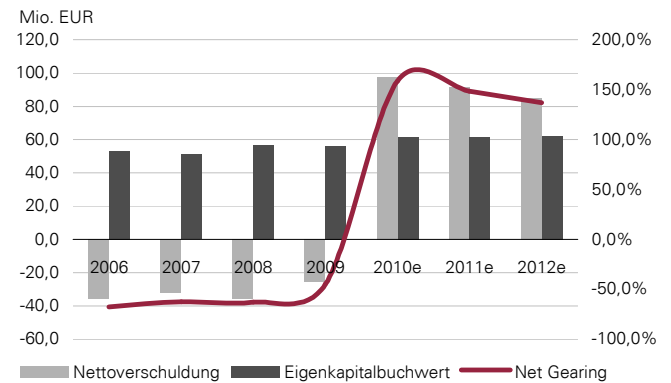
## Investitionen und Cash Flow - Capital Stage



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

- CAPEX: Erwerb von 6 Solarparks 2009/10

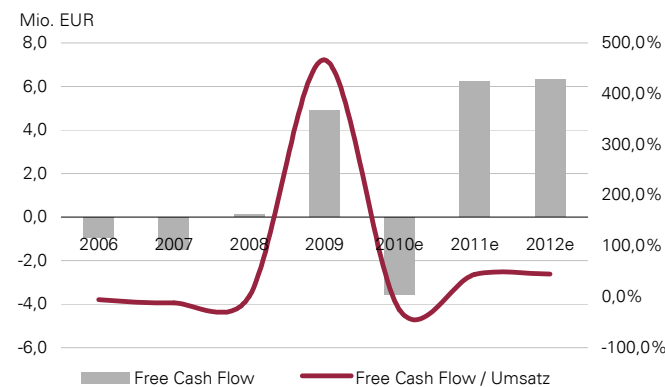
## Bilanzqualität - Capital Stage



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

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

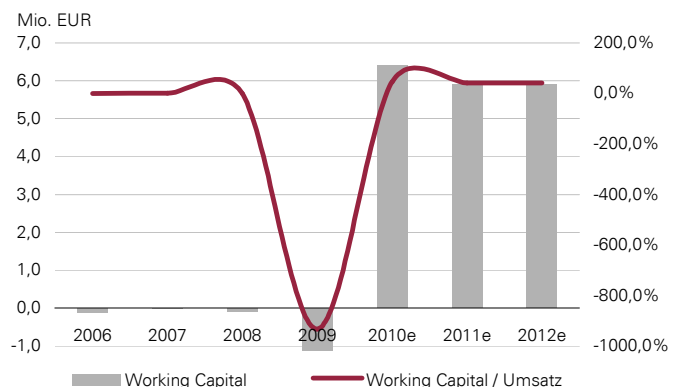
## Free Cash Flow Generation - Capital Stage



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

- Stromerlöse erhöhen Cash Flow ab 2010 deutlich

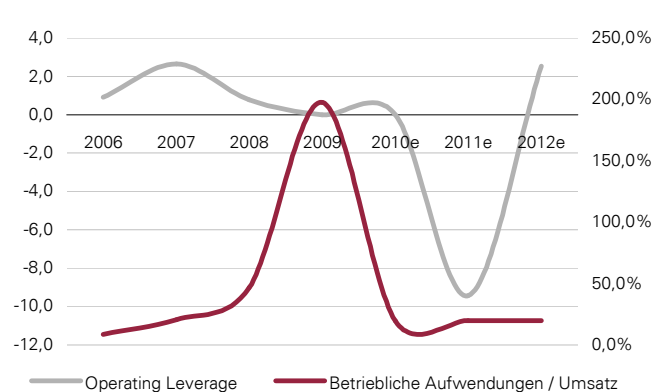
## Working Capital - Capital Stage



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

- WC ist Cashrücklage für Solarparks

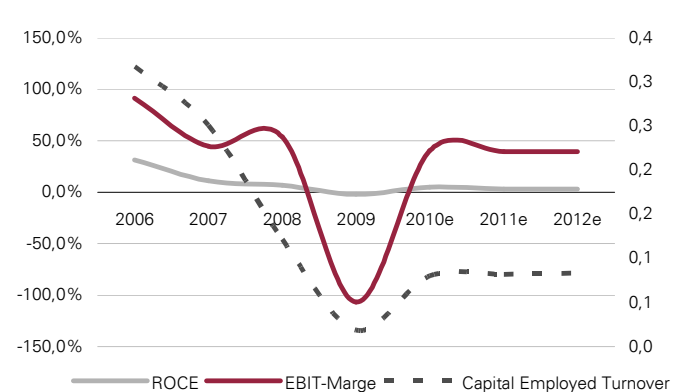
## Operating Leverage - Capital Stage



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 Einspeicherung 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 hält mehr als 5% am Grundkapital des Unternehmens.
- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- Zwischen M.M.Warburg & CO KGaA und diesem Unternehmen besteht eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder hat in den letzten 12 Monaten bestanden aus der eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 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 und danach geändert.

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.

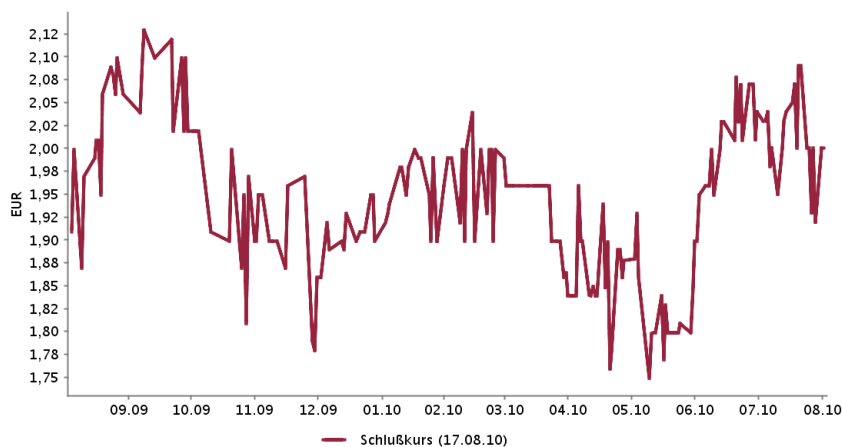
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	122	63%
Halten	49	25%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>193</b>	

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	90	70%
Halten	29	22%
Verkaufen	2	2%
Empf. ausgesetzt	8	6%
<b>Gesamt</b>	<b>129</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Capital Stage AG am 18.08.10**



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

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

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