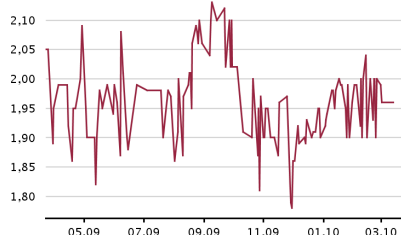


Kaufen (alt: Kaufen)

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

Kurs EUR 1,96
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: 29.03.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 49,4 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 152 Mio.
Buchwert: EUR 56,4 Mio.
Aktienanzahl: 25,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 3,7 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

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	14,0	-	14,1	-	-	0
EBIT	4,5	-	4,3	-	-	0
EPS	-0,02	0	-0,02	0	-0,02	-

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 06.04.2010
 Analyst: Torsten Klingner
 +49 (0)40-309537-260
 klingner@ses.de

Endgültige Zahlen, Solarparks bestimmen 2010

Capital Stage hat am 31.03.2010 endgültige Zahlen veröffentlicht, die den vorläufig berichteten Zahlen entsprechen.

Capital Stage 2009

Angaben in Mio. EUR	2009	2008	yoy
Erträge aus Beteiligungen	1,0	6,9	-84,9%
EBIT	-1,1	3,7	-
Jahresüberschuss	-0,2	5,6	-
EPS	-0,01	0,22	-

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

In 2009 wurden keine Beteiligungen veräußert. Bei den Beteiligungserträgen handelt es sich um Zuschreibungen bei der Beteiligung an der Inventux Technologies AG vor dem Hintergrund des Hochfahrens der Solarmodulproduktion. Im Vorjahr fielen die Beteiligungserträge aufgrund des Teilverkaufs von 9,3% der Inventux deutlich höher aus. Ein weiterer Grund für den Ergebnismrückgang sind die um EUR 1,5 Mio. niedrigeren Zinserträge aufgrund der stark gesunkenen Zinsen für Festgeldanlagen.

Durch den ausgeglichenen Jahresüberschuss blieb der Buchwert zum Vorjahr unverändert bei EUR 2,24 je Aktie. Aufgrund der Konsolidierung der zwei Solarparks Krumbach I und II erhöhte sich die Bilanzsumme von EUR 57 auf EUR 67 Mio. Im 2.HJ 2009 hatte Capital Stage zwei Solarparks mit einer Kapazität von 5,1 MWp in Krumbach (Bayern) erworben. Zudem wurden Anfang 2010 vier Solarparks mit einer Kapazität von 34,4 MWp in Sachsen-Anhalt erworben.

Ausblick: In 2010 sollten die sechs Solarparks Umsätze aus Stromverkäufen von knapp EUR 14 Mio. erzielen. Auf dieser Basis wird in kommenden Jahren mit einem operativen Cash Flow von ca. EUR 8 Mio. p.a. (vor Kreditilung) gerechnet. Mit den jährlich steigenden Ergebnisbeiträgen aus den Solarparks sollte ein erheblicher Teil der Fixkosten von ca. EUR 2 Mio. p.a. gedeckt werden können.

Dealflow: Auch nach den signifikanten Investitionen in die Solarparks stehen Capital Stage derzeit noch EUR ca. 10 Mio. für Investments zur Verfügung. Nachdem Capital Stage 2009 aufgrund des schwierigen Umfelds keine Beteiligungen veräußert hat, sind Beteiligungsverkäufe in 2010 angesichts des deutlich verbesserten Kapitalmarktumfeldes wahrscheinlicher geworden.

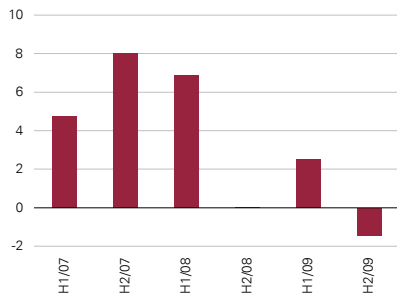
Im Gegensatz zum o.g. Buchwert sind im NAV (SES 2010e) stille Reserven insbesondere bei den Solarparks von EUR 5 Mio. enthalten. Das Rating bleibt Kaufen mit einem Kursziel von EUR 2,45 (Basis NAV).

Geschäftsjahresende:

31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
in EUR Mio							
Umsatz	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 %
Rohertrag	16,8	12,8	6,9	1,1	14,0	14,1	14,0
<i>Rohertragsmarge</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EBITDA	15,4	10,2	3,7	-1,0	10,8	10,7	10,6
<i>EBITDA-Marge</i>	91,4 %	79,5 %	53,6 %	-97,4 %	77,2 %	75,8 %	75,8 %
EBIT	15,3	5,7	3,7	-1,1	4,5	4,3	4,3
<i>EBIT-Marge</i>	91,2 %	44,7 %	53,6 %	-107,0 %	32,0 %	30,6 %	30,6 %
Jahresüberschuss	15,8	7,1	5,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5
EPS	0,63	0,28	0,22	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02
Free Cash Flow je Aktie	-0,04	-0,06	0,00	0,19	-0,16	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	1,4	1,9	3,5	22,8	10,9	10,4	10,0
EV/EBITDA	1,6	2,4	6,5	n.m.	14,1	13,8	13,2
EV/EBIT	1,6	4,2	6,5	n.m.	34,0	34,1	32,8
KGV	3,1	7,0	8,9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
ROCE	31,6 %	11,0 %	6,9 %	-2,0 %	4,0 %	2,6 %	2,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	64,0 %	42,6 %	15,4 %	n.a.	7,1 %	7,3 %	7,6 %

Entwicklung Erträge

in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

Entwicklung EBIT

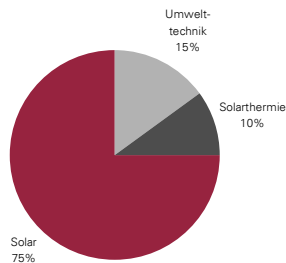
in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

Portfolio nach Branchen

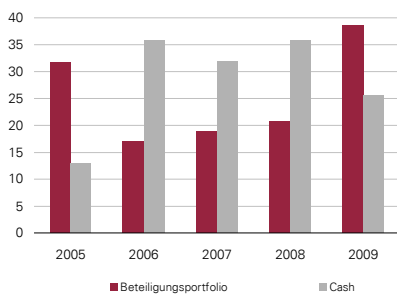
2009



SES Research

Beteiligungsportfolio und Cash

in EUR Mio.



Quelle: Capital Stage

Unternehmenshintergrund

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 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 sechs eigenen Solarparks
- Risikoarmes lukratives Geschäft mit hohen zweistelligen Ergebnismargen
- Aussichtsreiche Wachstumsperspektive durch die Betreuung weiterer eigener Parks sowie von fremden Parks

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

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

Gewinn- und Verlustrechnung Capital Stage							
in % vom Umsatz							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
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	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 %	14,3 %	14,9 %	15,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	91,4 %	79,5 %	53,6 %	-97,4 %	77,2 %	75,8 %	75,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2 %	34,8 %	0,0 %	9,5 %	45,2 %	45,2 %	45,2 %
EBITA	91,2 %	44,7 %	53,6 %	-107,0 %	32,0 %	30,6 %	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	91,2 %	44,7 %	53,6 %	-107,0 %	32,0 %	30,6 %	30,6 %
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 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	94,2 %	55,2 %	82,0 %	-57,4 %	-4,7 %	-4,7 %	-4,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	94,2 %	55,2 %	82,0 %	-57,4 %	-4,7 %	-4,7 %	-4,2 %
Steuern gesamt	0,1 %	0,0 %	0,6 %	-38,1 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,4 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	94,1 %	55,2 %	81,4 %	-19,3 %	-4,2 %	-4,2 %	-3,8 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	94,1 %	55,2 %	81,4 %	-19,3 %	-4,2 %	-4,2 %	-3,8 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	94,1 %	55,2 %	81,4 %	-19,3 %	-4,2 %	-4,2 %	-3,8 %

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

Bilanz Capital Stage

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
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	127	121	114
Finanzanlagen	17,0	18,8	20,8	23,3	23,3	23,3	23,3
Anlagevermögen	17,1	18,9	20,8	39,0	150	144	138
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	11,0	12,7	14,6
Umlaufvermögen	36,7	32,6	36,3	28,1	19,9	21,2	23,0
Bilanzsumme (Aktiva)	53,8	51,5	57,1	67,0	170	165	161
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	13,7	13,7	13,7	13,7	13,1	12,5	12,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	11,5	9,6	15,2	15,0	14,7	14,1	14,2
Buchwert	52,9	51,0	56,6	56,4	55,5	54,3	53,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	52,9	51,0	56,6	56,4	55,5	54,3	53,9
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
Verbindlichkeiten	0,8	0,5	0,5	10,6	115	111	107
Bilanzsumme (Passiva)	53,8	51,5	57,1	67,0	170	165	161

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

Bilanz Capital Stage

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
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 %	74,6 %	73,0 %	71,1 %
Finanzanlagen	31,6 %	36,5 %	36,4 %	34,7 %	13,7 %	14,1 %	14,5 %
Anlagevermögen	31,8 %	36,6 %	36,5 %	58,2 %	88,3 %	87,2 %	85,7 %
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 %	5,3 %	5,1 %	5,3 %
Liquide Mittel	66,5 %	61,8 %	62,5 %	38,2 %	6,5 %	7,7 %	9,1 %
Umlaufvermögen	68,2 %	63,4 %	63,6 %	41,9 %	11,7 %	12,8 %	14,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	46,8 %	48,9 %	44,1 %	37,6 %	14,8 %	15,3 %	15,7 %
Kapitalrücklage	4,7 %	4,9 %	4,4 %	3,8 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %
Gewinnrücklagen	25,5 %	26,6 %	24,0 %	20,5 %	7,7 %	7,6 %	7,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	21,4 %	18,6 %	26,6 %	22,3 %	8,6 %	8,5 %	8,8 %
Buchwert	98,4 %	99,1 %	99,2 %	84,2 %	32,6 %	32,9 %	33,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	98,4 %	99,1 %	99,2 %	84,2 %	32,6 %	32,9 %	33,6 %
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 %	67,0 %	66,6 %	66,0 %
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 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Verbindlichkeiten	1,6 %	0,9 %	0,9 %	15,9 %	67,4 %	67,1 %	66,5 %
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.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	15,8	7,1	5,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	4,5	0,0	0,1	6,4	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	-16,9	-14,8	-5,2	-4,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-1,1	-3,3	0,4	-4,8	5,8	5,8	5,8
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
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-0,9	-1,5	0,1	4,9	-3,9	5,8	5,8
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	23,6	-2,5	3,7	-15,2	-118	0,0	0,0
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	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	0,0	0,0	0,0	0,2	114	-4,0	-4,0
Veränderung liquide Mittel	22,7	-4,0	3,8	-10,1	-8,1	1,8	1,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	35,8	31,8	35,7	25,6	17,5	12,7	14,6

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

Kennzahlen Capital Stage

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,6 %	20,5 %	46,4 %	197,4 %	22,8 %	24,2 %	24,2 %
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	2.167.107	1.776.071	1.774.499
EBIT-Marge	91,2 %	44,7 %	53,6 %	-107,0 %	32,0 %	30,6 %	30,6 %
EBITDA / Operating Assets	-25583,3 %	67833,3 %	-6710,9 %	-18,8 %	8,5 %	8,8 %	9,3 %
ROA	92,5 %	37,7 %	26,9 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,4 %
Kapitaleffizienz							
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
Kapitalverzinsung							
ROCE	31,6 %	11,0 %	6,9 %	-2,0 %	4,0 %	2,6 %	2,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	31,6 %	19,6 %	6,9 %	-1,8 %	9,6 %	6,4 %	6,6 %
ROE	29,9 %	13,9 %	9,9 %	-0,4 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	32,6 %	13,7 %	10,4 %	-0,4 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	32,6 %	13,6 %	10,4 %	-0,4 %	-1,1 %	-1,1 %	-1,0 %
ROIC	29,7 %	13,8 %	9,9 %	-0,4 %	-0,3 %	-0,4 %	-0,3 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-35,8	-31,8	-35,7	-25,4	103	97,3	91,4
Net Gearing	-67,6 %	-62,4 %	-63,1 %	-45,1 %	185,7 %	179,1 %	169,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	28192,5 %	48,7 %	49,4 %	50,8 %
Current ratio	43,5	70,2	72,6	2,7	28,9	30,7	33,3
Acid Test Ratio	43,5	70,2	72,6	2,7	26,7	28,4	30,8
EBITDA / Zinsaufwand	n.a.	149,6	n.a.	n.a.	2,1	2,1	2,1
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9	0,9	0,9
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,9	-1,5	0,1	4,9	-3,9	5,8	5,8
Free Cash Flow / Umsatz	-5,5 %	-11,7 %	1,3 %	466,4 %	-28,1 %	41,0 %	41,5 %
Adj. Free Cash Flow	15,4	10,2	3,7	-1,0	10,8	10,7	10,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	91,3 %	79,0 %	53,0 %	-59,3 %	40,3 %	40,3 %	40,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-5,8 %	-21,1 %	1,7 %	-2412,3 %	665,3 %	-979,5 %	-1106,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,8 %	4,1 %	5,8 %	1,7 %	0,5 %	0,8 %	0,7 %
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 %
Mittelverwendung							
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 %	1858,3 %	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.
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/sales	1,4	1,9	3,5	22,8	10,9	10,4	10,0
EV/EBITDA	1,6	2,4	6,5	n.m.	14,1	13,8	13,2
EV/EBIT	1,6	4,2	6,5	n.m.	34,0	34,1	32,8
EV/FCF	n.m.	n.m.	257,8	4,9	n.m.	25,5	24,2
P/E	3,1	7,0	8,9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/CF	neg.	neg.	120,8	neg.	8,6	8,6	8,5
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	1,7 %	n.a.	3,8 %	3,9 %	4,1 %

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

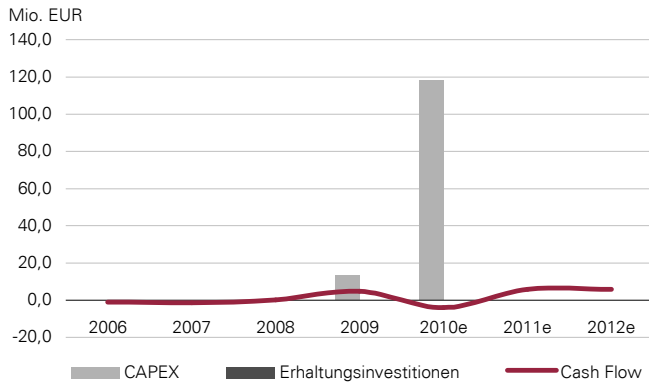
Capital Stage-Portfolio und NAV

in EUR Mio.

Beteiligungen	Branche	Bet.Quote	NAV 31.12.08	NAV 31.12.09
BlueTec	Solarthermie	10,0%		
GBA	Umwelt- und Lebensmittelanalysen	49,1%		
Inventux	mikromorphe Dünnschicht-Solarmodule auf Siliziumbasis	29,8%		
Finanzanlagen			20,8	23,3
Krumbach Photovoltaik GmbH I/II (2 Solarparks mit 5,1 MW)	Solarparks	100,0%	0	15,2
Liquide Mittel			35,7	25,6
Sonstige Aktiva			0,7	2,9
Total Aktiva			57,1	67,0
Verbindlichkeiten			0,8	10,6
Net Asset Value			56,3	56,3
NAV pro Aktie			2,24	2,24

Quelle: Capital Stage, SES Research

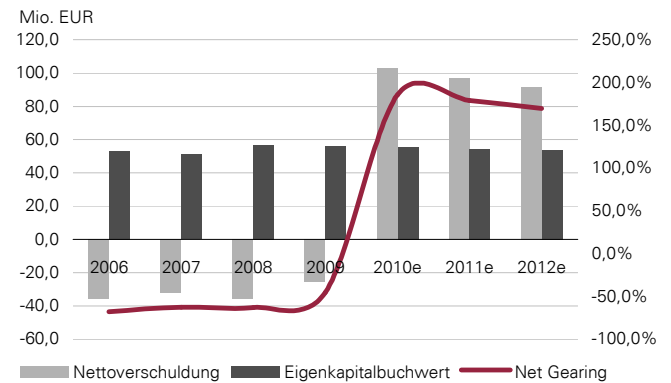
Investitionen und Cash Flow - Capital Stage



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

- CAPEX: Erwerb von 6 Solarparks 2009/10

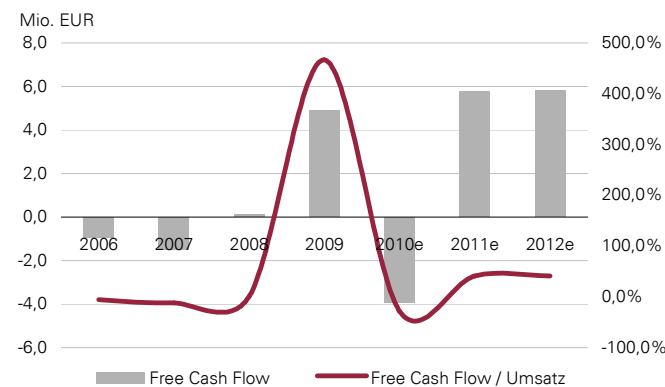
Bilanzqualität - Capital Stage



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.

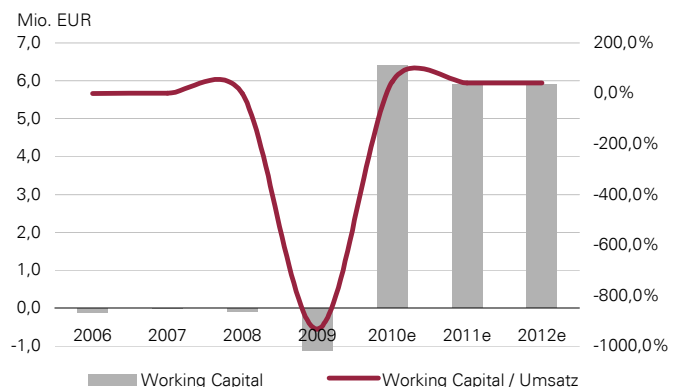
Free Cash Flow Generation - Capital Stage



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

- Stromerlöse erhöhen Cash Flow ab 2010 deutlich

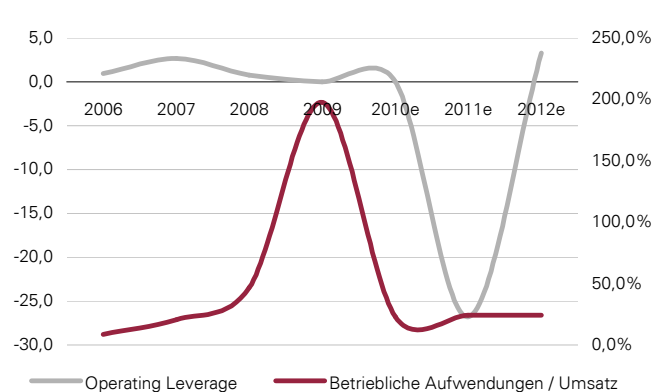
Working Capital - Capital Stage



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

- WC ist Cashrücklage für Solarparks

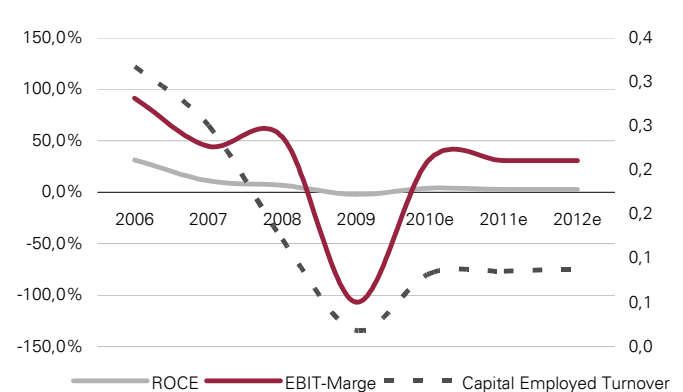
Operating Leverage - Capital Stage



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 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.

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.

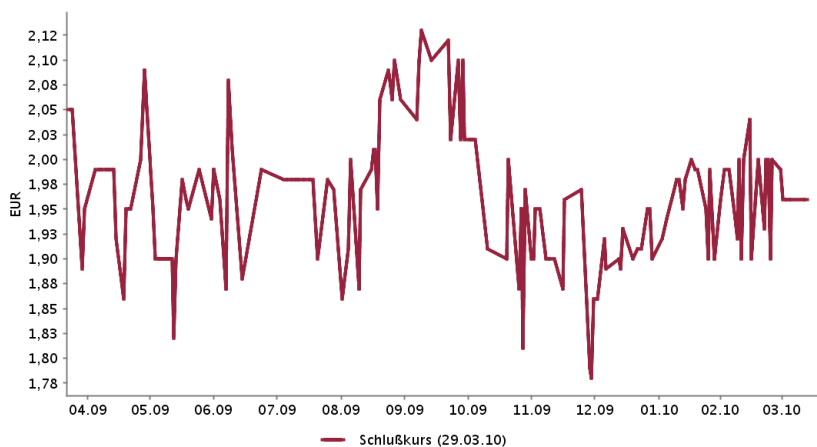
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	56%
Halten	53	27%
Verkaufen	11	6%
Empf. ausgesetzt	23	12%
Gesamt	199	

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	86	64%
Halten	33	24%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	13	10%
Gesamt	135	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Capital Stage AG am 06.04.10**



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