

## Hauptstudie

### Analysten:

Michael Vara, Tel.: 069 / 71 91 838-41, michael.vara@bankm.de  
Daniel Grossjohann, Tel.: 069 / 71 91 838-42 daniel.grossjohann@bankm.de

**Fair Value €5,51**  
**Kaufen**

## Blue Cap, Value Play

Bei einem Kurs von € 3,30 stufen wir die Aktie als einen interessanten Value Play ein. Die auf Sondersituationen fokussierte Blue Cap besitzt werthaltige Beteiligungen mit guten Wachstumsperspektiven. Die Aktie ist in den letzten Monaten ohne einen fundamentalen Grund überdurchschnittlich unter Druck geraten. Infolgedessen notiert der Wert mit einem Abschlag von ca. 67% gegenüber dem von uns ermittelten Net Asset Value (€ 5,51 pro Aktie). Die Bewertungsrisiken sind aufgrund der Beteiligungen an etablierten Nischenplayern als gering einzustufen.

Blue Cap ist ein Beteiligungsunternehmen mit vier mittelständischen Beteiligungen aus den Bereichen Energie/Umwelttechnik, Maschinen- und Anlagenbau sowie Wärme- und Kältetechnik. Der Buchwert der Beteiligungen beträgt € 3,7 Mio., den Marktwert schätzen wir auf € 9,5 Mio.

SMB David profitiert als Hersteller von Anlagen zur Produktion von Dämmplatten vom weltweit zunehmenden Klima- und Energiebewusstsein. Mit einem Weltmarktanteil von über 80% ist das Unternehmen gut positioniert, um an diesem Trend zu partizipieren.

Die Maxxtec AG ist ein Anlagenbauer im Bereich erneuerbare Energien und Wärmetechnik. Das Unternehmen setzt auf dem Trend der stark anziehenden Nachfrage nach dezentralen und CO<sub>2</sub>-neutralen Energielösungen. In seiner stark wachsenden Nische trifft das Unternehmen nur auf wenige Wettbewerber.

Maxxtec und SMB David sind unseres Erachtens die aussichtsreichsten Exit/IPO-Kandidaten im Portfolio der Blue Cap. Beide Unternehmen weisen aufgrund ihres Technologie-Know-hows hohe Markteintrittsbarrieren auf.

Mit einer Eigenkapitalquote von nahezu 99% ist die Blue Cap AG solide finanziert. Für weitere Investitionen stehen liquide Mittel von rund € 1,5 Mio. zur Verfügung.

### Tabelle 01: Key Ratios

Jahr	Umsatz in €Mio.	Nettoerg. in €Mio.	EPS	KGV	NAV in €Mio.	Bet.vol. in €Mio.	ROE in %
06/07	0,01	-0,4	-0,29	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.
07/08e	0,50	0,1	0,05	70,74	11,01	3,66	1,7
08/09e	1,50	1,0	0,48	6,83	11,98	4,93	16,7
09/10e	1,65	1,1	0,54	6,13	13,27	6,33	15,8

Quelle: Unternehmensangaben/BankM

### Finanzkennzahlen 2006/07

Buchwert	
je Aktie in €	1,44
EK-Quote	98,6
EBIT in €Mio.	-0,405
Nettogewinn in €Mio.	-0,432
EBIT-Marge	n.m.
Gewinn-Marge	n.m.
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	2,00
Market Cap.	6,6
Free Float	30%
WKN	A0JM2M
ISIN	DE000A0JM2M1
Bloomberg	B7E GR Equity
Marktsegment	Entry Standard
Rechnungslegung	HGB
Geschäftsjahr	01.07.-30.06



Blue Cap AG (Xetra, schwarz) vs. CDAX (Perf.-Index)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Dieses Dokument wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Unternehmens erstellt, das Gegenstand der Analyse ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Unternehmens. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko.

## Inhalt

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell	4
Historie	5
Beteiligungsportfolio	6
Management	7
Beteiligungsstrategie/ Investmentphilosophie/ Netzwerke	7
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>9</b>
Allgemeine Marktdaten	9
Börsennotierte Wettbewerber	12
Beteiligungen	13
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>21</b>
<b>BEWERTUNG</b>	<b>22</b>
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>26</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>27</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>29</b>

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## Investment Case

Nach dem deutlichen Kursrückgang bietet die Blue Cap AG mit einem wertstabilen Beteiligungsportfolio eine interessante Einstiegsmöglichkeit für Value-Investoren. Unter konservativen Annahmen schätzen wir den NAV pro Aktie auf € 5,51. Gegenwärtig notiert der Wert bei € 3,30.

Am schnellsten würde die Bewertungsdifferenz über die Realisierung von Exits sichtbar. Naheliegend wären IPOs von Beteiligungen etwa im Entry Standard Segment der Deutschen Börse AG. Hierfür kämen kurz- bis mittelfristig zwei der Portfoliounternehmen in Betracht.

Die Nischenplayer SMB David und Maxxtec fügen sich sehr gut ein in den aktuellen Trend von IPOs aus den Sektoren erneuerbare Energien/Energieeffizienz. Beide Unternehmen verfügen über eine starke Marktstellung. SMB David hat einen Weltmarktanteil von 80%. Maxxtec hat ein exzellentes technisches Know-how im Bereich dezentrale und CO<sub>2</sub>-neutrale Energielösungen, die auf der Nutzung von Biomasse basieren. Bei Wärmeübertragungsanlagen im Bereich Energieerzeugung aus Biomasse ist Maxxtec mit einem Marktanteil von 80% Marktführer.

Beide Unternehmen befinden sich auf einem starken Wachstumspfad. Die gegenwärtigen Umsatzschätzungen können mit hoher Wahrscheinlichkeit übertroffen werden. Wir gehen daher von einem positiven Newsflow für die Blue Cap Aktie aus, was ebenfalls zu einer Schließung der Bewertungsdifferenz führen sollte.

Bei den restlichen Beteiligungen H.Schreiner und inheco handelt es sich um etabliert Nischenplayer mit aussichtsreichen Produktportfolien. Wir gehen davon aus, dass Blue Cap diese beiden Unternehmen zunächst weiterentwickeln wird.

Langfristthemen wie die Nachfolgeproblematik, Basel II oder die geringe Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen bieten der Blue Cap auch in der Zukunft eine gut gefüllte Deal-Pipeline. Durch eine aktive Beteiligungsführung und Unterstützung des Managements im kaufmännischen Bereich hebt die Blue Cap Wertpotenziale bei ihren Portfoliounternehmen.

Um die Wachstumsziele umsetzen zu können hat Blue Cap bisher ausschließlich auf den Eigenkapitalmarkt gesetzt. Ein starker Kursrückgang an den Kapitalmärkten würde die Börsen als Exitkanal und Mittel der Refinanzierung ausfallen lassen. Da regelmäßige Einnahmequellen fehlen, ist die Gewinnentwicklung alleine von den Veräußerungserlösen abhängig.

**Den fairen Wert schätzen wir auf €5,51.**

**Zwei Exit-Kandidaten in der Pipeline:**

**SMB David und Maxxtec, beide profitieren von hohen Energiepreisen...**

**...und weisen volle Auftragsbücher aus**

**H.Schreiner und inheco etablierte Nischenplayer**

**Blue Cap profitiert von zunehmender Eigenkapitalfinanzierung im Mittelstand**

**Ergebnisentwicklung und Finanzierung des Wachstums vom Börsenumfeld stark abhängig**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Unternehmensprofil

**Beteiligungsgesellschaft mit Schwerpunkt auf Mittelständler in Spezialsituationen**

Die Blue Cap AG mit Sitz in München ist eine 2006 gegründete Beteiligungsgesellschaft. Schwerpunkt der Investitionstätigkeit liegt auf mittelständischen Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz zwischen € 5 Mio. und 50 Mio., die sich in einer Spezialsituation, z.B. Insolvenz, Nachfolgeproblematik, Sanierungsbedarf, Umstrukturierung, befinden. Die eingegangenen Beteiligungen werden aktiv begleitet, um Wertsteigerungspotenziale zu heben. Gegenwärtig befinden sich vier Beteiligungen im Portfolio (Beteiligungsbuchwert € 3,7 Mio.).

**Free Float von 30%**

Der geographische Fokus der Blue Cap liegt auf dem deutschsprachigen Raum. Um die enge Zusammenarbeit mit den Unternehmen realisieren zu können, werden Beteiligungen vorwiegend auf den süddeutschen Raum begrenzt.

Die Gesellschaft ist seit April 2007 im Entry Standard notiert. Der Free Float beträgt zurzeit ca. 30%. Mehrheitsaktionär der Blue Cap AG mit einem Anteil von ca. 60% ist die Southern Blue Beteiligungsgesellschaft mbH, an der neben anderen Privatinvestoren auch der Blue Cap Vorstand Herr Dr. Schubert beteiligt ist. Die drei Mitglieder des Aufsichtsrats, Herr Dr.-Ing. Hans Seifert, Herr Sebastian Moss und Herr Dr. Thomas Schiller sind am Unternehmen mit Anteilen von weniger als 5% beteiligt.

## Geschäftsmodell

**Entwicklung einer Turnaround-Strategie für Mittelständler in Sondersituationen**

Die Blue Cap AG beteiligt sich an mittelständischen Unternehmen und berät diese aktiv in ihrer Problemsituation. Sie entwickelt eine Turnaround-Strategie um den Wert der einzelnen Unternehmen nachhaltig zu steigern. Die Beteiligungen sollen mittelfristig, ca. 2-5 Jahre gehalten werden. Auch eine Mehrheitsübernahme von Unternehmen in einer kritischen Phase ist eine mögliche Option und wurde bei der H.Schreiner Gruppe (70%) bereits realisiert.

**Schwerpunkt ist die kaufmännische und finanztechnische Optimierung.**

Die Kernkompetenz der Blue Cap liegt im kaufmännischen Bereich. Die Stärke der Mittelständler liegt im technisch, operativen Bereich, während oft finanzielle Ressourcen für weiteres Wachstum fehlen. Hier kann Blue Cap durch finanztechnische Optimierung eine ideale Ergänzung schaffen. Bei den mittelständischen Unternehmen können so ertragssteigernde Potenziale aufgedeckt werden, ohne dabei die unternehmerische Kontinuität aufzugeben. Blue Cap bietet somit eine für Investor und Unternehmer interessante, begleitende Lösung zur Nachfolgeproblematik.

**Schwerpunkt liegt auf „Old Economy“**

In die Unternehmen soll rund € 0,5 bis € 1,0 Mio. investiert werden, was bei Beteiligungsquoten zwischen 15% und 70%, hohes Wertsteigerungspotenzial verspricht. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf Unternehmen der „Old Economy“, wie Maschinen - und Anlagenbau, Elektrotechnik oder Automotive. Unternehmen aus diesen Branchen können in der Regel sicherer beurteilt und somit das bestehende Potenzial besser analysiert werden als bei New Economy-Unternehmen. Blue Cap konzentriert sich in diesem Rahmen auf wachstumsgeprägte Nischen, die durch hohe Margen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

gekennzeichnet sind. Beispiele finden sich im Spezialmaschinenbau, der Elektrotechnik im Bereich Steuerung, Messung und Regelung; der Sicherheitstechnik und im Bereich alternativer Energiekonzepte.

## Historie

Die Beteiligungsgesellschaft hat seit ihrer Gründung im letzten Jahr zwei weitere viel versprechende Unternehmen in ihr Portfolio aufgenommen. Die Maxxtec AG, die im Bereich Anlagenbau und Erneuerbare Energien tätig ist, sowie die H.Schreiner Gruppe, einen Automobilzulieferer.

**Tabelle 02: Historie**

Datum	Ereignis
April 2006	Gründung der Blue Cap AG
März 2007	Kapitalerhöhung um €0,5 Mio. auf €2 Mio.
August 2007	Erwerb von 17,66% Anteil an der Maxxtec AG
September 2007	Übernahme von 70,00% der H.Schreiner Gruppe
Oktober 2007	Verkauf des Anteils an der Proton Power Systems PLC; Aufstockung des Anteils an der inheco GmbH auf 40,76%
November 2007	Verkauf des Anteils an der Hudson Bike GmbH (30%)

Quelle: Blue Cap AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Beteiligungsportfolio

Die Blue Cap AG ist zurzeit in vier Unternehmen investiert. Die Branchenzuordnung sowie die Höhe der Beteiligungen an den Unternehmen werden in der folgenden Tabelle dargestellt:

**Tabelle 03: Übersicht Beteiligungsportfolio**

Unternehmen	Sparte	Höhe der Beteiligung	Umsatz 2006 ( in Mio. € )
Maxxtec AG	Anlagenbau / Erneuerbare Energien	17,7%	12,53
SMB David GmbH	Maschinenbau	40,0%	8,31
inheco GmbH	Labortechnik	40,8%	4,71
H.Schreiner GmbH	Autozulieferer	70,0%	7,69

Quelle: Blue Cap AG

### Beteiligung an Maxxtec ist keine Sondersituation

An der Maxxtec AG, einem Anlagenhersteller im Bereich Wärmetechnik und Erneuerbare Energien, ist Blue Cap nicht aufgrund einer Sondersituation beteiligt. Das Unternehmen ist seit mehreren Jahren profitabel und erwartet ein starkes Umsatzwachstum in den nächsten Jahren. Das Aktienpaket konnte im August 2007 von einem Altaktionär übernommen werden.

### SMB David Beteiligung erfolgte zeitgleich zu einem MBO

Die Beteiligung an der SMB David, Hersteller von Maschinen und Anlagen zur Isolier- und Dämpfstoffbearbeitung, fand 2005 im Rahmen eines Management Buy-out statt. Technologische Weiterentwicklungen und ein Ausbau der Vertriebsaktivitäten bilden die zukünftigen Wachstumstreiber des Unternehmens.

### Blue Cap stellte Wachstumsfinanzierung für inheco bereit

Die inheco GmbH ist Spezialist für thermoelektrische Geräte und Systeme die im Wesentlichen in Labors Verwendung finden. Der Blue Cap-Anteil wurde im Oktober 2007 von 15,30% auf 40,76% erhöht. 2003 erwarb die Southern Blue GmbH als Vorläufergesellschaft der Blue Cap AG den ersten Anteil und wirkte aktiv bei Reorganisation und Wachstumsfinanzierung mit.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

Die 70%ige Mehrheitsbeteiligung an der H.Schreiner Gruppe, einem Hersteller von Dichtheitsprüfungsgeräten vor allem für den Automotive Sektor, wurde im September 2007 im Rahmen einer Kapitalerhöhung erworben. Das Unternehmen hatte sich aufgrund einer verfehlten Unternehmensfinanzierung überschuldet.

**Bei H.Schreiner wird eine Umschuldung vorgenommen**

## Management

Herr Dr. Schubert, CEO, Jahrgang 1961, ist der Gründer und alleiniger Vorstand der Blue Cap AG. Er ist Hauptaktionär über seine Beteiligungsgesellschaft Southern Blue GmbH. Seit Anfang der 90er Jahre baute Dr. Schubert das Beteiligungsgeschäft auf, das 2006 in der Gründung der Blue Cap AG konsolidiert wurde. 2001 erfolgte eine Spezialisierung auf die transaktionsbezogene Beratung, insbesondere im Bereich Unternehmensfinanzierung. Dr. Schubert begleitete zahlreiche M&A-Transaktionen in einer weit gefassten Bandbreite von Branchen- und Größenordnungen.

**Herr Dr. Schubert, CEO, verfügt über mehrjährige Erfahrung im Bereich deutscher Mittelstand**

Der Aufsichtsrat umfasst drei Mitglieder. Vorsitzender des Aufsichtsrates, ist Herr Dr.-Ing. Hans Seifert, ehemals Senior Vice President Boston Consulting Group. Weitere Aufsichtsratsmitglieder sind Herr Sebastian Moss, Geschäftsführer bei EICON Beratung und Beteiligungen GmbH & Co. KG und Herr Dr. Thomas Schiller, Managing Partner bei Arthur D. Little.

**Aufsichtsrat und Investment Manager unterstützen bei der Suche nach den Investmentobjekten**

Drei Investment Manager unterstützen den Vorstand bei der Auswahl und Analyse von Zielunternehmen. Zusätzlich steht dem Unternehmen ein Partnernetzwerk zur Verfügung, das neben den Mitgliedern des Aufsichtsrates, aus M&A-Beratern, Rechtsanwälten, Steuerberatern, etc. besteht.

## Beteiligungsstrategie/ Investmentphilosophie/ Netzwerke

Die Blue Cap AG beteiligt sich an mittelständischen Unternehmen die sich in Spezialsituationen befinden und Management-Unterstützung benötigen, gleichzeitig aber erkennbare Wertschöpfungspotenziale aufweisen. Hierbei werden Nischenplayer bevorzugt. Die Gesellschaft strebt Beteiligungen an Unternehmen aus dem Small- und Midcap-Bereich mit einem Umsatz zwischen € 5 Mio. bis € 50 Mio. an. Bevorzugt werden Nischenplayer klassischer Industriebereiche, wie z.B. Maschinen- und Anlagenbau, die sich in einem wettbewerbsarmen Markt befinden. Blue Cap investiert in diese Unternehmen nur ca. € 0,5 Mio. bis € 1 Mio. Die Zielsetzung ist jedoch, eine im Vergleich zu den Einstiegskonditionen große Wertschöpfung in den Unternehmen zu generieren. Dafür begleitet Blue Cap das Management aktiv in der Phase der Reorganisation. Die Beteiligungsgesellschaft besitzt hierbei einen mittelfristigen Investitionshorizont von 2 bis 5 Jahren mit Exit durch einen Trade Sale an einen strategischen Investor oder ein IPO. Die Übernahme eines Unternehmens ist ebenfalls eine Option.

**Bevorzugtes Investmentprofil: etablierte Nischenplayer klassischer Industriebereiche mit einem Umsatz zwischen € 5 Mio. bis € 50 Mio.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Kernkompetenzen:  
Kaufmännische und  
finanztechnische  
Optimierung**

Die Strategie und Kernkompetenz der Blue Cap besteht in der kaufmännischen und finanztechnischen Optimierung. Hierdurch gelingt es der Blue Cap die Rendite der Beteiligungen zu steigern und dabei die unternehmerische Kontinuität zu wahren. In dieser Konstellation können beide Seiten ihre Stärken einbringen, spezifisches technisches Know-how bleibt dem Unternehmen erhalten. Auf diese Weise deckt Blue Cap ertragssteigernde Potenziale bei Unternehmen in Sondersituationen auf.

**Umfangreiches Netz-  
werk aus Wirtschafts-  
prüfern, Insolvenz-  
verwaltern, Rechts-  
anwälten, Notaren und  
Banken**

Blue Cap greift zur Akquisition der Deals auf ein umfassendes Netzwerk von Wirtschaftsprüfern, Insolvenzverwaltern und Rechtsanwälten sowie Industrieunternehmen, Banken, M&A Consultants, Finanzinvestoren und dem Aufsichtsrat, zurück. Um keinen Overhead im Personalbereich finanzieren zu müssen, arbeitet Blue Cap unternehmens- und fallbezogen mit externen Beratern zusammen.

**Nach Eingang der  
Beteiligung soll diese  
aktiv unterstützt  
werden**

Die Identifikation interessanter Targets erfolgt durch eine Analyse des Cash Flows, der Bilanzstruktur, der operativen Prozesse und der Marktposition des Unternehmens. Zusätzlich wird die Supply Chain auf ihre Wertsteigerungspotenziale überprüft und eine Analyse des Prozessmanagements durchgeführt. In dieser Phase werden erste Verbesserungsansätze erarbeitet, um direkt nach der Übernahme mit der Reorganisation des Unternehmens beginnen zu können.

Unternehmen in Umbruchsituationen sollen möglichst schnell saniert und in eine langfristig positive Entwicklung überführt werden. Im Rahmen eines Projektes werden Meilensteine definiert, um die Umsetzung kontrollieren zu können. Während der Dauer der jeweiligen Beteiligung unterhält Blue Cap ein Beteiligungsmanagement und –controlling. Durch entsprechende Reportingsysteme wird die aktuelle Entwicklung überwacht. Im Falle des Abweichens von der vorgegebenen Planung werden die Gründe hierfür analysiert und Anpassungsmaßnahmen mit den Verantwortlichen im Unternehmen erörtert.

Das Gesamtportfolio von Blue Cap soll so strukturiert werden, dass eine Mischung von Unternehmen in unterschiedlichen Lebenszyklen vorhanden ist.

Finanzielle Rückflüsse aus den eingegangenen Beteiligungen sind zwar zumeist unsicher und aperiodisch, dennoch ist für die Zukunft geplant, das Portfolio so zu managen, dass die laufenden Kosten gedeckt sind und die Aktionäre in Form von Wertsteigerung des Net Asset Values bzw. in Form von Dividenden in den Genuss von erfolgreichen Exits gelangen. Erträge aus den bisherigen Beteiligungen bzw. aus Verkäufen sollen zunächst größtenteils reinvestiert werden.

Langfristig besteht die Strategie von Blue Cap darin, die Beteiligungsgrößen nach oben zu entwickeln.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## Marktumfeld

### Allgemeine Marktdaten

Die Statistik des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) umfasst 170 Beteiligungsgesellschaften mit 5.986 Portfoliounternehmen. Der Wert der Portfolien erreicht eine Höhe von € 23,1 Mrd. Das Investitionsvolumen der Branche belief sich auf € 3,6 Mrd. und das Fundraising brachte € 2,8 Mrd. in 2006.

Das durchschnittliche in die BVK Statistik eingegangene Beteiligungsgesellschaft zählt über 30 Beteiligungen, ein Portfoliovolumen von über € 130 Mio. und knapp 10 Mitarbeitern in der Beteiligungsgesellschaft. Im Vergleich hierzu ist die erst 2006 gegründete Blue Cap deutlich kleiner und besetzt eine Nische indem es Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen in Sondersituationen (z.B. Turnaround-Situationen) eingeht. In der Regel benötigt diese Strategie geringere Investitionsvolumina pro Beteiligung.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Einstufung der Beteiligungsgesellschaften nach Umsatzgrößenklassen. Blue Cap konzentriert sich auf Unternehmen in den Umsatzkategorien zwischen € 5 Mio. und € 50 Mio. und ist nicht an Branchen gebunden. 28,8% aller Portfoliounternehmen lassen sich dieser Umsatzkategorie zuordnen.

**BVK Beteiligungsgesellschaften mit durchschnittlich 35 Portfoliounternehmen.**

**Nische der Blue Cap: Mittelständler in Sondersituationen.**

**Rund 29% der Targets entfallen auf die relevante Umsatzklasse.**

**Tabelle 04: Portfoliounternehmen nach Größenklassen**

Umsatzklasse	Anteil Portfoliounternehmen
bis zu € 1 Mio.	34,4%
€ 1 Mio. bis € 5 Mio.	25,7%
€ 5 Mio. bis € 10 Mio.	11,6%
€ 10 Mio. bis € 50 Mio.	17,2%
€ 50 Mio. bis € 100 Mio.	5,6%
über € 100 Mio.	5,4%

Quelle: BVK

In wie weit sich die Blue Cap in der ausgewählte Nische profitabel weiterentwickeln kann, hängt maßgeblich von drei Faktoren ab: 1. Welche Übernahmekandidaten zu welchen Kondition zur Verfügung stehen, 2. wie diese finanziert werden können und 3. wie sich die Exitkanäle entwickeln.

Aufgrund der starken konjunkturellen Entwicklung in den letzten Jahren ist die Anzahl der Unternehmenskonkurse in Deutschland deutlich zurückgegangen. Da gleichzeitig in den letzten Jahren mehrere auf Turnaround spezialisierte Beteiligungsgesellschaften gegründet wurden, erschwerte sich die Suche nach geeigneten Kandidaten zu angemessenen Bewertungen. Eine sich anbahnende konjunkturelle Abschwächung könnte hierbei jedoch für erneute Entspannung sorgen. Den höchsten Anteil an den getätigten Investitionen hatten Turnaround Deals in den schwierigen konjunkturellen Phasen 1995 bis 1998 sowie zwischen 2001 und 2003. Gleichwohl muss berücksichtigt werden, dass schon der

**Bei verbessertem konjunkturellen Umfeld, nahm der Wettbewerb um Turn around-Kandidaten zu. Gegenwärtige Abkühlung erleichtert das Auffinden geeigneter Targets.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Nachfolgethematik bietet zahlreiche Targets, über 70% der Mittelständler sind familiengeführt.**

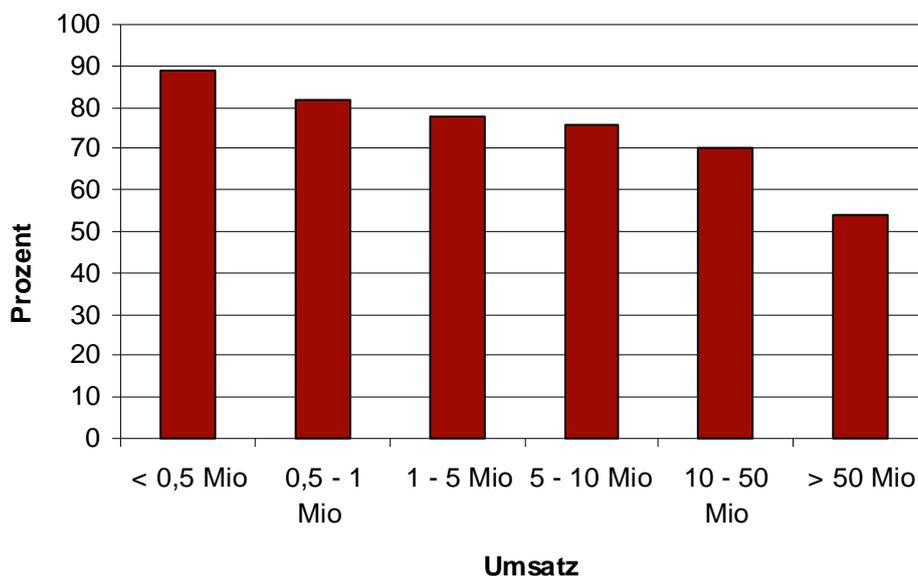
Erwerb von kleineren Beteiligungen für die Blue Cap mit einem deutlichen Ausbau des Beteiligungsvolumens einhergehen kann.

Neben Turnaround Kandidaten kommen auch Mittelständler mit Nachfolgeproblematik oder Randaktivitäten, die von Großkonzernen veräußert werden als Investitionsobjekte in Frage.

Was die Veräußerung der Randaktivitäten betrifft, gehen wir davon aus, dass sich die Großkonzerne in einem ständigen Wandel befinden, der zu einem permanenten Deal Flow führen wird. Bei den Deals handelt es sich meistens jedoch um größere Volumina. Blue Cap hat sich dagegen auf kleinere Beteiligungen spezialisiert.

Über 70% der Unternehmen in der Umsatzkategorie bis zu € 50 Mio. sind familiengeführt. Für diese Unternehmen ist die Nachfolgeproblematik von Relevanz. Weniger als 50% dieser Unternehmen können an die zweite Generation übergeben werden, die restlichen Unternehmen werden an Dritte veräußert oder aufgegeben. Etwa ein Drittel aller kleinen und mittleren Unternehmen gehört somit potenziell zur Zielgruppe der Beteiligungsgesellschaften, die auf die Nachfolgethematik setzen.

## Grafik 01: Unternehmen in Familienbesitz nach Umsatzklassen



Quelle: EICON Beratung und Beteiligungen GmbH & Co. KG

Blue Cap ist in diesem Umfeld langfristig richtig positioniert. Auch Wachstumsfinanzierung ist und bleibt ein Thema für Mittelständler die unter Innovations- und Globalisierungsdruck stehen. Hierbei dürfte die Eigenkapitalfinanzierung zunehmend an Bedeutung gewinnen. Ursache hierfür ist unter anderem Basel II, die Unternehmen mit geringer Eigenkapitalquote eine Kreditaufnahme erschweren bzw. verteuern. Der deutsche Mittelstand weist bislang niedrige Eigenkapitalquoten auf. Rund

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

60% der Mittelständler liegen unter der Grenze von 20% und nur 20% der Unternehmen weisen Eigenkapitalquoten von über 30% auf.

Im vergangenen Jahr wurden durchschnittlich vierzig Mal mehr Deals an die Gesellschaften herangetragen als abgeschlossen. Ein Großteil der 970 getätigten Investitionen bezog sich auf Wachstumsfinanzierungen (844 Investments in Unternehmen der Seed-, Start-up- und Expansionsphase). Bei Turnaround-Investments wurden lediglich 15 Deals ausgewiesen.

Die Beteiligungsunternehmen nutzen das gegenwärtige Umfeld, um die Portfoliobestände auszubauen. Die Zahl der Abgänge aus den Portfolien der Beteiligungsgesellschaften in Deutschland hat im ersten Halbjahr auf € 362,7 Mio. abgenommen (Vorjahreszeitraum: € 503,9 Mio.). Wohingegen bei den Investitionen eine Verdopplung auf € 1,84 Mrd. im ersten Halbjahr 2007 zu beobachten war. Neben den Langfristrends waren die Gründe für das gesteigerte Investitionsvolumen auch auf das günstige wirtschaftliche Umfeld, gute Exitkonditionen und ein vergleichsweise niedriges Zinsniveau zurückzuführen.

Seit Mitte 2003 sind die Leitzinsen in der Euro-Zone von ihrem Tief bei 2% auf 4% gestiegen und verharret seit Juni 2007 auf diesem Niveau. In Tiefzinsphasen waren fremdfinanzierte Beteiligungsmodelle sehr lukrativ. Insbesondere Private Equity Beteiligungsfirmen haben dies genutzt, um zahlreiche Beteiligungen zu erwerben. Mit dem Zinsanstieg hat sich dieses Umfeld wieder normalisiert. Gegenwärtige US-Zinssenkungen deuten erstmalig auf ein Ende der Zinssteigerungen in der Euro-Zone hin. Damit wird die Nachfrage aus den fremdfinanzierenden Beteiligungsgesellschaften wahrscheinlich auf dem gegenwärtigen Niveau verharren. Eine Zinstrendwende wäre nur bei einer deutlichen Konjunkturabkühlung zu erwarten.

Das gegenwärtige gute konjunkturelle Umfeld und die Entwicklung an den Kapitalmärkten schaffte eine positive Umgebung für Exits. Die Zahl der neuen Listings in Deutschland lag 2007 bei 230, darunter 150 Listingaufnahmen im Open Market. Allerdings war im Zuge der Subprimekrise ein Abflauen der IPO Aktivität im zweiten Halbjahr zu beobachten. IPOs von Unternehmen mit überzeugendem Geschäftsmodell (wie z.B. Centrotherm oder HHLA) stießen jedoch weiterhin auf großes Interesse der Investoren. Da sich die gegenwärtige Bewertung der Eigenkapitalmärkte historisch betrachtet auf einem nicht überbeuerten Niveau befindet, könnte das IPO-Fenster für interessante Wachstumsunternehmen auch in der absehbaren Zukunft offen bleiben.

Von einer positiven Kapitalmarktstimmung profitiert Blue Cap in zweierlei Hinsicht. Zum einen können Kapitalerhöhungen zur eigenen Wachstumsfinanzierung platziert werden, zum anderen ist das Marktsegment der relevante IPO-Kanal für die Portfoliounternehmen der Blue Cap. Ein negatives Umfeld hingegen erleichtert das Auffinden interessanter Unternehmen, die eine Wachstumsfinanzierung suchen, denen der Gang an die Kapitalmärkte aufgrund der Marktstimmung jedoch versagt ist.

**Ausreichend Targets im Markt - nur wenige Beteiligungsgesellschaften setzen auf Sondersituationen.**

**Beteiligungsunternehmen bauen die Portfolien weiter aus. Investitionsvolumen verdoppelte sich.**

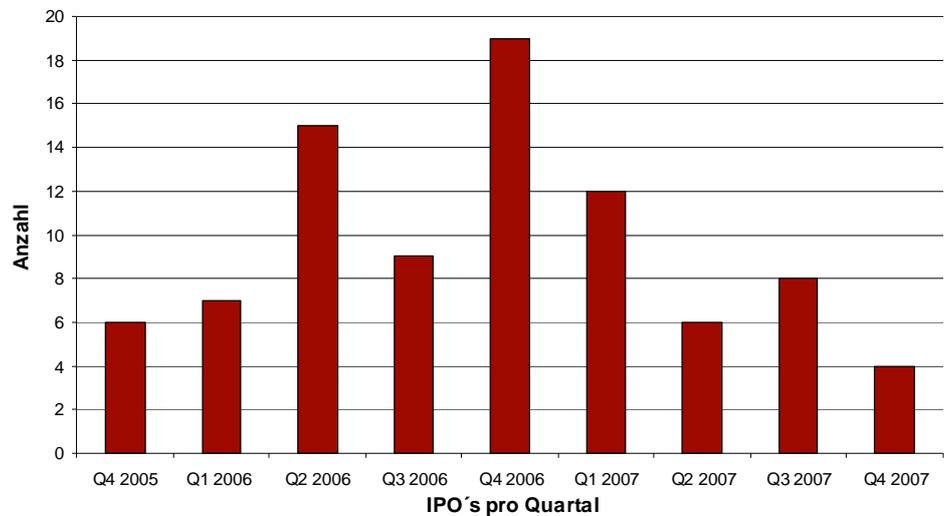
**Zinsanstieg normalisiert die Nachfrage der stark fremdfinanzierten Beteiligungsmodelle**

**IPOs immer noch möglich, Investoren jedoch wählerischer**

**Stimmung auf dem Kapitalmarkt ist für den Erfolg von Blue Cap sehr wichtig.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Grafik 02: IPOs pro Quartal in Deutschland**



Quelle: Deutsche Börse AG

## Börsennotierte Wettbewerber

**Gelistete  
Beteiligungsge-  
sellschaften mit  
Spezialsituationen-  
Thema waren populär.**

Neben Blue Cap setzen z.B. auch die börsennotierten Gesellschaften AURELIUS, ARQUES Industries und Navigator Equity Solutions auf Spezialsituationen. Insbesondere ARQUES Industries und AURELIUS, die sich als Sanierer verstehen, zeigten in den letzten Jahren einen sehr positiven Kursverlauf und gelten als Vorzeigeunternehmen der Branche. In den vergangenen Wochen sind jedoch auch diese Werte unter Druck geraten. Die nachfolgende Grafik gibt einen Überblick über die Größe der Portfoliounternehmen der börsennotierten und auf Sondersituationen ausgerichteten Beteiligungsunternehmen.

**Tabelle 05: Beteiligungsportfolio nach Umsatzklassen 2006**

Umsatzklasse	Blue Cap	Aurelius	Arques	Navigator	MBB Ind.
bis zu € 1 Mio.	-	-	-	?	-
€ 1 Mio. bis € 5 Mio.	1	-	-	?	-
€ 5 Mio. bis € 10 Mio.	2	-	-	?	1
€ 10 Mio. bis € 50 Mio.	1	7	10	?	3
€ 50 Mio. bis € 100 Mio.	-	2	7	-	1
€ 100 Mio. bis € 250 Mio.	-	1	2	-	-
über € 250 Mio.	-	1	3	-	-
Summe	4	11	22	2	5

Quelle: Unternehmensangaben, BankM

Blue Cap legt den Focus gegenwärtig bewusst auf Micro-Caps in Umbruchsituationen, wie Turnaround und Nachfolgeproblematik. Bei der

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

Umsatzgröße der Portfoliounternehmen herrschen daher deutliche Unterschiede insbesondere zu ARQUES Industries und AURELIUS, die als reine Sanierer gesehen werden können. Bei diesen beiden Unternehmen zeigte sich im Zuge der Etablierung ein klarer Trend zu einer Beschleunigung des Dealflows und zu einer zunehmenden Größe der Beteiligungen. Auch bei Blue Cap dürfte die Entwicklung hin zum Engagement in größeren Beteiligungen führen. Wir denken, dass das Unternehmen die Nische der mittelständischen Beteiligungen (bis etwa € 50 Mio. Jahresumsatz) jedoch in absehbarer Zukunft nicht verlassen wird. In diesem Segment kann die Blue Cap mit dem vorhandenen Know-how die höchsten Wertsteigerungen bei den Portfoliounternehmen erzielen.

## Beteiligungen

### Maxxtec AG

Die Maxxtec AG, mit Sitz in Sinsheim bei Heidelberg wurde 1995 als „Intec Gesellschaft für Energie- und Umwelttechnik“ gegründet. Sie entwickelt und produziert Anlagen für wärmetechnische Industrieprozesse sowie Anlagen zur Gewinnung von Energie aus nachwachsenden Rohstoffen und Restwärme. Die Kunden werden im Rahmen eines Auftrages umfassend beraten. Maxxtec veranstaltet Kundenseminare, bei denen neue technische Entwicklungen, Vorschriften oder Kriterien zur Auswahl und Auslegung der einzelnen Bauteile präsentiert werden.

Die Blue Cap AG ist seit August 2007 an der Unternehmung beteiligt. Der Anteil liegt zurzeit bei 17,7%. Neben Blue Cap gibt es noch weitere zehn Aktionäre, unter ihnen auch die Unternehmensgründer und die Mitarbeiter. Maxxtec hat eine EK-Quote von über 30%.

Im Bereich Erneuerbare Energien entwickelt Maxxtec Anlagen zur Erzeugung elektrischer Energie aus Biomasse, speziell aus biogenen Festbrennstoffen wie Holzresten. In diesem Geschäftsbereich wird der Hauptanteil (ca. 70%) des Umsatzes erwirtschaftet.

Maxxtec ist Komplettanbieter, das heißt alle wichtigen Teile der Anlagen und Komponenten kommen aus einer Hand. Dies können die Wettbewerber des Unternehmens so nicht gewährleisten. Der Bereich der ORC-Technik (Organic Rankine Cycle), wird durch das Tochterunternehmen Adoratec GmbH betrieben. Hierbei treibt eine organische Flüssigkeit anstelle von Wasser eine Turbine an. Neben der Maxxtec AG gibt es nur wenige ORC-Anlagenbauer auf dem Markt. Im Bereich Anlagen bis zwei MW Leistung ist die Technik wirtschaftlicher als die herkömmlichen Dampfkessel. Diese Anlagengrößen werden für dezentrale Energiegewinnung eingesetzt.

Das Marktumfeld für Biomassekraftwerksbauer ist günstig, die Stromerzeugung aus Biomasse hat sich seit 2000 mehr als verfünffacht. Der Anteil der Biomasse für die Stromproduktion machte 2006 8,1% am Gesamtenergieverbrauch erneuerbarer Energien aus. Die Erneuerbaren Energien hatten 2006 einen Anteil von 5,8% am Gesamtenergieverbrauch Deutschlands. Der Gesamtumsatz des Biomasse-

**Maxxtec baut Anlagen für wärmetechnische Industrieprozesse und Anlagen zur Gewinnung von Energie aus nachwachsenden Rohstoffen und Restwärme.**

**Geschäftsbereich Erneuerbare Energien erwirtschaftet 70% des Umsatzes**  
**Wettbewerbsvorteil durch Komplettangebot**

**Günstiges Marktumfeld für Biomasseanlagenbauer**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Marktes lag 2006 bei €9,1 Mrd. und bildet mit 40% den größten Teil des Umsatzes der Erneuerbaren Energien (€ 22,9 Mrd.). Treiber der Entwicklung ist insbesondere die intensive politische Förderung durch das Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) in Deutschland.

Externe Risiken liegen vor allem in einem nachhaltigen starken Rückgang des Rohölpreises, der die Wettbewerbsfähigkeit des gesamten Erneuerbaren Energien Bereichs und damit auch der Bioenergie schwächen würde. Wettbewerber der Maxxtec AG im Bereich Biomassefeuerungsanlagen sind neben Spezialisten wie Pytec, Wulff auch große Spieler wie Areva. Im Bereich ORC- Anlagen konkurriert Maxxtec mit GMK mbH oder dem italienischen Unternehmen Turboden s.r.l. .

**Marktführer bei Wärmeübertragungsanlagen im Bereich Energieerzeugung aus Biomasse**

Im Bereich der Wärmetechnik finden die produzierten Anlagen Verwendung für Prozesse wie z.B. Verdampfung, Trocknung oder Verdichtung, welche in den meisten Industrien anfallen. Einsatzgebiete sind z.B. die Textil-, Holz- oder chemische Industrie. Aus diesem Geschäftsbereich generiert Maxxtec stabile Umsätze. Bei den Wärmeübertragungsanlagen im Bereich Energieerzeugung aus Biomasse ist Maxxtec mit einem Marktanteil von 80% Marktführer.

**Breite Kundenbasis**

Kunden der Maxxtec AG sind sowohl mittlere und große Energieversorger als auch Kommunen, Stadtwerke, Industriebetriebe oder Investoren. Eine Abhängigkeit von wenigen Großkunden besteht nicht.

**Auftragsvolumina zwischen T€150 und €7,5 Mio.; Dauer eines Projekts ~12-14 Monate**

Das Unternehmen beschäftigt aktuell 44 Mitarbeiter und erwirtschaftete im Jahr 2006 einen Umsatz von € 12,5 Mio. Der Beratungs- und Serviceanteil am Umsatz liegt bei ca. 5%, der Hauptteil wird durch den Anlagenbau generiert. Die Auftragsvolumina liegen zurzeit zwischen T€ 150 für kleinere Projekte und reichen bis zu € 7,5 Mio. für Großprojekte. Circa 30% davon sind Aufträge, bei denen alte Anlagen beim Kunden durch neue ersetzt werden. Die durchschnittliche Dauer eines Projekts liegt bei 12 bis 14 Monaten. Nach Abschluss eines Meilensteins erfolgt in der Regel jeweils eine Teilzahlung.

**Gute Auftragslage bestätigt Wachstumsprognosen; Wachstum kommt aus dem Geschäftsbereich Erneuerbare Energien**

Für das Geschäftsjahr 2007 wird ein Umsatzanstieg von 60% auf € 20 Mio. erwartet, was durch die gute Auftragslage erklärt werden kann. Ab 2008 wird zudem die Tochtergesellschaft Adoratec GmbH konsolidiert. Bis 2010 soll der Umsatz der Maxxtec AG auf € 50 Mio. steigen. Das Wachstum speist sich aus dem Geschäftsbereich Erneuerbare Energien. Die zurzeit noch geringe Marge von ca. 5 % ist auf die gegenwärtig hohen Produktentwicklungs- und Produkterweiterungsaufwendungen im Rahmen der starken Expansion des Geschäfts zurückzuführen. In den kommenden Jahren kann deshalb von steigenden Margen ausgegangen werden. Die Schätzung in Tabelle 06 halten wir für realistisch, wenn nicht sogar zurückhaltend, angesichts gegenwärtig hoher Rohölpreise und der günstigen gesetzlichen Rahmenbedingungen (EEG), welche die dezentrale Energiegewinnung weiter fördern.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

**Tabelle 06: Finanzkennzahlen, Maxxtec AG**

in € Mio.	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	12,525	20,000	25,700	30,000
EBITDA	0,607	1,220	1,799	2,040
EBT	0,422	0,637	1,285	1,350

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

## SMB-DAVID GmbH

Die SMB-DAVID GmbH wurde 1972 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Herrsching in der Nähe von München. SMB-DAVID ist in der Herstellung von Maschinen und Anlagen zur Isolier- und Dämmstoffbearbeitung tätig. Produziert werden komplette Anlagen, sowie die zugehörige Elektronik und IT, die speziell nach Kundenanforderungen entwickelt und produziert werden.

Anwendung finden die Produkte von SMB-DAVID in folgenden Bereichen: Expandierte Polystyrol Hartschaumstoff (EPS), Extrudierte Polystyrol Hartschaumstoff (XPS) Bearbeitung, Polyurethane Bearbeitung, Glas- und Steinwollebearbeitung und Modellbau Fertigung. Auch im Bereich Elektrotechnik ist die SMB David GmbH aktiv. Angeboten wird u.a. Hard- und Softwareengineering, Schaltschrankbau, sowie die Inbetriebnahme Projektleitung und Beratung im Bereich der Steuerungs- und Regeltechnik im Sondermaschinenbau.

Die Blue Cap AG hält über die Zwischenholding KSW Holding GmbH 40% an der SMB-DAVID. Die restlichen Anteile von 60% entfallen auf Lydia Walder (20%) und auf Jürgen Knappmann (40%), die das Unternehmen seit 1997 führen.

Der Markt für Isolier- und Dämmstoffe im Allgemeinen wächst derzeit stabil, da das Thema Energieeffizienz im Neubau und in der Altbausanierung eine große Rolle spielt. Prognostiziert wird eine Wachstumsrate von 5% p.a. für Kunststoffe im Bereich Energieeffizienz bis 2015 (Quelle: BASF\*). Diese Nachfrage ist nicht direkt auf die Anlagennachfrage übertragbar, sollte aber ein guter Indikator für die zukünftige Geschäftsentwicklung der SMB David GmbH sein. Wir gehen wegen der zunehmenden Wichtigkeit der Energieeffizienz davon aus, dass sich ein höheres Wachstum realisieren lässt. Die Wachstumsraten der weiteren Zukunft sind unserer Meinung nach gesichert, da das Thema Energieeffizienz unabhängig der konjunkturellen Lage wichtig bleiben wird und eine starke Nachfrage nach Dämmstoffen in wirtschaftlich aufstrebenden Ländern zu erwarten ist. Die Auftragslage von SMB erscheint uns aussichtsreich. Vorteilhaft wirkt sich die Übernahme der Actipac AB bei Neuaufträgen aus, da nunmehr auch Verpackungsmaschinen von SMB angeboten werden können, was sofort Synergieeffekte realisierbar macht. Ein Risiko seitens der Rohstoffbeschaffung ist auf nahe Sicht unwahrscheinlich. Als Problem sehen wir allerdings den Mangel an Fachkräften an, welche die Abarbeitung von Großaufträgen verzögern könnte. Eine anteilige

**SMB-DAVID ist im Maschinenbau für Anlagen zur Isolier- und Dämmstoffbearbeitung tätig...**

**...und liefert ein umfangreiches Dienstleistungsangebot**

**Hauptabnehmer der Maschinen von SMB ist die Chemieindustrie.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**SMB ist mit 80% Marktführer im Bereich Maschinenbau zur Dämmstoffbearbeitung.**

**Wettbewerbsvorteil: Technisches Know-how und langfristige Kundenbeziehungen.**

**Der Erfahrungsvorsprung von SMB und die Belieferung der Marktführer wirken als Markteintrittsbarriere.**

Produktionsverlagerung könnte eine Konsequenz sein, wenn sich dieses Problem nachhaltig nicht beheben lassen sollte.

SMB-DAVID zählt BASF und Dow Chemical zu seinen Kunden, also Unternehmen der Chemieindustrie, die sich mit der Verarbeitung bzw. Herstellung von Dämmstoffen beschäftigen. BASF und Dow Chemical sind die größten Lieferanten von XPS Platten. SMB hat einen Marktanteil von ca. 80 % im Bereich der Bearbeitungsanlagen für diese Dämmstoffe und ist damit Marktführer. Wettbewerber der SMB finden sich in Italien und im asiatischen Raum.

Ein entscheidender Wettbewerbsvorteil der SMB sind die ausgiebige Erfahrung in der Verarbeitung der Dämmstoffe und die langfristigen Kundenbeziehungen. Weitere Vorteile sind hohe Qualität und die Technologie der Anlagen. Hinzu kommt die breite Aufstellung durch den Erwerb der Actipac AB. Diese macht SMB-DAVID somit zum Komplettanbieter in Sachen Dämmstoffbearbeitung mit anschließender Verpackung. Außerdem produziert und liefert SMB-DAVID die komplette Elektronik und IT für ihre Anlagen selbst, was eine Abhängigkeit von der Zuverlässigkeit und Qualität eines Zulieferers ausschließt und somit auch Erträge im Dienstleistungsbereich ermöglicht.

Eine verstärkte Konkurrenz für SMB ist in Zukunft eher nicht zu erwarten, da diese zuerst den hohen Bekanntheitsgrad, das Image eines zuverlässigen Lieferanten und das in über 25 Jahren erworbene Know-how in der Konstruktion von Anlagen für die Bearbeitung von XPS von SMB aufholen müssten.

Im vergangenen Jahr erwirtschaftete SMB David mit 38 Mitarbeitern € 8 Mio. Für das Geschäftsjahr 2007 wird mit Erlösen von ca. € 10 Mio. geplant, was einem Wachstum von 25% entsprechen würde. Die EBIT-Marge soll konstant bei 15% liegen. Die Schätzungen in Tabelle 07 halten wir für recht konservativ. Aufgrund der guten Auftragslage besteht unseres Erachtens eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen die Planzahlen übertreffen wird.

**Tabelle 07: Finanzkennzahlen, SMB David GmbH**

in € Mio.	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	8,309	10,220	11,820	13,770
EBITDA	1,315	1,461	1,891	2,203
EBT	1,331	1,410	1,773	2,066

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## inheco Industrial Heating and Cooling GmbH

Die inheco GmbH aus Martinsried bei München wurde 2000 gegründet. Sie entwickelt und produziert thermoelektrische Bauteile und Systeme zum Kühlen, Heizen und Temperieren von Stoffen. Führende Pharmakonzerne und Laborausrüster (u.a. Roche, General Electric, Qiagen und Beckman Coulter) sind Kunden der inheco. Langjährige Entwicklungspartnerschaften mit diesen Kunden haben inheco zu einem wichtigen Know-how-Träger werden lassen. Neben Standardprodukten bietet inheco auch individuelle Baugruppen und Geräte (OEM-Partnerschaften) an. Kunden der inheco sind in den Branchen Biotechnologie, Medizin und Pharmazie zu finden.

Das Unternehmen beschäftigt 22 Mitarbeiter und erwirtschaftete im Jahr 2006 einen Umsatz von rund € 4,7 Mio. Für 2007 wird ein Umsatz von € 4,9 Mio. erwartet. Der Umsatz soll bis 2008 auf € 5,8 Mio. ausgebaut werden, bei einem EBITDA von € 0,52 Mio. Etwa 50% der Umsätze sind über zwei Patente abgesichert.

Der Gründer und Geschäftsführer der inheco GmbH, Herr Tenzler, und die Mitarbeiter besitzen knapp 20% der Unternehmensanteile. Der Anteil der Blue Cap an der inheco wurde kürzlich von 15,3% auf 40,76% aufgestockt. Der Einstieg erfolgte im Jahr 2003. Die inheco kam als Investment in Frage, da sie über eine zukunftsorientierte Technologie mit breitem Anwendungsfeld und namhafte Partnerschaften verfügte. Blue Cap beteiligte sich aktiv an der damals stattfindenden Reorganisation und Wachstumsfinanzierung. Dem Unternehmen boten sich gute Entwicklungsmöglichkeiten, insbesondere als Systemlieferant sowie bei neuen Anwendungsfeldern (z.B. Chipkühlung, Automotivebereich und Kühlungen bei Consumer Products).

Der Wettbewerbsvorteil der Geräte von inheco liegt in der besonders schnellen und punktgenauen Erreichung von Temperaturen durch Heizen oder Kühlen. Dies ist besonders bei anspruchsvollen Anwendungen in der Biotechnologie der Fall. Konkret handelt es sich um die PCR (Polymerase Chain Reaction) – Methode, mit der die Erbsubstanz DNA in vitro vervielfältigt werden kann. Die hohe Exaktheit bei dem schnellen Wechsel zwischen Erhitzen und Kühlen, sowie gleichmäßige Temperaturveränderungen ist von zentraler Bedeutung, um die Vergleichbarkeit von Versuchen zu erreichen und Verfälschungen der Ergebnisse zu verhindern.

Die inheco-Lösungen basieren auf der Peltier- und der Heat Pipe-Technologie, die gegenüber Wettbewerbertechnologien deutlich effizienter sind und Größenvorteile (mehr Proben pro Gerät) besitzen. Zukünftiges Wachstum soll durch die Etablierung als Anbieter von Komplettsystemen und durch eine Verbreiterung der Anwendungsmöglichkeiten von thermoelektrischen Kühlsystemen erreicht werden.

Der Markt für Laborautomation lässt sich in drei Qualitätssegmente unterteilen. Der Premiumbereich in dem inheco-Kunde ROCHE aktiv ist, umfasst drei bis fünf Wettbewerber (Roche, ABI (Craig Venter), Bio-Rad Laboratories). Bei durchschnittlichen Gerätepreisen von T€ 50 und einem jährlichen Marktpotenzial von knapp 2900 Geräten liegt das Marktvolumen

**Junges Unternehmen mit namhaften Referenzkunden aus der Biotechnologie**

**50% der Umsätze über Patente abgesichert**

**Blue Cap Anteil aufgestockt – Technologie die Basis zukünftiger Entwicklungsmöglichkeiten**

**PCR-Methode zur DNA Vervielfältigung erfordert höchste Präzision**

**inheco setzt auf hochwertige Technologien und...**

**... adressiert den Premiummarkt.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Trumpf ist der  
eigenentwickelte  
Incubator Shaker.**

hier bei € 145 Mio. Das mittlere Marktsegment umfasst zehn bis fünfzehn Wettbewerber, die ihre Geräte zu Preisen von T€ 15 bis T€ 25 im Markt anbieten. Das unterste Marktsegment bietet sehr wenig Potenzial für Innovationsmöglichkeiten. Die Zahl der Wettbewerber ist hoch und die Gerätepreise liegen in einem Bereich von € 1.500 bis € 5.000.

**F&E-Kosten trägt der  
Kunde, inheco baut  
weiteres Know-how  
auf**

inheco verfügt über zwei eigenentwickelte Patente. Das erste ist ein Schlüsselpatent bei der Fertigung wesentlicher Baugruppen. Dieses wurde an Roche verkauft und zurücklizensiert. Das zweite Patent für den FDA-zertifizierten Incubator Shaker (Kunde Tecan) ist ein technologisch ausgereiftes Produkt zur punktgenauen Erwärmung von Proben für den Laborbereich, das zudem mechanisches Schütteln einsetzt, um Reaktionen in den Reagenzien anzustoßen. In den Produkten eingesetzte Messsensoren und Software sind Eigenentwicklungen von inheco. Bereits vor der FDA-Zulassung wurde eine ungewöhnlich hohe Anzahl an Prototypen (200) ausgeliefert. Hierin sehen wir eine positive Indikation für den zukünftigen Markterfolg des Incubator Shakers.

**Bei der Projekt-  
auswahl werden  
serientaugliche  
Projekte bevorzugt**

inheco entwickelt und forscht im Auftrag seiner Kunden. Mit Ausnahme der Grundlagenplanung und Konzeption des Projektes (etwa zwei Manntage) trägt der Kunde die F&E-Kosten. Die Entwicklungsaufträge sind an Meilensteine geknüpft. Kostenseitig ist inheco damit abgesichert.

**Prognose eher  
konservativ, positive  
Überraschung aus  
F&E Projekten  
möglich. Risiko Roche**

Bei der Auswahl von Forschungsprojekten achtet inheco darauf, dass die Entwicklung profitabel bleibt. Priorität wird jedoch Projekten eingeräumt, die darüber hinaus eine hohe Wahrscheinlichkeit aufweisen, dass die Entwicklung später in Serie geht. Dies dürfte die noch geringen Margen erklären. Laufende Entwicklungsprojekte (auch aus dem Bereich Consumer Goods) besitzen enormes Potenzial, auch wenn über die Umsetzung der Forschungsergebnisse in Serienprodukte naturgemäß Unsicherheit besteht.

Wir sehen die prognostizierte Umsatzentwicklung daher als konservativ an. Das Wachstum der Jahre 2008e (15,8%) und 2009e (22,1%) sollte dem Unternehmen allein im Segment Laborausstattung möglich sein. Falls Projekte aus anderen Bereichen in Serie gehen, hätte dies erhebliche positive Auswirkungen auf Umsätze und Margen. Hauptrisiko ist die Abhängigkeit vom Großkunden Roche. Da inheco ein wichtiger Know-how-Träger für Roche ist, besteht jedoch eine gegenseitige Abhängigkeit.

**Tabelle 08: Finanzkennzahlen, inheco GmbH**

in € Mio	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	4,707	4,921	5,830	7,120
EBITDA	0,180	0,377	0,519	0,662
EBT	0,035	0,211	0,385	0,527

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## H.Schreiner GmbH

Die H.Schreiner GmbH wurde 1970 von Helmut Schreiner gegründet und hat ihren Hauptsitz in Ottobrunn bei München. Es existiert eine Zweigniederlassung in Atlanta, USA. Produziert und montiert werden Anlagen in Modulbauweise sowie Zubehör. Es wird ein umfassendes Produktportfolio für die Dichtheitsprüfung von Produktionsanlagen mit Luft/Stickstoff oder Helium, sowie zur Bestimmung der Dichtheit (Lecktestgeräte) von Bauteilen, angeboten. Eine direkte Kombination der Prüfeinheiten mit einer automatisierten Produktion ist ebenso im Programm. Zusätzlich wird die regelmäßige Wartung und Modernisierung der Anlagen übernommen.

Die Blue Cap AG ist seit September 2007 mit 70% beteiligt an H. Schreiner, die restlichen 30% hält das Management. Grund für den Einstieg war eine fehlgeschlagene Finanzierung, durch die das Unternehmen in eine Schieflage geriet.

Die zerstörungsfreie Prüfung gehört zu den wichtigsten Methoden der Qualitätskontrolle im Herstellungsprozess und während der sicherheitstechnischen Anlagenüberwachung. Vergleichbar mit der medizinischen Diagnostik sollen verborgene Fehler in Bauteilen und Konstruktionen vor und während des Betriebes rechtzeitig erkannt werden, so dass ein Versagen verhindert werden kann.

Kunden der H.Schreiner GmbH finden sich in den Sektoren Automobil-, Luft- und Raumfahrtindustrie, sowie in den Bereichen der Lebensmittel- und Medizintechnik. Als Referenzkunden werden unter anderem Audi AG, BMW AG, Siemens AG, Porsche AG, Harley Davidson Inc., Tognum (ehemals MTU Friedrichshafen GmbH) und etliche mittelständische Unternehmen genannt. Die Gesamtzahl summiert sich auf mehr als 700 Kunden. Eine Abhängigkeit von einzelnen Großabnehmern oder Branchen ist somit nicht zu erkennen. Potenzielle Neukunden werden vom unternehmenseigenen Vertriebsteam und je nach Lokalität auch von in- und ausländischen Vertriebspartnern vor Ort betreut.

Der Sektor Dichtheitsprüfung ist stark konsolidiert und bietet eine gute Planbarkeit zukünftiger Umsätze. Ein Zyklus ist nur schwach ausgeprägt und die Umsätze werden in verschiedenen Branchen generiert. H.Schreiner erzielt 30% des Umsatzes mit den fünf wichtigsten Kunden und fünf Prozent des Umsatzes mit dem größten Kunden.

Ein wesentlicher Trend in der Dichtheitsprüfung liegt in den immer größer werdenden Ansprüchen an die Genauigkeit der Testergebnisse und die schnelle und unkomplizierte Aufrüstbarkeit der Maschinen. H.Schreiner plant in den Sektoren Lebensmitteltechnik, Luftfahrt und Medizintechnik zukünftig stärker Kunden zu gewinnen.

**H.Schreiner fertigt Maschinen und Lecktestgeräte zur Dichtheitsprüfung von Anlagen und Bauteilen.**

**Die Dichtheitsprüfung ist Bestandteil der Qualitätskontrolle und der Anlagenüberwachung.**

**700 Kunden aus den verschiedensten Branchen reduzieren die Abhängigkeit von Branchen-Zyklen und Großkunden.**

**Der Markt für Dichtheitsprüfungen ist mit drei Wettbewerbern stark konsolidiert.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Kundenspezifische Lösungen und kurze Rüstzeiten bei Erweiterung oder Modernisierung sind Wettbewerbsvorteile von H.Schreiner.**

Wettbewerbsvorteile sind die hohe Qualität der Produkte, die angebotenen maßgeschneiderten technischen Lösungen und die Modulbauweise der Anlagen, die eine schnelle und unkomplizierte Erweiterung bzw. Modernisierung der Anlagen ermöglichen. Hinzu kommt die Kombination der Automatisierung der Produktion mit anschließender Überprüfung der produzierten Ware, was Zeit- und Kostenvorteile für den Kunden mit sich bringt. Chancen für H.Schreiner sind in einer stärkeren internationalen Expansion zu sehen, die vor allem im asiatischen Raum langfristig wachsende Erlöse ermöglichen würde. Auch die USA sind als Markt für H.Schreiner interessant, da die Automobilindustrie der USA Nachholbedarf besitzt und sich eine Modelloffensive verstärkt in Neuaufträgen bemerkbar machen würde. Weiterhin hat H.Schreiner eine Zertifizierung erhalten, welche es ermöglicht Anlagen anderer Anbieter zu kalibrieren. Dies sollte zu höheren Dienstleistungserträgen führen.

**Ein Risiko für H.Schreiner liegt vor allem in einer Verlangsamung der Maschinenbau-nachfrage.**

Risiken sind im Maschinenbauwachstum zu sehen, da sich eine Verlangsamung der Dynamik auch bei H.Schreiner bemerkbar machen würde. Eine Herausforderung besteht darin, die Kosten der Produktion zu optimieren und eine gleich bleibend hohe Wertschöpfung zu erreichen. Eine Abhängigkeit besteht gegenüber dem Innovationszyklus der Automobilindustrie, da neue Testanlagen nur bei der Einführung neuer Modelle vertrieben werden können.

**Vorläufig wird kein Umsatzwachstum, aber eine deutliche Margenverbesserung erwartet.**

Mit 100 Projekten erzielte die H.Schreiner GmbH im letzten Jahr, bei einem Auslandsanteil von 20% und 32 Mitarbeitern einen Umsatz von ca. € 8 Mio. Dies wird als Planungsgröße auch für das Geschäftsjahr 2008 erwartet. Eine bessere Auftragskalkulation und -auswahl soll künftig die Margensituation deutlich verbessern und ein positives Nachsteuerergebnis ermöglichen.

**Tabelle 09: Finanzkennzahlen, H. Schreiner GmbH**

in € Mio	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	7,690	7,475	8,035	8,875
EBITDA	0,143	0,717	0,912	1,083
EBT	-0,417	-0,112	0,274	0,364

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## Ertrags- und Vermögenslage

Die Blue Cap bilanziert nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuches (HGB).

Da die Blue Cap bis jetzt, mit Ausnahme des 70%igen Anteils an H.Schreiner, Minderheitsanteile eingegangen ist, sind die Beteiligungen als Finanzbeteiligungen in der Bilanz gebucht. Eine eventuelle Vollkonsolidierung des 70%igen Anteils an H.Schreiner haben wir in unseren Zahlen nicht berücksichtigt.

Als Beteiligungsgesellschaft generiert die Blue Cap Einnahmen in Form von Erträgen aus den eingegangenen Investitionen. Neben Veräußerungserlösen, deren Zeitpunkt schwer vorherzusagen ist, hat die Blue Cap gegenwärtig keine sonstigen nennenswerten Einnahmequellen. Den Marktwert der eingegangenen Beteiligung schätzen wir auf € 9,5 Mio. Da die Blue Cap ihre Expertise auf Spezialsituationen gelegt hat, wurden die Beteiligungen zu relativ niedrigen Anschaffungs-/Herstellungskosten eingegangen. Der Buchwert der gegenwärtigen vier Beteiligungen (SMB David, Maxxtec, H.Schreiner und inheco) liegt bei € 3,7 Mio. Folglich schätzen wir die stillen Reserven der Gesellschaft auf etwa € 5,8 Mio. Die stillen Reserven stellen die Basis für die zukünftigen Erträge aus Veräußerungen dar, deren Zeitpunkte jedoch schwer einzuschätzen sind.

2007 veräußerte die Blue Cap ihre Beteiligung an der Proton Power Systems. Zudem wurde die Put-Option für die 30%ige Beteiligung an Hudson Bike ausgeübt. Da der Ausübungspreis dem Einkaufswert entspricht, wird bei dieser Transaktion kein Gewinn erzielt. Die Einnahmen aus der Ausübung der Put-Option schätzen wir auf T€ 480.

Die Aufwandsstruktur der Blue Cap ist relativ einfach und die Fixaufwendungen pro Jahr schätzen wir auf rund T€ 400. Die Aufwendungen insgesamt bestehen in erster Linie aus den Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Gegenwärtig beschäftigt das Unternehmen vier Mitarbeiter. Es ist geplant in 2008 weitere zwei Mitarbeiter einzustellen. Folglich rechnen wir mit steigendem Personalaufwand in den nächsten Jahren. In 2007/08 schätzen wir den Personalaufwand auf T€ 200, in 2008/09 auf T€ 380.

Abschreibungen spielten in den letzten Jahren keine Rolle. Aufgrund der Fokussierung auf Spezialsituationen in weniger riskanten „Old Economy Unternehmen“ gehen wir davon aus, dass die Abschreibungen auch in der Zukunft auf einem niedrigen Niveau bleiben. Ohne Berücksichtigung weiterer Kapitalerhöhungen gehen wir für 2008/09 von sonstigen betrieblichen Aufwendungen in der Höhe von € 0,2 Mio. aus.

Da die Beteiligungen ausschließlich mit Eigenkapital finanziert sind, betragen die Zinsaufwendungen nur T€ 27 in 2006. Wir gehen davon aus, dass auch in den nächsten Jahren eine ähnliche Finanzierungsstrategie verfolgt wird, so dass die Zinsaufwendungen in den nächsten Jahren auf einem niedrigen Niveau verharren werden.

Die Erträge aus Veräußerungen sind steuerfrei, so dass wir mit einer Steuerquote von Null in den nächsten Jahren rechnen.

**Bei einem geschätzten Beteiligungswert von € 9,5 Mio. betragen die stillen Reserven € 5,8 Mio.**

**Veräußerung der Beteiligungen Proton Power Systems und Hudson Bike**

**Jährliche Fixkosten schätzen wir auf etwa T€ 400**

**Keine nennenswerte Abschreibungen erwartet**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Um eine Eigenkapitalrendite von 10% zu erreichen müssten jährlich Veräußerungserlöse in Höhe von €1,0 Mio. erzielt werden**

Bei jährlichen Fixaufwendungen von T€ 400 müsste das Unternehmen jährlich etwa € 1,0 Mio. Veräußerungserlöse erzielen, damit eine Eigenkapitalrendite von mindesten 10% p.a. erreicht wird (Eigenkapital beträgt knapp € 6 Mio.). Bei stillen Reserven von etwa € 4,5 Mio. könnte theoretisch eine Eigenkapitalrendite von 10% p.a. für die nächsten vier Jahre erreicht werden.

In 2007 wurden keine weiteren Investitionen mehr eingegangen. Für 2008 rechnet das Unternehmen mit dem Erwerb einer weiteren Beteiligung.

## Bewertung

**Die Blue Cap kann nicht mit den klassischen Beteiligungsgesellschaften verglichen werden.**

Aufgrund der Fokussierung der Blue Cap auf Unternehmen in Sondersituationen haben wir Blue Cap nicht mit klassischen Beteiligungsgesellschaften, deren Schwerpunkt auf der Frühphasenfinanzierung liegt, verglichen. Eine Cash Flow Bewertung wäre ebenfalls nicht zielführend, weil uns die notwendigen Informationen über die Beteiligungen nicht zur Verfügung stehen und die Cash Flow Methode junge, nicht börsennotierte Wachstumsunternehmen tendenziell überbewertet.

Auch ein Vergleich mit Unternehmen wie Arques und Aurelius, die sich als Sanierer verstehen, kommt nicht in Betracht. Diese Unternehmen konsolidieren ihre Beteiligungen und legen ihren Investmentschwerpunkt mittlerweile auf eine andere Größenklasse. Somit treten diese Unternehmen eher als Konglomerate auf.

Um diese Problematik zu umgehen, haben wir die einzelnen Beteiligungen anhand der Peer Group Analyse und die Gesellschaft mit der Sum-of-the-Parts Methode bewertet.

Zur Bewertung der SMB David haben wir Gildemeister als typischen Maschinenbauer sowie die Sto AG als Baulieferant mit einem vergleichbaren Zyklus herangezogen. Hinzu kommt die H.P.I. Holding bestehend aus zwei Beteiligungen: Spannringe für die Chemieindustrie (dem wichtigsten Abnehmer der Anlagen von SMB David) und einem kleineren Maschinenbauer im Bereich Erodiermaschinen. Mit einer Marktkapitalisierung von € 12,5 Mio. ist die H.P.I. Holding mit der SMB David gut vergleichbar.

**Den fairen Wert der SMB David Beteiligung schätzen wir auf €2,9 Mio.**

Die Peer Group Analyse basierend auf 2008er Schätzungen liefert Werte zwischen € 2,3 Mio. und € 3,1 Mio. für den 40%-igen Anteil an SMB David. Bei einer Gleichgewichtung der zwei Profitabilitätskennzahlen (jeweils 40%) und einer 20%-igen Gewichtung der Kennzahl EV/Sales erhalten wir einen fairen Wert von € 2,9 Mio. Die Mindergewichtung der Kennzahl EV/Umsatz erklärt sich damit, dass dieser Wert nur bedingt zum Vergleich geeignet ist, da die SMB David mit 15% bis 20%-igen operativen Margen deutlich über der Vergleichsgruppe liegt. Die Branche dürfte sich nahe des Peaks befinden. Aber auch bei einer Betrachtung über den Zyklus halten wir operative Margen von 7% bis 10% für realistisch. Risiko bildet hier jedoch die Abhängigkeit von den zwei Großkunden Dow Chemical und BASF.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

**Tabelle 10: Peer Group Bewertung SMB David GmbH**

	Marktkap. (in € Mio.)	KGV 08e	EV/Sales 08e	EV/EBITDA 08e
Gildemeister	719,0	11,12	0,58	5,71
H.P.I. Holding	12,5	6,85	0,37	3,74
STO AG	333,7	6,40	0,49	4,08
Mittelwert	355,0	8,1	0,48	4,51
Implizierter fairer Wert in € Mio.		10,1	7,6	10,4
Liquiditätsabschlag		25,0%	25,0%	25,0%
Wert SMB David		7,6	5,7	7,8
Blue Cap-Anteil		40,0%	40,0%	40,0%
Wert Anteil Blue Cap		3,0	2,3	3,1
Fairer Wert Anteil, SMB David		2,9		

Quelle: JCF / BankM

Bei der Bewertung der Maxxtec, die im Bereich regenerative Energien und Wärmetechnik tätig ist, haben wir als Vergleichsunternehmen zwei Unternehmen aus der Biogasindustrie, Envitec und Schmack Biogas, gewählt, sowie die BDI Biodiesel. Da die Maxxtec vor allem im industriellen Bereich tätig ist, haben wir die Biogas bzw. Biodiesel Hersteller mit einem Anlagenbauer, der GEA AG, gemischt. Aufgrund der hohen Marktkapitalisierung von rund € 3,7 Mrd. ist der Vergleich jedoch nur bedingt geeignet.

Die Peer Group Analyse basierend auf 2008er Schätzungen liefert Werte zwischen € 2,8 Mio. und € 4,1 Mio. für den 17,7%igen Anteil an Maxxtec. Gegenwärtig sind die operativen Margen der Maxxtec (etwa 5%) noch von hohen Entwicklungskosten belastet. Bei positiven Weiterentwicklungen, würden die Forschungs- und Entwicklungskosten unterproportional wachsen, was sich positiv auf die zukünftige Margensituation auswirkt. Daher ist es sinnvoll die Kennzahl EV/Sales bei der Bewertung übergewichtet einfließen zu lassen. Bei einer höheren Gewichtung der Kennzahl EV/Sales (40%) und einer Gleichgewichtung der beiden übrigen Kennzahlen (jeweils 30%) erhalten wir einen fairen Wert von € 3,4 Mio. Wir rechnen bei Maxxtec aufgrund des hohen Ölpreises mit einer guten Geschäftsentwicklung in den kommenden Jahren, eine Anhebung der 2008er Gewinnerwartung erscheint möglich. Eine Chance sehen wir auch in einem Exit.

**Den fairen Wert der Maxxtec Beteiligung schätzen wir auf €3,4 Mio.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Tabelle 11: Peer Group Bewertung Maxxtec AG

	Marktkap. (in € Mio.)	KGV 08e	EV/Sales 08e	EV/EBITDA 08e
Envitec Biogas	334,5	18,74	2,00	11,85
BDI Biodiesel	78,1	19,03	1,12	16,81
GEA Group	3707,4	12,17	0,73	6,98
Schmack Biogas	149,9	45,58	0,90	14,66
Mittelwert	1067,5	23,9	1,19	12,58
Implizierter fairer Wert		21,5	31,2	23,3
Liquiditätsabschlag		25,0%	25,0%	25,0%
Wert Maxxtec		16,1	23,4	17,5
Blue Cap-Anteil		17,7%	17,7%	17,7%
Wert Anteil Blue Cap		2,8	4,1	3,1
Fairer Wert Anteil, Maxxtec		3,4		

Quelle: JCF / BankM

Das wichtigste Endkundensegment der H. Schreiner bildet die Autoindustrie. Als Vergleichsunternehmen haben wir folglich zwei Zulieferer mit einem Technologiefokus gewählt: PWO AG und Elmos. Beide sind mit einer Marktkapitalisierung von € 135,1 Mio. bzw. € 87,5 Mio. noch relativ klein.

**Den fairen Wert der H. Schreiner Beteiligung schätzen wir auf € 1 Mio.**

Die Peer Group Analyse basierend auf 2008er Schätzungen liefert Werte zwischen € 0,3 Mio. und € 1,5 Mio. für den 70%igen Anteil an H. Schreiner. Durch aktive Unterstützung bei der Restrukturierung erhofft sich Blue Cap die gegenwärtig relativ niedrigen operativen Margen der H. Schreiner zu erhöhen, was zu einer Bewertungserhöhung in Richtung von € 1,5 Mio. führen könnte. Wir glauben, dass es Blue Cap gelingen wird die Margen bei H. Schreiner auszubauen und haben daher die Kennzahl EV/Sales mit 40% gewichtet. Bei einer Gleichgewichtung der übrigen zwei Kennzahlen (jeweils 30%) erhalten wir einen fairen Wert von € 1,0 Mio.

Tabelle 12: Peer Group Bewertung H. Schreiner

	Marktkap. (in € Mio.)	KGV 08e	EV/Sales 08e	EV/EBITDA 08e
Elmos	135,1	9,16	0,99	4,06
PWO AG	87,5	8,81	0,49	3,60
Mittelwert	111,3	9,0	0,74	3,83
Implizierter fairer Wert		1,7	2,9	0,5
Liquiditätsabschlag		25,0%	25,0%	25,0%
Wert H.Schreiner		1,3	2,2	0,4
Blue Cap-Anteil		70,0%	70,0%	70,0%
Wert Anteil Blue Cap		0,9	1,5	0,3
Fairer Wert Anteil, H. Schreiner		1,0		

Quelle: JCF / BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

Die Peer Group Analyse basierend auf 2008er Schätzungen liefert Werte zwischen € 1,3 Mio. und € 3,6 Mio. für den 40,8%igen Anteil an inheco. Die operativen Margen werden gegenwärtig noch von hohen Entwicklungskosten belastet. Die zukünftige Margenentwicklung wird vor allem davon abhängen, wie sich die neuen Wachstumshoffnungen, PCR-Cycler und Incubator Shaker, entwickeln werden. Da wir denken, dass es inheco gelingen wird über diese beiden Wachstumsträger profitabel zu wachsen und Skaleneffekte zu realisieren, haben wir EV/Sales mit 40% gewichtet. Bei einer Gleichgewichtung der übrigen Kennzahlen (jeweils 30%) erhalten wir einen fairen Wert von € 2,2 Mio. In diesem Wert sind über die Multiples die Wachstumshoffnungen der inheco berücksichtigt.

**Den fairen Wert der inheco Beteiligung schätzen wir auf €2,2 Mio.**

**Tabelle 13: Peer Group Bewertung inheco**

	Marktkap. (in € Mio.)	KGV 08e	EV/Sales 08e	EV/EBITDA 08e
Pulsion	51,6	11,49	1,40	6,27
Stratec	241,8	18,92	2,79	11,73
Mittelwert	146,7	15,2	2,09	9,00
Implizierter fairer Wert		4,1	11,8	4,3
Liquiditätsabschlag		25,0%	25,0%	25,0%
Wert Inheco		3,1	8,9	3,2
Blue Cap-Anteil		40,8%	40,8%	40,8%
Wert Anteil Blue Cap		1,3	3,6	1,3
Fairer Wert Anteil, Inheco		2,2		

Quelle: JCF / BankM

Unter Berücksichtigung der jeweiligen Beteiligungsquoten schätzen wir den Wert der Beteiligungen auf € 9,5 Mio. Zusätzlich zu berücksichtigen ist die Nettoliquidität von € 1,48 Mio. Bei zwei Millionen Aktien impliziert dies einen fairen Wert von € 5,51 je Aktie. Bei einem gegenwärtigen Kurs von € 3,30 besitzt das Papier ein Kurspotenzial von 66,9%.

**Wir schätzen den fairen Wert basierend auf eine Sum-of-the-Parts Bewertung auf €5,51 pro Aktie**

**Tabelle 14: Bewertungsübersicht Blue Cap AG**

	Wert in € Mio.
Wert des Beteiligungsportfolios	9,5
Nettoliquidität	1,5
Total Assets	11,0
Schulden	0,0
Wert des Eigenkapitals	11,0
Anzahl Aktien	2,0
Wert pro Aktie	5,51
Kurs heute	3,30
Kurspotenzial in %	66,9%

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Klarer Fokus auf mittelständischen Unternehmen in Krisen bzw. Sondersituationen
- Beteiligung an etablierte Nischenunternehmen
- Schlanke Personalstruktur von Blue Cap
- Erfahrenes Management mit einem erfolgreichen Track Record
- Die Beteiligungen werden kaufmännisch und finanztechnisch optimiert, unternehmerische Kontinuität bleibt gewahrt.
- Lokaler Fokus der Beteiligungen (Standorte in Süddeutschland erleichtern Beteiligungscontrolling)
- Solide Finanzsituation: EK-Quote: 98,6% (30.06.2007)
- Beteiligungen im Mittelstand immer noch ein Nischengeschäft
- Aufgrund der Nische/Größe keine preistreibenden Auktionen beim Kauf der Beteiligungen

### Chancen

- Aussichtsreiche Portfoliounternehmen, Exits über IPOs (z.B. Entry Standard) denkbar
- Positiver News Flow durch besser als erwartete operative Entwicklung der Beteiligungen möglich
- Langfristige Themen wie Nachfolgeproblematik, geringe Eigenkapitalquoten und Innovations- und Wachstumsfinanzierung sichern einen kontinuierlichen Zufluss von Investmentkandidaten
- Größere Übernahmen mit zunehmendem Erfolg möglich
- Auflösung einer Krise bzw. Sondersituation kann schnell zu Wertsteigerungen führen
- Erfahrung von Blue Cap verbessert die Chance auf eine erfolgreiche Neuausrichtung
- Noch geringe Erschließung des Mittelstandes für Private Equity, daher wenige Konkurrenten
- Unternehmen in Sondersituationen können mit geringem Kapitaleinsatz erworben werden

### Schwächen

- Noch geringe Unternehmensgröße
- Branchendiversifikation beschränkt Blue Cap auf aktive Unterstützung der Beteiligungen im kaufmännischen Bereich
- Aktives Beteiligungsmanagement bindet Kapazitäten, Know-how nicht beliebig skalierbar
- Geringe Börsenliquidität, geringer Free Float
- Beteiligungen werden ausschließlich mit Eigenkapital finanziert
- Transparenz als Beteiligungsunternehmen für Außenstehenden nur bedingt gegeben
- Umsätze werden nur durch erfolgreiche Exits generiert, regelmäßige Einnahmen fehlen

### Risiken

- Beteiligungen auf den Bereich erneuerbare Energien bzw. Maschinenbau konzentriert (Klumpenrisiko)
- Mit gegenwärtig nur vier Beteiligungen ist Blue Cap nur gering diversifiziert
- Kapitalmarktschwäche könnte Exits und Übernahmefinanzierung erschweren
- Erfolgreiche Restrukturierungsbemühungen können investiertes Kapital aufzehren
- Konjunkturelle Besserung vermindert Anzahl potenzieller Erwerbsunternehmen im Bereich Turnaround und treibt eventuell die Preise in die Höhe
- Novelle zur Besteuerung von Beteiligungsgesellschaften könnte negativ ausfallen
- Schärfere Wettbewerb könnte zu höheren Einstandspreisen führen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e	2009/10e
Umsatzerlöse	n.a.	n.a.	0,015	0,500	1,500	1,650
Materialaufwand	n.a.	n.a.	-0,015	-0,050	0,000	0,000
Bruttoergebnis	n.a.	n.a.	0,000	0,450	1,500	1,650
Personalaufwand	n.a.	n.a.	-0,084	-0,200	-0,360	-0,390
Sonstige betr. Erträge/Aufwendungen	n.a.	n.a.	-0,319	-0,200	-0,200	-0,200
Abschreibungen	n.a.	n.a.	-0,001	0,000	0,000	0,000
EBIT	n.a.	n.a.	-0,405	0,050	0,940	1,060
Finanzergebnis	n.a.	n.a.	-0,027	0,037	0,026	0,017
A.o. Ergebnis vor Steuern	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	n.a.	n.a.	-0,432	0,087	0,966	1,077
A.o. Ergebnis nach Steuern	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	n.a.	n.a.	-0,432	0,087	0,966	1,077
Bereinigungen	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	n.a.	n.a.	-0,432	0,087	0,966	1,077
Gewichtete Anzahl Aktien	n.a.	n.a.	1,50	1,88	2,00	2,00
EPS	n.a.	n.a.	-0,29	0,05	0,48	0,54
EPS bereinigt	n.a.	n.a.	-0,29	0,05	0,48	0,54
DPS	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

Bilanzen (in Mio. €)	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e	2009/10e
Anlagevermögen	n.a.	n.a.	2,776	3,663	4,933	6,330
Immaterielle Vermögensgegenstände	n.a.	n.a.	0,002	0,002	0,002	0,002
Sachanlagen	n.a.	n.a.	0,002	0,002	0,002	0,002
Finanzanlagen	n.a.	n.a.	2,772	3,659	4,929	6,326
Umlaufvermögen	n.a.	n.a.	2,471	1,655	1,371	1,055
Vorräte	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen	n.a.	n.a.	0,324	0,176	0,359	0,394
Kasse und WP	n.a.	n.a.	2,147	1,479	1,012	0,661
Sonstiges Aktiva	n.a.	n.a.	0,035	0,035	0,035	0,035
Summe Aktiva	n.a.	n.a.	5,282	5,353	6,339	7,420
Eigenkapital	n.a.	n.a.	5,207	5,295	6,261	7,338
Rücklagen	n.a.	n.a.	5,207	5,295	6,261	7,338
Anteile Dritter	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	n.a.	n.a.	0,034	0,034	0,034	0,034
Verbindlichkeiten	n.a.	n.a.	0,040	0,024	0,044	0,048
Zinstragende Verbindlichkeiten	n.a.	n.a.	0,004	0,004	0,004	0,004
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	n.a.	n.a.	0,036	0,020	0,040	0,044
Sonstige Passiva	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Summe Passiva	n.a.	n.a.	5,282	5,353	6,339	7,420

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Kapitalflußrechnung (in Mio. €)	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e	2009/10e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	n.a.	n.a.	0,000	0,219	0,803	1,046
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	n.a.	n.a.	0,000	-0,887	-1,270	-1,397
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	n.a.	n.a.	0,000	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	n.a.	n.a.	0,000	-0,668	-0,467	-0,351
Flüssige Mittel am Ende der Periode	n.a.	n.a.	2,147	1,479	1,012	0,661

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

Kennzahlen	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e	2009/10e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
NAV in € Mio.	n.a.	n.a.	n.a.	11,01	11,98	13,27
NAV pro Aktie in €	n.a.	n.a.	n.a.	5,51	5,99	6,63
Beteiligungsvolumen in € Mio.	n.a.	n.a.	n.a.	3,66	4,93	6,33
Beteiligungsvolumen pro Aktie in €	n.a.	n.a.	n.a.	1,83	2,46	3,16
Abschreibungen in € Mio.	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00
P/E berichtet	n.a.	n.a.	n.m.	70,74	6,83	6,13
P/E bereinigt	n.a.	n.a.	n.m.	70,74	6,83	6,13
Preis/Buchwert	n.a.	n.a.	1,44	1,17	1,05	0,90
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
EBIT Marge	n.a.	n.a.	n.m.	10,0%	62,7%	64,2%
Vorsteuer-Marge	n.a.	n.a.	n.m.	17,5%	64,4%	65,3%
Netto Marge	n.a.	n.a.	n.m.	17,5%	64,4%	65,3%
ROE	n.a.	n.a.	n.m.	1,7%	16,7%	15,8%
ROCE	n.a.	n.a.	n.m.	1,4%	20,6%	17,7%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	n.a.	n.a.	3,7	125,0	250,0	275,0
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	n.a.	n.a.	-108,0	21,9	161,0	179,6
Anzahl Mitarbeiter	n.a.	n.a.	4	4	6	6
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	n.a.	n.a.	98,6%	98,9%	98,8%	98,9%
Nettoverschuldung in € Mio.	n.a.	n.a.	-2,143	-1,475	-1,008	-0,657
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	n.a.	n.a.	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerquote	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmensangaben / BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Insbesondere nicht-qualifizierte Anleger sollten sich hinsichtlich ihrer Anlageentscheidung fachlich beraten lassen. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Michael Vara, Analyst, und Daniel Großjohann, Analyst. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die Blue Cap AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten in den letzten zwölf Monaten:

Bisher wurden keine Finanzanalysen zum Emittenten durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG veröffentlicht.

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten einige textliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

09.01.2008

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 07.01.2008

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

### C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich über entsprechende Beschränkungen informieren und diese beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen. Im Rahmen des öffentlichen Angebots der Aktien des Unternehmens wurde ein Wertpapierprospekt erstellt, der unter <http://www.blue-cap.de/erhaeltlich> ist. Potenziellen Investoren wird empfohlen, dieses Dokument vor Kauf der Wertpapiere zu lesen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt damit keine Haftung für Schäden und Folgeschäden, die auf leichter Fahrlässigkeit beruhen, es sei denn dass eine Haftung auch in diesem Fall aus rechtlichen Gründen zwingend ist, wie z. B. gem. § 309 Ziffer 7. lit a) BGB.

Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# Blue Cap AG

9. Januar 2008

---

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document.**

© 2007 BankM | Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Reuterweg 16, D-60323 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Bahnstraße 37, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten

---

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!