



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

**Blue Cap AG**  
value for industries

**Marktsegment: Open Market  
Branche: Beteiligungsgesellschaft**

**Initial Coverage - Kapitalerhöhung**

**7. März 2007**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**

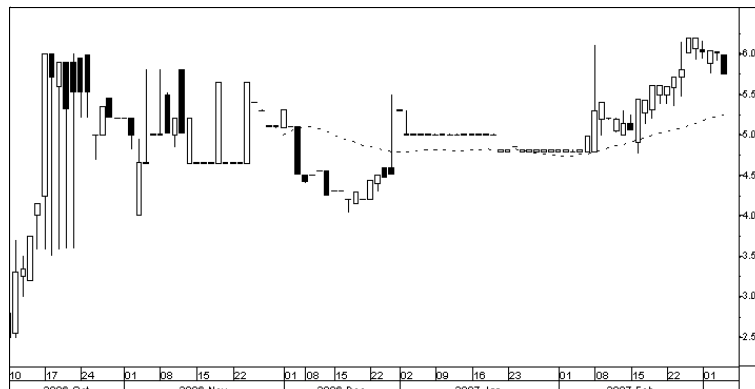
## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Das Unternehmensprofil	6
Unternehmenshistorie	8
Die Kapitalerhöhung	10
Markt und Marktumfeld für Beteiligungsunternehmen	12
Unternehmensportfolio	17
Prognosen	22
Bewertung	24
Fazit	25

**BLUE CAP AG** 4)Akkumulieren  
Vorher: -**Ereignis:**Initial Coverage;  
Kapitalerhöhung**Einschätzung:**

Akkumulieren

<b>IR</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Ersteller: Pierre Drach (Analyst), Zafer Rüzgar (Analyst)

BLUE CAP

- ⇒ **BLUE CAP ist eine junge Beteiligungsgesellschaft mit derzeit 4 Portfoliounternehmen**
- ⇒ **Der Vorstand und Großaktionär Dr. Hannspeter Schubert verfügt über eine umfassende Historie im Beteiligungsgeschäft und kann auf mehrere erfolgreiche Transaktionen zurückschauen**
- ⇒ **Das Unternehmen konzentriert sich mit Hilfe von externen Beratern auf Problemfälle wie Sanierungen, Unternehmensnachfolgen oder Insolvenzen und bringt sich aktiv in die Problemlösung ein**
- ⇒ **Die Ermittlung eines fairen Unternehmenswertes anhand von zukunftsgerichteten Bewertungsmodellen (DCF-Modell), ist u.E. nicht sinnvoll. Auch ein Peer-Group-Vergleich mit anderen Beteiligungsunternehmen ist nicht zielführend. Wir haben daher für die Bewertung der BLUE CAP AG die Net Asset Value-Betrachtung als geeignete Bewertungsmethode identifiziert**
- ⇒ **Wir haben das Portfolio der BLUE CAP AG untersucht und einen aktuellen NAV des Portfolios von 5,80 Euro je Aktie errechnet. Unser Votum lautet Akkumulieren**

BLUE CAP AG		Beteiligungsgesellschaft		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	30. Jun	Rel. 1 Monat	24,7			
Aktienanzahl (Mio.)	1,500	www.blue-cap.de		Rel. 3 Monate	9,0			
Ø Tagesumsatz	508	Letzte Dividende (Euro)	-	Rel. 6 Monate	-			
ISIN	DE000A0JM2M1	Zahltag Dividende	-	Rel. 12 Monate	-			
Kurs (Frankfurt)	5,74 Euro	Marktkapit. (Mio. Euro)	8,6	Beta	-			
06.03.2007 12:00 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	53,3			
52W Hoch	6,20	Datum	27.02.07	keine Indexzugehörigkeit				
52W Tief	2,50	Datum	10.10.06					
Aktionäre:	Southern Blue Beteiligungsgesellschaft mbH: 86%; Aufsichtsrat: 5%; Streubesitz: 9%							
(vor Kapitalerhöhung)								
Beteiligungen:	KSW Holding GmbH: 40,00%; Hudson Bike GmbH: 30,00%; Southern Blue 01 GmbH: 28,00%; inheco Industrial Heating and Cooling GmbH: 15,34%							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 2008/09e:	39,46
2005/06	0	-50	-50	-50	-0,03	neg.	EV/EBIT 2008/09e:	6,74
2006/07e	0	-483	-463	-463	-0,31	neg.	Div.-Rendite 06e:	-
2007/08e	90	-426	-393	-393	-0,26	neg.	CAGR Umsatz 06-09e:	-
2008/09e	210	1.230	1.246	1.246	0,83	6,9	CAGR JÜ 06-09e:	-
Zahlen in Tsd. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: HGB

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## STÄRKEN

- **Neugegründete Beteiligungsgesellschaft mit bereits vier Beteiligungen**
- **Dr. Hannspeter Schubert hat als Vorstand eine erfolgreiche Historie als Beteiligungs-Investor und zudem als Wirtschaftsprüfer und Steuerberater den notwendigen fachlichen Background**
- **Die Gesellschaft arbeitet mit einer geringen Kostenstruktur (nur ein Mitarbeiter), so dass anfallende Beteiligungserträge den Aktionären zu Gute kommen**
- **Die SMB David GmbH ist bereits ein relativ reifes Unternehmen, dessen Exit in absehbarer Zeit möglich erscheint**
- **Mit der Proton Power Systems wird bereits ein Beteiligungsunternehmen an der AIM notiert, so dass hier ein Teil des NAVs durch eine Börsenbewertung hinterlegt ist**
- **Der Vorstand ist gut vernetzt und bekommt einen umfassenden Deal-flow ohne Eigenakquise aus dem Partnerumfeld vorgestellt**
- **Mit dem Aufsichtsrat verfügt BLUE CAP über hochkarätiges Industrie- und Unternehmens-Know-how**

## CHANCEN

- **In dem von BLUE CAP bearbeiteten Geschäftsfeld, dem Eingehen von Beteiligungen in Special Situations, besteht ein überschaubares Wettbewerbsumfeld**
- **Ausgewogener Mix aus chancenreichen mittelfristigen Private Equity Investments und attraktiven Börsenkandidaten**
- **Portfoliounternehmen mit vielversprechenden, innovativen Technologien und Wachstumsmöglichkeiten**
- **inheco ist derzeit auf dem Weg, sich zu einer ertragsstarken Gesellschaft zu entwickeln**

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## SCHWÄCHEN

- Die Gesellschaft ist stark vom alleinigen Vorstand und Großaktionär Herrn Dr. Schubert abhängig, ein Ausfall von ihm ist schwer zu ersetzen
- Die Gesellschaft BLUE CAP verfügt nicht über einen eigenen Track Record
- Das Beteiligungsportfolio ist derzeit mit vier Unternehmen nur schwach diversifiziert, ein Ausfall würde zu einem erheblichen Wertrückgang führen
- Die Gesellschaft wird auch nach der Kapitalerhöhung nicht die Finanzkraft haben, Projekte in einem Volumen von deutlich über 1 Mio. Euro alleine zu finanzieren
- Durch mögliche Co-Investoren könnte die aktive Portfoliopolitik bei Neuinvestments eingeschränkt werden
- Geringe Unternehmensgröße der BLUE CAP und ihrer Beteiligungen

## RISIKEN

- Proton Power und Hudson Bike haben noch nicht bewiesen, dass das Geschäftsmodell tragfähig ist
- Exit-Schwierigkeiten in schlechten Börsenphasen und bei zurückhaltender Investitionsbereitschaft von Private Equity-Gesellschaften
- Mögliche Insolvenz von Portfoliounternehmen ist generelles Turnaround-Risiko

## Das Unternehmensprofil

*BLUE CAP ist eine in 2006 gegründete Beteiligungsgesellschaft*

*Fokus: Special Situations*

*Gutes Partnernetzwerk*

BLUE CAP ist eine in 2006 gegründete Beteiligungsgesellschaft, deren Stärke in der Verbindung von Kapitalbeteiligung und Beratung besteht. Die Zielunternehmen sind in der „Old Economy“ zu finden, z.B. in den Branchen Maschinen- und Anlagenbau und Elektrotechnik. Favorisiert werden Beteiligungen in Nischenanbietern.

Da die Gesellschaft über ein sehr begrenztes Beteiligungskapital verfügt, erfolgt die Suche nach Special Situations (Insolvenzen, Sanierungen, Nachfolgeprobleme etc.), um hier vor allem die Stärke des BLUE CAP-Teams, den umfassenden Beratungsansatz, einzusetzen.

BLUE CAP hat als Zielgröße Unternehmen mit einem Umsatz von 10 bis 100 Mio. Euro avisiert, in die rund 0,5 bis 1,0 Mio. Euro investiert werden soll. Dabei ist bei Unternehmen in kritischen Unternehmensphasen, und nur hier erscheint bei dem Beteiligungsvolumen eine Möglichkeit zu bestehen, auch eine Mehrheitsübernahme möglich.

Um die notwendige enge Zusammenarbeit mit den Unternehmen realisieren zu können, werden Beteiligungen vorwiegend im süddeutschen Raum angestrebt.

Zur Durchführung der Strategie greift das Unternehmen auf ein Partnernetzwerk zurück, das sich u.a. aus den Mitgliedern des Aufsichtsrates, M&A-Beratern, Rechtsanwälten und Steuerberatern etc. zusammensetzt.

Ein Beteiligungsunternehmen, die Proton Power Systems PLC, konnte erfolgreich an der Londoner Börse eingeführt werden.

Der Beteiligungsansatz ist im unten stehenden Schaubild umfassend dargestellt. Wir wollen darauf verweisen, dass dieser Ansatz bereits durchaus erfolgreich von Arques oder der GCI Management AG (natürlich in etwas veränderter Form was z.B. Unternehmensgrößen angeht) umgesetzt wird. Hierbei ist vor allem darauf zu achten, dass bei Unternehmen, die sich in einer Krisensituation befinden, und dies ist der definierte Targetbereich, einige spezifische Merkmale zu beachten sind:

- Unsicherheiten beim Management
- Abwanderung/innere Kündigung wichtiger Mitarbeiter
- Häufig unrealistische Unternehmensplanungen

Investmentansatz	
<p><b>Investitionskriterien</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➔ Mehrheitliche Übernahme möglich</li> <li>➔ Handlungsdruck gegeben</li> <li>➔ Klar erkennbare Wertschöpfungspotenziale</li> </ul>	<p><b>Investitionsgröße</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➔ Umsatz zwischen 10 und 100 Mio. Euro</li> <li>➔ Investitionssumme 0,5 bis 1,0 Mio. Euro</li> <li>➔ Kritische Größe für Umstrukturierung nicht unterschritten</li> </ul>
<p><b>Branchen</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➔ Nicht auf Branchen festgelegt</li> <li>➔ Vorzugsweise Maschinen- und Anlagebau, Elektrotechnik</li> <li>➔ Nischenunternehmen bevorzugt</li> </ul>	<p><b>Standorte</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➔ Deutschsprachiger Raum</li> <li>➔ Vorwiegend Süd-Deutschland</li> <li>➔ Produktionsverlagerung und Vertriebs-Roll-out im europäischen Ausland</li> </ul>
Quelle: BLUE CAP	

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

- Schlechte Informationspolitik gegenüber Kunden/Lieferanten
- Schwierigkeiten mit Banken bzw. Finanzierungspartnern
- Ausschöpfung „aller“ Möglichkeiten bei der Liquiditätsbeschaffung um nur einige zu nennen.

Dies führt z.B. bei der Bewertung eines Unternehmens zu Diskrepanzen, denn die Bewertung von Unternehmen, denen z.B. die Kündigung von Banklinien oder Kundenaufträgen droht, ist sehr kompliziert und fehleranfällig.

Nach den im Schaubild (Seite 9) aufgeführten Entwicklungsphasen strebt BLUE CAP den Exit im Regelfall in 2 bis 5 Jahren an, wobei die normalen Exitkanäle (IPO, MBO, Verkauf an Strategen bzw. Finanzinvestor) geplant sind.

Das Team von BLUE CAP besteht aus **Dr. Hannspeter Schubert**, der an der LMU in München Wirtschaftswissenschaften studiert hat und dort promovierte. Er ist zudem Steuerberater und Wirtschaftsprüfer. Der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Schubert & Westhoff GmbH in München steht er vor. Er hat eine umfassende praktische Erfahrung als Partner einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gesammelt und schon viele M&A-Transaktionen begleitet. Siehe nähere Informationen zum Team in der Managementbeschreibung. Als nicht angestellte Investment-Manager, die Herr Dr. Schubert kurzfristig aus seinem Netzwerk aktivieren kann, gehören:

Wirtschaftswissenschaftler **André Gómez Müschenborn**, der für Research und Transaktionsabwicklung verantwortlich ist, der Wirtschafts- und Organisationswissenschaftler **Frank Nöthel**, der Beteiligungsverwaltung und -controlling übernimmt, sowie der Betriebswirtschaftler **Johannes Sterzinger**, der für die Themen Deal Sourcing und Investor Relations der AG zuständig ist.

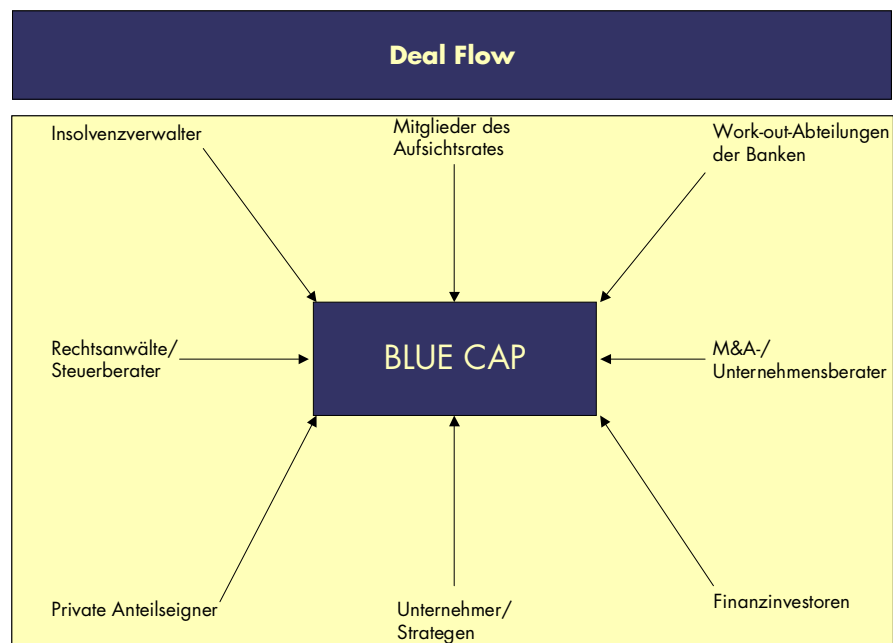
Der Aufsichtsrat besteht aus

**Dr.-Ing. Hans Seifert** (ehemals Vice President bei der Boston Consulting Group) **Sebastian Moss** (Managing Partner der Unternehmensberatung EICON) und **Dr. Thomas Schiller** (Managing Partner bei Arthur D. Little).

---

*Vorstand Dr. Hannspeter Schubert ist ein erfahrener Investor*

---



Quelle: BLUE CAP

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Unternehmenshistorie

### Junges Unternehmen

BLUE CAP wurde als AG am 21. April 2006 gegründet und am 8. Mai 2006 in das Handelsregister München eingetragen.

Der Unternehmensgegenstand ist „Der Erwerb von oder die Beteiligung jeder Art an Unternehmen, das Halten, die Verwaltung und die Verwertung von Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen, der Erwerb, die Verwaltung und die Veräußerung von Grundeigentum, die Verwaltung eigenen Vermögens, die Beratung anderer oder verbundener Unternehmen mit Ausnahme der Rechts- und Steuerberatung, die Erbringung sonstiger Dienstleistungen im Zusammenhang mit den vorgenannten Tätigkeiten.“

Das Geschäftsjahr endet am 30. Juni. Als Vorstand wurde Dr. Hannspeter Schubert berufen. Zur Gründung betrug das Grundkapital 50.000,- Euro, das durch eine Sacheinlage von 1,25 Mio. Euro auf 1,3 Mio. Euro erhöht wurde. Die Sacheinlage erfolgte durch die Southern Blue Beteiligungsgesellschaft mbH (einer Gesellschaft von Herrn Dr. Schubert) in Form der Einbringung der von ihr gehaltenen Geschäftsanteile (15,34 % des Stammkapitals) an der inheco Industrial Heating and Cooling GmbH (nachfolgend auch „inheco“ genannt) sowie an der KSW Holding GmbH (40 % des Stammkapitals). Die KSW Holding GmbH ist ihrerseits wiederum zu 100 % an der SMB-David GmbH beteiligt.

Mit Einbringungsvertrag vom 11. August 2006 brachte die Southern Blue Beteiligungsgesellschaft - ohne Gewährung einer Vergütung – ihren Anteil an der Proton Power Systems PLC (5,84% des ausgegebenen Aktienkapitals) in die BLUE CAP ein.

### Angaben über die Gesellschaft

Firma und Sitz:	BLUE CAP AG, München
Gründungsdatum:	21. April 2006
Geschäftsjahr:	Vom 1. Juli bis zum 30. Juni des jeweils folgenden Jahres
Vorstand:	Dr. Hannspeter Schubert
Aufsichtsrat:	Dr.-Ing. Hans Seifert, Vorsitzender; Sebastian Moss, stellvertretender Vorsitzender; Dr. Thomas Schiller
Grundkapital:	1,5 Mio. Euro eingeteilt in 1,5 Mio. Inhaberaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1 Euro je Aktie
Genehmigtes Kapital:	Bis 0,75 Mio. Euro, befristet bis zum 30. Juni 2011
Bedingtes Kapital:	Bedingtes Kapital ist nicht vorhanden
Zahl- und Hinterlegungsstelle:	Bankhaus Gebr. Martin AG
ISIN:	DE000A0JM2M1
WKN:	A0JM2M
Börsenkürzel:	B7E

Quelle: BLUE CAP

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Am 28. September 2006 errichtete die BLUE CAP als alleinige Gesellschafterin die Firma Hudson Bike GmbH. Mit notariellem Geschäftsanteilsabtretungsvertrag vom 19. Oktober 2006 veräußerte die BLUE CAP einen Geschäftsanteil an der Hudson Bike GmbH im Nominalwert von 17.500,00 (70 % des Stammkapitals) an die PROUT Aktiengesellschaft.

Das Grundkapital beträgt heute 1,5 Mio. Euro, eingeteilt in 1,5 Mio. Inhaberaktien. Als Wirtschaftsprüfer fungiert die angesehene Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ebner, Stolz&Partner. Die Gesellschaft hat neben dem Vorstand keine weiteren Mitarbeiter.

Mehrere erfolgreiche Beteiligungs-geschäfte

**Beispiele der Beteiligungsstrategie**

Dr. Hannspeter Schubert ist als Privatinvestor bzw. über vormalige Beteiligungsstrukturen schon länger im Beteiligungsgeschäft aktiv. So hat er erfolgreich den ostdeutschen Knäckebrot- und Zwieback-Hersteller Burger an Brandt verkauft. Das Unternehmen war in Finanzierungsschwierigkeiten geraten, litt an rückläufigen Umsätzen und einem unbefriedigenden Vertrieb. Herr Dr. Schubert stieg mit einer Investorengruppe ein und konnte beim Verkauf in 2001 über etwa 3 Investitionsraten - nach eigenen Angaben - eine Rendite von rund 400% erzielen.

Ein anderes Beispiel stellt seine Investition in den insolventen Hersteller von Schaltern und Sensoren für den Automotive-Bereich, Günther, dar. Wegen fehlender Immobilienfinanzierungen und einer schlechten Personalpolitik ging die Gesellschaft in die Insolvenz. Nach der Neufinanzierung durch eine Auffanggesellschaft und der Verlagerung der Produktion nach Rumänien konnte Günther nach rund 3 Jahren an den italienischen Kunden Stelvio verkauft werden, der sich vor allem für die Produktion in Rumänien interessierte. Nach Angaben von Herrn Dr. Schubert betrug der Return on Invest in diesem Fall bei einem Investitionszeitraum von rund 3 Jahren etwa 350%.

Zudem war Herr Dr. Schubert noch am Verkauf des Internetdienstleisters Medialab an die börsennotierte US-Gesellschaft razorfish beteiligt. Dem voraus waren eine Optimierung des gesamten kaufmännischen Bereichs, eine strategische Neuausrichtung und deutliche Verbesserungen im Kundenportfolio.



<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Die Kapitalerhöhung

500.000 neue Aktien

Die Gesellschaft plant im März 2007 eine Kapitalerhöhung über 500.000 Aktien am Markt zu platzieren. Damit würde sich das Grundkapital von 1,5 auf 2,0 Mio. Euro erhöhen. Als Lead Manager der Transaktion fungiert die Baader Wertpapierhandelsbank AG. Nach der Kapitalerhöhung würde der Streubesitz, der aktuell bei sehr geringen 9% liegt, auf 32% steigen. Großaktionär wäre dann mit 64% weiterhin die South Blue Beteiligungsgesellschaft mbH, die Herrn Dr. Schubert zuzurechnen ist.

Die Kapitalerhöhung soll zu einem Ausbau und damit auch zu einer Diversifizierung des Portfolios genutzt werden. BLUE CAP zufolge befinden sich gegenwärtig einige mögliche Targets in der Pipeline. Die Erhöhung des Streubesitzes sollte nach unserer Meinung dazu führen, dass die Gesellschaft auch für institutionelle Anleger interessant wird.

### Kapitalerhöhung

#### Transaktion

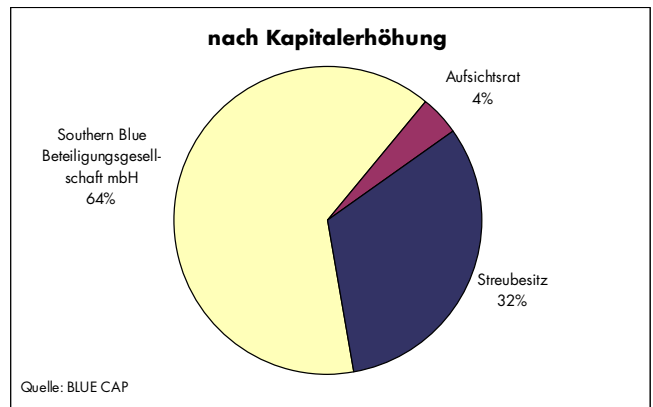
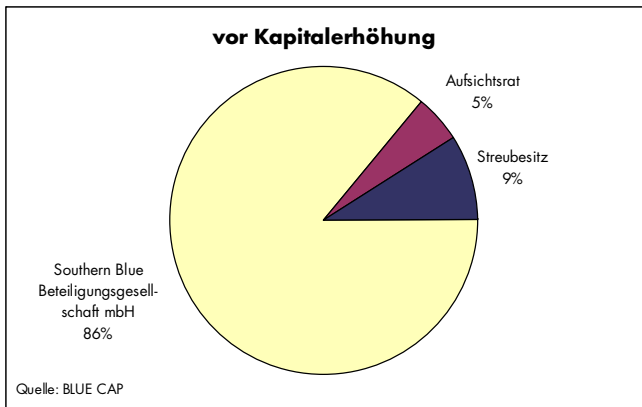
- Öffentliches Angebot von 500.000 Aktien
- Erhöhung des Grundkapitals von 1,5 Mio. auf 2 Mio. Euro
- Festpreis: 4,85 Euro
- Geplantes Emissionsvolumen: 2,5 Mio. Euro
- Angebotszeitraum: -
- Aufnahme in den Entry Standard
- Lead Manager: Baader Wertpapierhandelsbank AG

#### Gründe für Kapitalerhöhung

- Finanzierung von neuen, größeren Engagements
- Erhöhung des Streubesitzes: Steigerung der Attraktivität für professionelle Investoren
- Zugang zum Kapitalmarkt für weitere Finanzierungsrunden
- Höhere Transparenz für BLUE CAP Partner (u.a. Konzerne und Banken)

Quelle: BLUE CAP

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



<b>Aktionärsstruktur</b>			
<b>Aktionär</b>	Anzahl Aktien	Beteiligung in % vor Platzierung	Beteiligung in % nach Platzierung*
<b>Vorstand</b>			
Dr. Hannspeter Schubert	0	0	0
<b>Aufsichtsrat</b>			
Dr.-Ing. Hans Seifert	0	0	0
Sebastian Moos	1.000	0,07%	0,05%
Dr. Thomas Schiller	10.000	0,67%	0,50%
<b>Andere</b>			
Southern Blue Beteiligungsgesellschaft mbH	1.292.194	86,15%	64,61%
Axxion S.A. (Falkenfonds)	82.000	5,47%	4,10%
VINCO Beteiligungs GmbH	65.000	4,33%	3,25%

\* Unter der Annahme, dass die neuen Aktien vollständig platziert werden und die genannten Aktionäre im Rahmen des öffentlichen Angebots keine weiteren Aktien zeichnen

Quelle: BLUE CAP

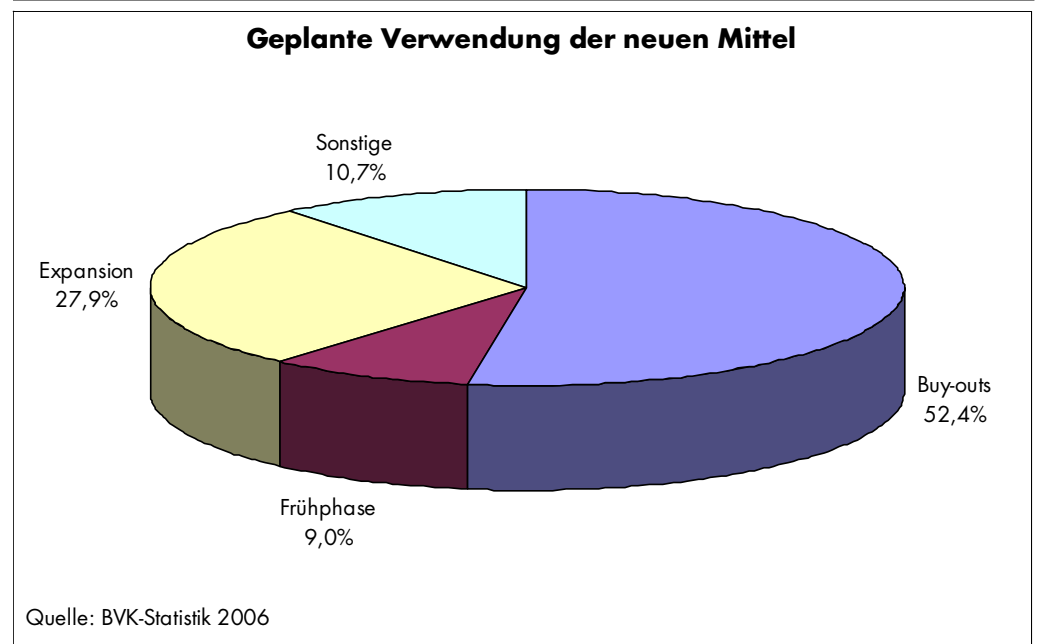
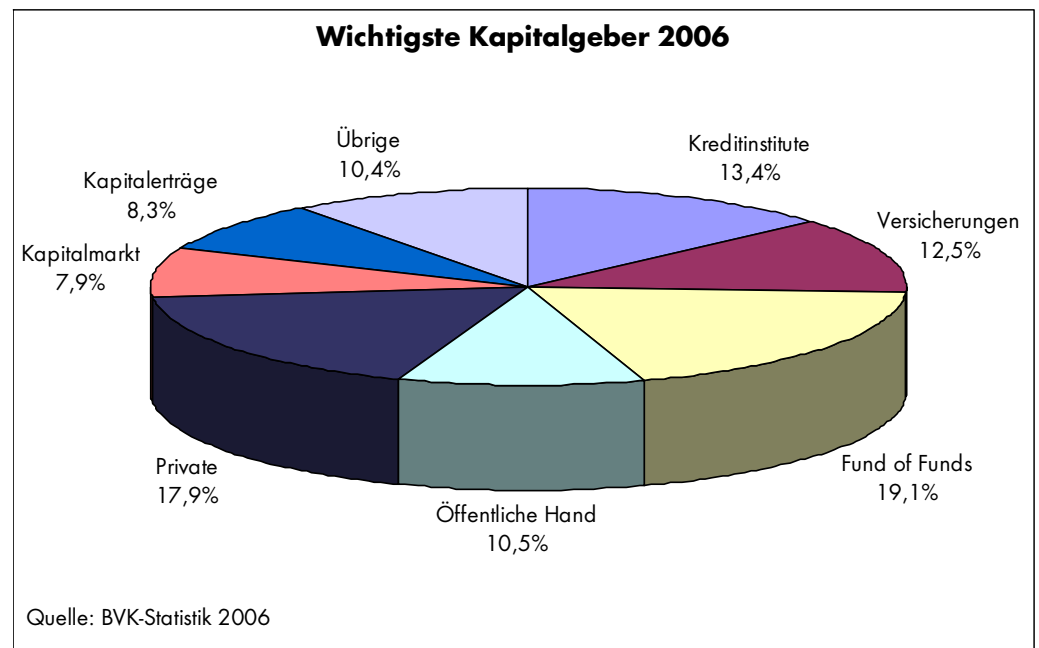
<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Markt und Marktumfeld für Beteiligungsunternehmen

Weiter deutliche Markterholung

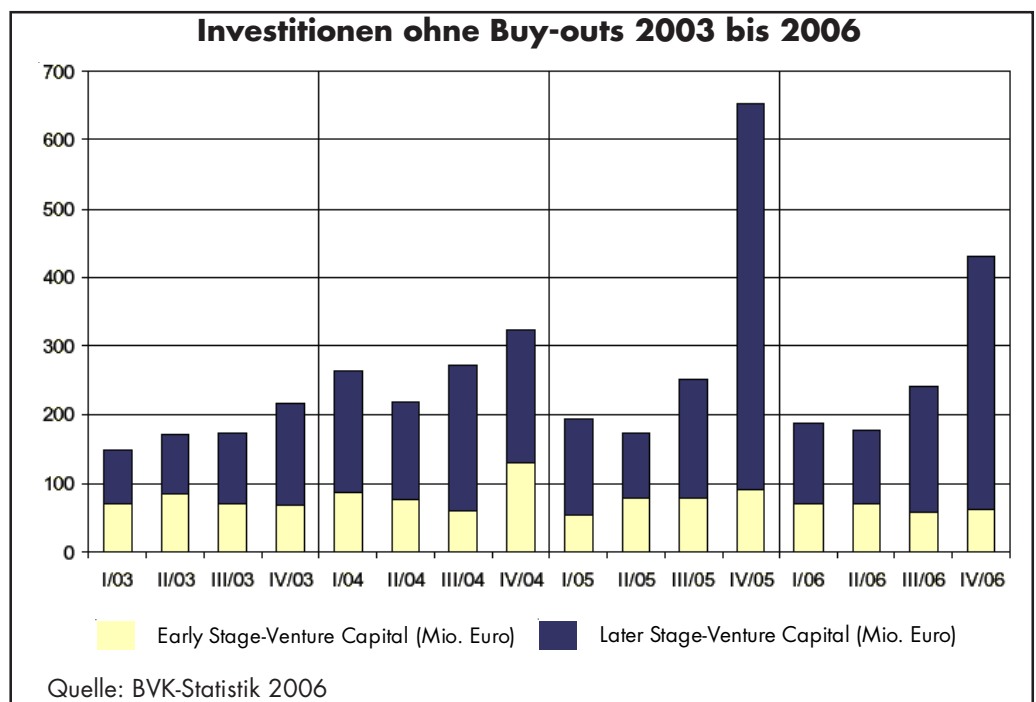
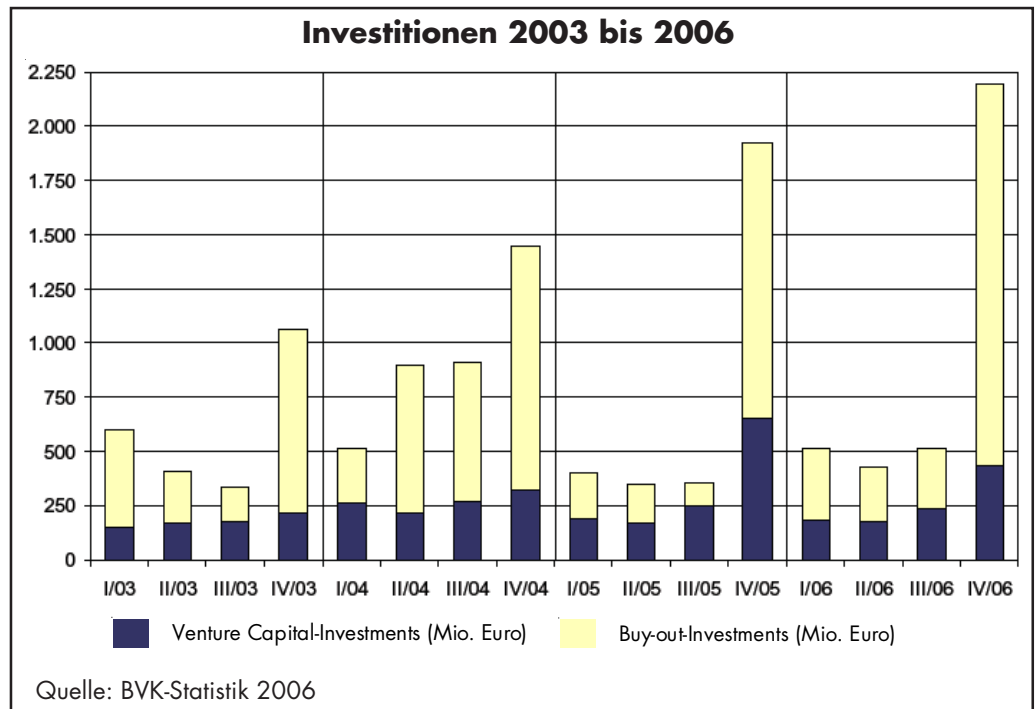
Gerade vor wenigen Tagen hat der Verband der Beteiligungsgesellschaften BVK Daten für das Geschäftsjahr 2006 vorgelegt. Nach dem Einbruch der New Economy und dem damit verbundenen Rückgang der Beteiligungsinvestitionen in Deutschland nach 2001 erholte sich der Markt seit 2004 wieder deutlich.

In 2006 stieg die Investitionstätigkeit deutscher Beteiligungsunternehmen wieder um rund 20% auf 3,6 Mrd. Euro an, nachdem ein leicht rückläufiger Trend in 2005 beobachtet wurde (3,04 Mrd. Euro, 19,3% weniger als in 2004). Das Investitionsvolumen verteilte sich dabei auf 970 Unternehmen (983 Unternehmen in 2005). Das letzte Quartal lag mit 2,2 Mrd. Euro in 390 Unternehmen deutlich über den Ergebnissen der ersten drei Quartale und ist damit das höchste jemals erreichte Quartalsergebnis.

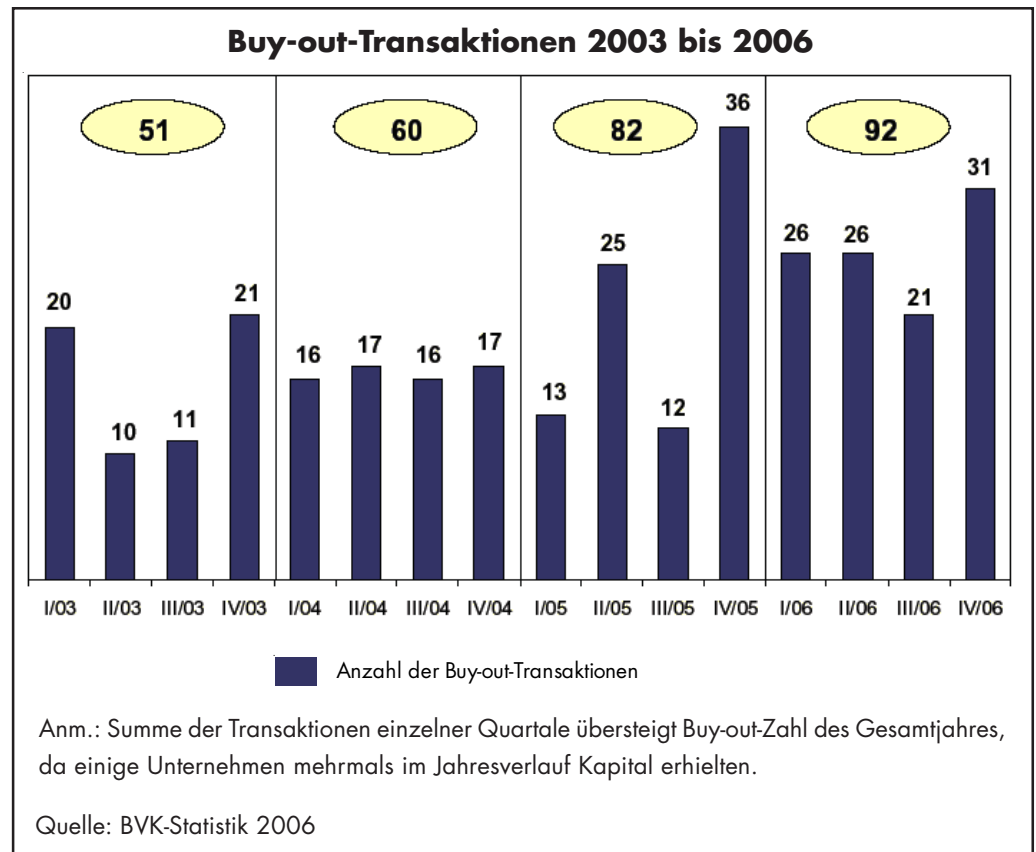


<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Der Buy-out-Bereich machte, wie auch in der Vergangenheit, den größten Anteil mit 52,4% (2,6 Mrd. Euro, 92 Transaktionen) aus. Dies ist eine deutliche Steigerung gegenüber 2005 (58,2% mit 1,8 Mrd. Euro, 82 Transaktionen). Die Venture Capital-Investitionen gingen, anders als im Jahr zuvor, wo eine Steigerung von 1,08 Mrd. auf 1,27 Mrd. Euro verzeichnet werden konnte, in 2006 auf 1,0 Mrd. Euro zurück. Die Early Stage Investitionen machten dabei 264,3 Mio. Euro aus, ein leichter Rückgang im Vergleich zum Vorjahr (304,9 Mio. Euro). Bei den Seed-Investitionen 31,15 Mio. Euro konnte nahezu eine Verfünfachung des Wertes im Vergleich zum Vorjahr beobachtet werden.



<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

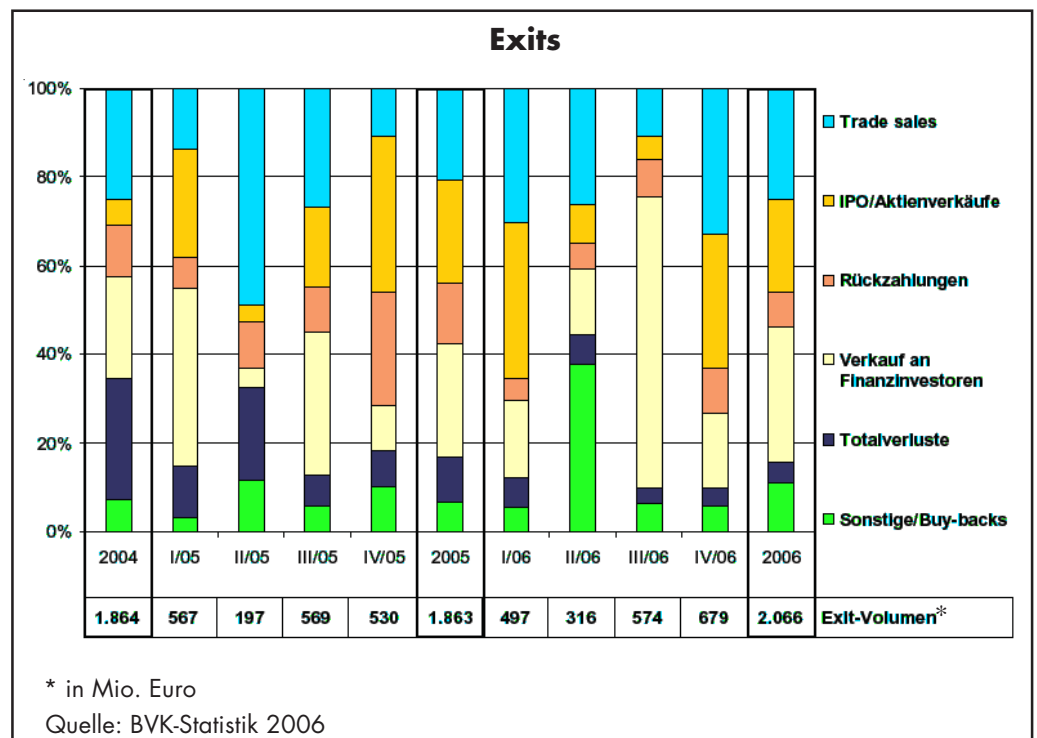
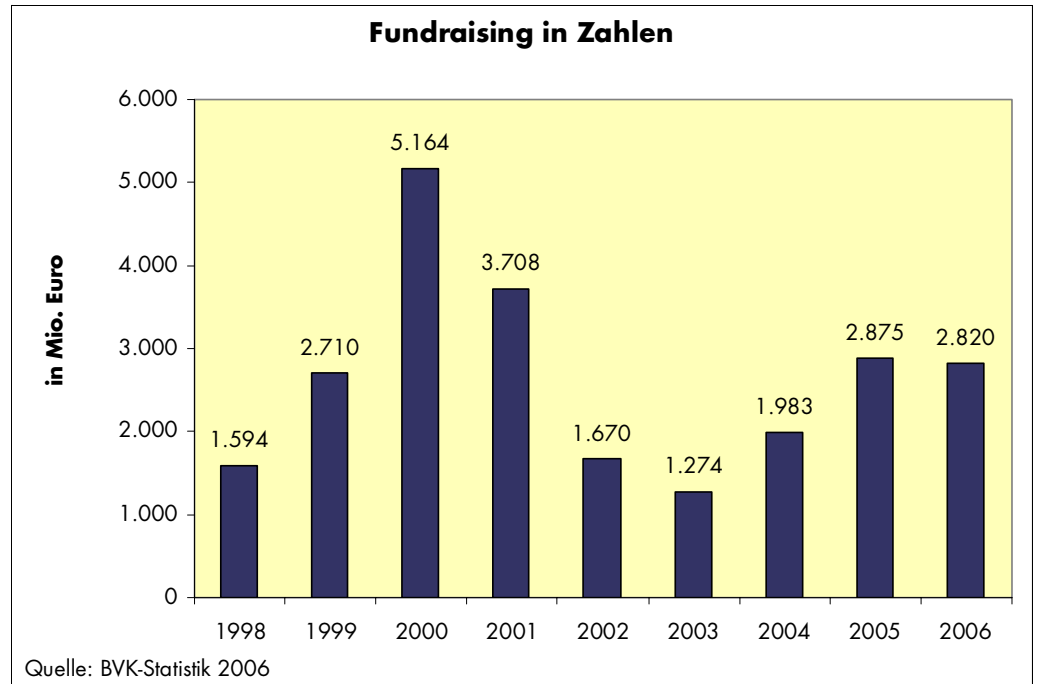


### Bayern gutes Pflaster

Geografisch gesehen verzeichnet Bayern den Großteil der Investitionen mit 50,5%. Platz zwei belegt Baden-Württemberg mit 13,6% und Platz drei Hessen mit 12,9%. Ursache für diese Verteilung ist laut BVK die Abhängigkeit von Konzernstandorten und dem Mittelstand. Was die Branchenverteilung angeht, liegen die Sonstigen Dienstleistungen mit 1,55 Mrd. Euro (42,7%) deutlich an der Spitze. Der Maschinen- und Anlagenbau macht 18,5% bzw. 672,57 Mio. Euro aus. Im Bereich Computer-Software wurde nach Anzahl in die meisten Unternehmen investiert, nämlich 102, wobei der Wert nur 2,2% der Gesamtinvestitionen ausmacht.

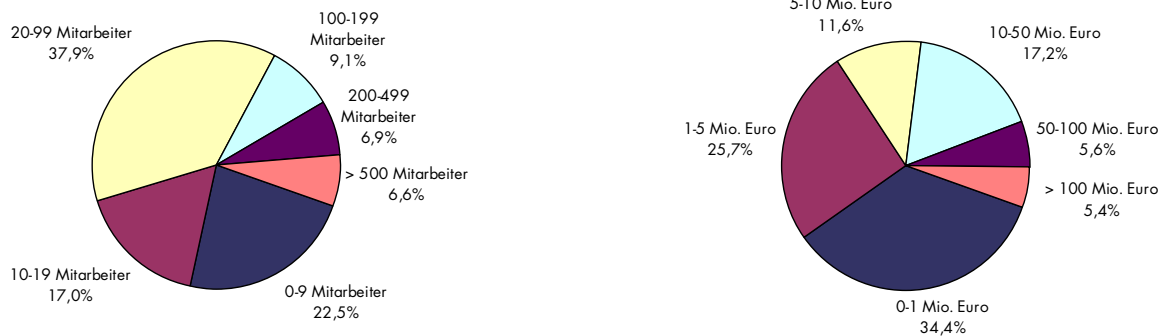
Beim Fundraising gab es mit 2,8 Mrd. Euro kaum eine Veränderung gegenüber 2005 (2,9 Mrd. Euro), wobei Buy-out-Fonds 52,5% davon ausmachten.

Die Exits stiegen in 2006 auf 2,066 (1,864) Mrd. Euro und erreichten damit beinahe den Rekordwert von 2,131 Mrd. Euro aus dem Jahr 2002. Dies ist laut BVK ein Zeichen für die positive Entwicklung des Aktien- und M&A-Marktes. Die größte Bedeutung kommt dabei den Trade Sales (25,1%, Vorjahr: 19,1%), rückläufigen IPO/Aktienverkäufen mit 19,2% (25,1%) und Verkäufen an andere Beteiligungsunternehmen (29,0%) zu. Die Totalverluste konnten von 10,3% im Jahr 2005 weiter auf 5,0%, was 103,51 Mio. Euro entspricht, gesenkt werden.



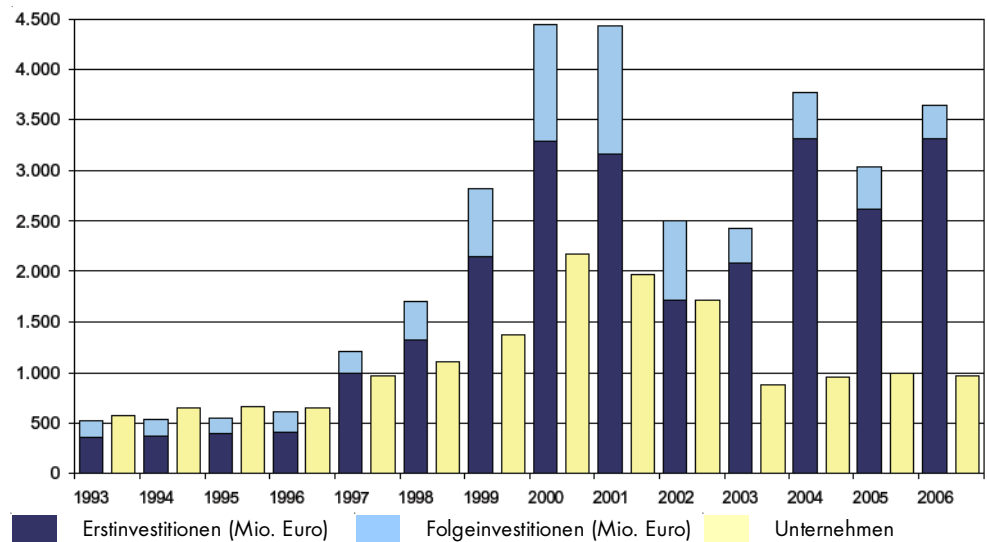
<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

### Verteilung der 2006 finanzierten Unternehmen nach Beschäftigten- und Umsatzgruppen



Quelle: BVK-Statistik 2006

### Langfristige Entwicklung der Investitionen



Quelle: BVK-Statistik 2006

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



## Unternehmensportfolio

### Derzeit 4 Beteiligungen

Die BLUE CAP AG hält derzeit vier Beteiligungen. Der Entwicklungsstand innerhalb der Beteiligungen ist recht unterschiedlich. Aus unserer Sicht handelt es sich lediglich bei einer Beteiligung um ein Frühphaseninvestment. Wir werden im Folgenden die einzelnen Beteiligungen näher darstellen.

Beteiligungsportfolio					
Name	Registernummer	Registerort	Land der Gründung	Sitz	Anteil
inheco Industrial Heating and Cooling GmbH	HRB 131 098	München	Deutschland	Planegg, Martinsried	15,34%
KSW Holding GmbH	HRB 152 772	München	Deutschland	München	40,00%
Southern Blue 01 GmbH	HRB 141 699	München	Deutschland	München	28,00%
Hudson Bike GmbH	HRB 164 163	München	Deutschland	München	30,00%
Tochtergesellschaften der KSW Holding GmbH:					
SMB - David GmbH	HRB 136 495	München	Deutschland	Herrsching	100,00%
Tochtergesellschaften der Southern Blue 01 GmbH:					
Proton Power Systems PLC	57 00 614	London	Großbritannien	Leeds	5,84%
Tochtergesellschaften der Proton Power Systems PLC:					
Proton Motor Fuel Cell GmbH	HRB 120 977	München	Deutschland	Starnberg	100,00%
Tochtergesellschaften der SMB-David GmbH:					
Actipac AB	556691-9006	Sundsvall	Schweden	Kungälv	100,00%
Tochtergesellschaft der Hudson Bike GmbH:					
E-Bike Produktions GmbH	HRB 231 76	Nürnberg	Deutschland	Nürnberg	51,00%

Quelle: BLUE CAP

*Hersteller von Maschinen, die zur Produktion von Isolier- und Dämmstoffen eingesetzt werden*

### SMB

Die SMB-David GmbH ist ein Hersteller von Maschinen und Anlagen, die zur Produktion von Isolier- und Dämmstoffen eingesetzt werden. Das Unternehmen, das in 2004 in Form eines MBO aus dem SMS-Konzern übernommen wurde, ist in der Lage, komplette Anlagen als auch einzelne Maschinen nach kundenspezifischen Anforderungen zu liefern. Bei dem Produktprogramm handelt es sich weitestgehend um EPS- und XPS-Bearbeitungsanlagen sowie Maschinen zur Bearbeitung von Dämmstoffen wie Glas- und Steinwolle. Zu den Kunden des Unternehmens, das seinen Hauptsitz in Herrsching hat, zählen neben bekannten Chemiekonzernen (u.a. Dow Chemical) vor allem kleinere und mittelgroße Hersteller von Dämm- und Isolierstoffen.

Nach unserer Einschätzung verfügt das Unternehmen über eine sehr gute Marktposition. Als entscheidenden Wettbewerbsvorteil sehen wir insbesondere das hohe technische Know-how der SMB-David GmbH. Der Markt für Dämmstoffe wird u.E. in den nächsten Jahren vor allem im Ausland weiterhin nennenswerte Wachstumsraten verzeichnen. Potenzial sehen wir infolge der zunehmenden Bedeutung des Wärmeschutzes und der dadurch schärfer werdenden Anforderungen der Energiesparverordnungen. Neben den Neubauten stellt

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Erfreuliche EBIT-Margen  
infolge guter Marktposition

insbesondere die Altbausanierung ein bedeutendes Marktvolumen dar. Folglich ist hierdurch ein positiver Nachfrageeffekt, wenn auch in abgeschwächter Form, auf Anlagen der SMB-David GmbH zu erwarten.

Die SMB-David GmbH gehört nach unserer Einschätzung zu den rentabelsten Unternehmen im Portfolio der BLUE CAP AG. Auf Grund der guten Marktstellung erwirtschaftet die SMB-David GmbH aktuell erfreuliche EBIT-Margen, die deutlich im zweistelligen Prozentbereich liegen. Mittelfristig gehen wir jedoch davon aus, dass insbesondere aus dem asiatischen Raum mit einem zunehmenden Konkurrenzdruck zu rechnen ist. Gegenwärtig zählen vor allem die Firma Gamma Mechanika (Italien) sowie einige kleinere koreanische Unternehmen zu den Wettbewerbern des Unternehmens. Zukünftige Impulse für die operative Entwicklung erwarten wir aus dem Aufbau der Auslandsmärkte (USA, Osteuropa und Asien). Negativ werten wir jedoch das weitgehend begrenzte Potenzial möglicher Kunden (weltweit rd. 60 Hersteller von Dämmstoffen). Entscheidend für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit wird aus unserer Sicht die Ausweitung des Produktportfolios sein. Hier konnte das Unternehmen durch die Übernahme des schwedischen Herstellers von Verpackungsmaschinen, Actipac AB, bereits einen ersten Schritt machen.

<b>SMB-David GmbH (BLUE CAP Anteil: 40%)</b>			
in Tsd. Euro	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	8.100	11.820	13.770
Wachstum ggü. Vj.	-	45,9%	16,5%
<b>EBIT</b>	1.700	2.460	2.850
EBIT-Marge	21,0%	20,8%	20,7%

Quelle: Blue Cap AG

Die Planzahlen des Unternehmens sind aus unserer Sicht plausibel. Impulse auf das Umsatzwachstum erwarten wir insbesondere aus der Expansion im Ausland. Die leicht rückläufige Margenentwicklung resultiert u.E. aus der Auslandsexpansion sowie dem stärkeren Konkurrenzdruck. Die Bewertung der SMB-David GmbH basiert auf dem Peer-Group-Verfahren. Hierbei haben wir internationale Maschinenhersteller mit dem Schwerpunkt auf Verpackungsmaschinen herangezogen. Börsennotierte Maschinenbauer mit Fokus auf Anlagen für die Dämmstoffindustrie sind uns nicht bekannt.

Insgesamt hält die BLUE CAP AG über ihre Zwischenholding KSW Holding GmbH 40% an der SMB-David GmbH. Die restlichen Anteile werden von den Geschäftsführern Lydia Walder (20%) und Jürgen Knappmann (40%) gehalten.

---

**Hersteller von Systemen zur Laborautomatisierung**


---



---

**Neue Entwicklungen mit signifikanten Impulsen auf die zukünftige Ertragsentwicklung**


---

**inheco industrial heating and cooling GmbH**

Die inheco GmbH (Martinsried/München) entwickelt und produziert thermoelektrische Geräte und Systeme zum Kühlen, Heizen und Temperieren von Festkörpern, Gasen und Flüssigkeiten. Neben Standardprodukten bietet inheco individuelle Baugruppen und Geräte (OEM-Partnerschaften). Besonders wichtig sind die Bereiche Biotechnologie (Life Science), Medizin und Pharmazie, in denen inheco Systeme zur Laborautomatisierung herstellt und den größten Teil seines Umsatzes realisiert. Der Vorteil der Geräte liegt darin, dass sie besonders schnell und punktgenau Temperaturanforderungen durch Heizen und Kühlen erreichen.

Sämtliche Lösungen der inheco GmbH basieren auf der Peltier- und Heat Pipe-Technologie, die gegenüber den Technologien der Wettbewerber deutlich effizienter sind und Vorteile hinsichtlich der Größe haben.

Signifikante Impulse auf die zukünftige Ertragsentwicklung erwarten wir von zwei neu entwickelten Produkten. Gemeinsam mit der Firma Tecan, CH, hat das Unternehmen einen Incubator Shaker entwickelt. Dieser ermöglicht das Temperieren und Durchmischen von Proben in einem geschlossenen System. Zur Anwendung kommt er bei der Analyse von Substanzen, mit denen die Laboranten nicht in Kontakt kommen sollen, z.B. Blut. Nach unserer Einschätzung stößt der Incubator Shaker auf großes Interesse. inheco zufolge wurde bereits vor der Zulassung eine ungewöhnlich hohe Zahl an Prototypen (über 200) an Kunden ausgeliefert. Das mittelfristige Absatzziel der Incubator Shaker liegt bei 1.000 Stück p.a., Unternehmensangaben zufolge wurde im bisherigen Jahresverlauf bereits rd. 150 Stück abgesetzt.

Des Weiteren wurde in Zusammenarbeit mit der Firma Roche ein Thermoshaker entwickelt. Mit diesem Produkt, das in PCR Cyclern zum Einsatz kommt, lassen sich DNA-Analysen deutlich beschleunigen. inheco ist mit diesem Produkt bereits preferred supplier von Roche. Zukünftig plant das Unternehmen als Lizenznehmer neben Roche noch weitere Pharmakonzerne zu beliefern.

inheco ist aus unserer Sicht ein innovationsstarkes Unternehmen, das vom stark wachsenden Biotechnologiemarkt überproportional profitieren sollte. Die von inheco produzierten Kühl- und Heiztechnologien werden von vielen Unternehmen zur schnelleren Analyse der DNA und anderer Proben benötigt. Zu den Wettbewerbern des Unternehmens zählen u.a. Unternehmen wie Marlow, Melcor oder CyBio, die teilweise auch Kunden des Unternehmens sind.

<b>inheco GmbH (BLUE CAP Anteil: 15,34%)</b>			
in Tsd. Euro	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	4.710	5.610	7.060
Wachstum ggü. Vj.	-	19,1%	25,8%
<b>EBIT</b>	100	360	610
EBIT-Marge	2,1%	6,4%	8,6%

Quelle: BLUE CAP AG

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Für die Bewertung der inheco haben wir das Peer-Group-Verfahren unter Berücksichtigung internationaler Wettbewerber herangezogen. Die Planzahlen des Unternehmens sind aus unserer Sicht realistisch und erreichbar. Wir sehen das zukünftige Potenzial der inheco in den Planzahlen ausreichend reflektiert und verwenden daher die Unternehmensplanung für unsere Bewertung. Der Anteil der BLUE CAP AG an der inheco GmbH beziffert sich aktuell auf 15,34%.

---

*Brennstoffzellen für die industrielle Anwendung und für Nutzfahrzeuge*

---



---

*Bislang konnte die Serienfertigung noch nicht umgesetzt werden*

---

### **Proton Power Systems**

Proton Motor Fuel Cell GmbH, eine Tochter der Proton Power Systems PLC, entwickelt und produziert Brennstoffzellen für die industrielle Anwendung und für Nutzfahrzeuge. Die Brennstoffzellen, die vor allem in Bussen, Schiffen und Gabelstaplern eingesetzt werden, liegen vornehmlich im Leistungsbereich zwischen 5-150 kW. Deutlich wettbewerbsrelevanter sind aus unserer Sicht die in Kombination mit Brennstoffzellen entwickelten Systemlösungen, die überhaupt den Antrieb erst ermöglichen. Durch den Einsatz von derartigen Systemlösungen lässt sich zudem bspw. die Bremsenergie auffangen und zwischenspeichern.

In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen zahlreiche Prototypen entwickelt und potenziellen Kunden für die Nutzung zur Verfügung gestellt. Derzeit gibt es zwar mit einigen potenziellen Kunden Rahmenverträge, die eine bestimmte Absatzmenge in den nächsten Jahren in Aussicht stellen, abgesetzt wurden bislang jedoch noch keine Endprodukte. Dies liegt auch daran, dass auf Grund der noch nicht umgesetzten Serienfertigung die Stückpreise für Brennstoffzellenaggregate deutlich teurer sind als die herkömmlichen Antriebssysteme. Der technische Entwicklungsstand und insbesondere die Infrastruktur (Umrüsten der Tankstellen) lassen eine Nutzung von Antriebssystemen auf Basis der Brennstoffzelle noch nicht zu. Proton hat sich daher überwiegend auf die industrielle Anwendung fokussiert. Wir gehen davon aus, dass bis zum Einsatz von Brennstoffzellen in Bussen oder Nutzfahrzeugen noch einige Jahre vergehen werden. Angesichts der hohen Kosten des Umbaus der Fahrzeuge ist die Marktreife für Busse und Nutzfahrzeuge u.E. derzeit noch nicht gegeben.

Durch den Mittelzufluss aus dem Börsengang in das Marktsegment AIM der LSE im Oktober 2006 in Höhe von rd. 4 Mio. GBP ist die mittelfristige Liquidität des Unternehmens gesichert. Auf Grund der anhaltenden defizitären Entwicklung und eines aus unserer Sicht frühestmöglichen Break-Even in 2008 schließen wir einen erneuten Kapitalbedarf nicht aus. Aktuell wird die Proton Power Systems mit rd. 25 Mio. GBP an der Börse bewertet. Für die Bewertung der BLUE CAP (Anteil: 5,84%) nehmen wir einen Abschlag von 30% vor. Grund hierfür ist zum einen das vergleichsweise geringe Handelsvolumen, infolge dessen u.E. der aktuelle Börsenwert nicht repräsentativ ist. Zudem sehen wir durch den Abschlag die zukünftigen operativen Risiken ausreichend berücksichtigt. Eine Unternehmensplanung zur mittelfristigen operativen Entwicklung liegt uns derzeit nicht vor.

### **Hudson Bike GmbH**

Hudson Bike mit Sitz in Nürnberg, wurde im September 2006 gegründet. Das Unternehmen ist in der Entwicklung und dem Vertrieb von angetriebenen Fahrrädern tätig. Die Produktion der Fahrräder erfolgt in der im Dezember 2006 übernommenen E-Bike GmbH. Letztere hatte unter Führung der x@ct GmbH die Produktion für die insolvente Sachs Fahrzeug- und Motorentchnik GmbH durchgeführt. Die ersten Fahrräder, die Modelle E1 (mit Treithilfe) und P1 (mit tretunabhängigem Zusatzantrieb), sollen bereits im April 2007 auf den Markt kommen.

---

*Einführung neuer Modelle ab April 2007*

---

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Der Vertrieb der Power Assisted Bikes (PAB) soll in den Benelux-Staaten überwiegend über die Brittijn B.V., Holland, erfolgen. Hudson Bike plant eine Beteiligung an dieser Gesellschaft. Diese soll innerhalb der nächsten 1-2 Monate erfolgen. Derzeit werden von der Gesellschaft verschiedene Marketingaktivitäten durchgeführt, um Hudson Bike auch im deutschen Fahrrad-Fach- und Großhandel zu positionieren. Ziel der Hudson Bike ist es, europaweit eine führende Rolle in der Herstellung und dem Vertrieb von angetriebenen Fahrrädern zu übernehmen. Das Marktumfeld für PAB-Fahrräder ist nach unserer Einschätzung positiv zu werten. Insbesondere in Deutschland und Holland (Marktwachstum von 63% nach 9M 2006 nach GfK) sehen wir nennenswerte Absatzmöglichkeiten. Gleichzeitig gibt es aber auch eine Reihe von weiteren Anbietern wie bspw. Accell (NL; Marke Hercules), Gazelle (NL), Schacher (D) und Giant (USA). Hinzu kommt die große Anzahl von asiatischen Herstellern herkömmlicher Fahrräder. Infolge einer Entwicklungszeit von 6-12 Monaten könnten diese Hersteller in den Markt für PAB-Fahrräder eintreten.

---

*Neue Gesellschaft bislang mit nur sehr geringen Umsätzen*

---

Angesichts der noch sehr kurzen Unternehmenshistorie lassen sich kaum Aussagen über die zukünftige operative Entwicklung machen. Die Tatsache, dass bislang in der neuen Gesellschaft kaum Umsätze getätigt wurden, erschwert eine fundamentale Einschätzung der künftigen Entwicklung. Zudem ist keine Aussage darüber zu treffen, wie die vor der Markteinführung stehenden Modelle vom Markt aufgenommen werden. Eine Mittelfristplanung seitens des Unternehmens liegt uns ebenfalls nicht vor. Gegenwärtig verfügt die Hudson Bike lediglich über eine Produktionsgesellschaft. Die Vertriebsstrukturen des Unternehmens, die überwiegend durch die geplante Beteiligung an der Brittijn B.V. aufgebaut werden sollen, sind nach unserer Einschätzung derzeit nicht ausreichend.

In Anbetracht der o.g. Gründe ist eine fundierte Bewertung der Hudson Bike auf Basis eines Ertragswert- oder Peer-Group-Verfahrens mit den uns vorliegenden Informationen zum jetzigen Zeitpunkt nicht möglich. Wir wählen daher einen konservativen Ansatz und ermitteln den fairen Wert der Beteiligung unter Einbeziehung des Substanzwertverfahrens.

## Prognosen

Angesichts der Tatsache, dass die BLUE CAP AG im April 2006 gegründet wurde, sind die Zahlen des ungeprüften Zwischenabschlusses zum 30.11.2006 eingeschränkt aussagekräftig. Wir werden daher nicht auf die aktuelle Geschäftsentwicklung eingehen, sondern die mittelfristige Ertragsplanung des Unternehmens näher beleuchten.

### Prognosen 2006/07e - 2008/09e

Die Einnahmen der BLUE CAP AG setzen sich überwiegend aus Veräußerungsgewinnen und laufenden Erträgen aus den Beteiligungen zusammen. Die Umsatzerlöse in der Planung resultieren im Wesentlichen aus den Managementvergütungen. BLUE CAP rechnet mit einer monatlichen Managementvergütung von durchschnittlich 1% (12% Rendite p.a.) des in das jeweilige Beteiligungsunternehmen investierten Kapitals. Diese Pauschale, die aus unserer Sicht angemessen ist, wird jedoch nicht von den bereits vorhandenen Beteiligungen erhoben. Sie gilt lediglich für neu zu erwerbende Unternehmen.

*Erste Exits in 2008/09 geplant*

Plan-Gewinn- und Verlustrechnung				
Angaben in Tsd. Euro	30.11.2006	2006/07e	2007/08e	2008/09e
Umsatzerlöse	0	0	90	210
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	609
Personalaufwand/Gehälter	0	-60	-120	-120
Abschreibungen auf Sachanlagen	0	-1	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-47	-422	-396	-356
Erträge aus Beteiligungen	0	0	0	887
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1	20	33	16
Ergebnis aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-47	-463	-393	1,246
Jahresfehlbetrag	-47	-463	-393	1,246
Ergebnisvortrag	0	-50	-513	-906
Bilanzergebnis	0	-513	-906	340

Quelle: Independent Research; BLUE CAP AG

Die sonstigen betrieblichen Erträge ergeben sich gemäß der Unternehmensplanung aus Veräußerungsgewinnen. Hierbei geht das Unternehmen erstmals im Geschäftsjahr 2008/09e von einem Exit aus. In Anbetracht des Entwicklungsstandes der Beteiligungen halten wir diesen Zeitplan für realistisch. Erträge aus Beteiligungen dagegen sind vorgesehene anteilige Gewinnausschüttungen der Beteiligungen. Vornehmlich handelt es sich hierbei um Erträge aus der bereits hoch profitablen SMB-David GmbH.

Die Kostenstruktur der BLUE CAP AG ist nach unserer Einschätzung als schlank zu erachten. Absolut betrachtet geht das Unternehmen von einer rückläufigen Kostenentwicklung aus. Der Personalaufwand, der sich ausschließlich aus dem Vorstandsgehalt zusammensetzt, ist mittelfristig stabil. Unberücksichtigt sind jedoch Zahlungen für freie Mitarbeiter, die projektbezogen und zu marktüblichen Konditionen entlohnt werden. Wir setzen für diesen Aufwandsposten in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ab dem Geschäftsjahr 2007/08e rd. 50 Tsd. Euro an.

*Geringe Kostenstruktur*

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Die Zwischenbilanz zum 30.11.2006 weist eine Eigenkapitalquote von nahezu 100% aus. Es bestehen keine Bankverbindlichkeiten, sonstige Verbindlichkeiten sind kaum vorhanden. In der aktuellen Bilanz spiegelt sich die solide Kapitalstruktur des Unternehmens wieder. Jedoch ist die Aussagefähigkeit auf Grund der noch sehr kurzen Unternehmenshistorie sehr eingeschränkt.

Zwischenbilanz der BLUE CAP zum 30. November 2006				
Angaben in Tsd. Euro	30.11.2006	30.06.2006	30.11.2006	30.06.2006
<b>Aktiva</b>			<b>Passiva</b>	
<b>A. Anlagevermögen</b>			<b>A. Eigenkapital</b>	
I. Sachanlagen			I. Gezeichnetes Kapital	1.500,00
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1,91	0,00	II. Kapitalrücklage	1.714,36
II. Finanzanlagen			III. Bilanzverlust	<u>-96,66</u>
Beteiligungen	2.771,86	2.628,00		3.117,70
				2.628,00
<b>B. Umlaufvermögen</b>			<b>B. Rückstellungen</b>	
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			Sonstige Rückstellungen	12,40
1. Forderungen gegen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht	0,06	0,00		25,00
2. Sonstige Vermögensgegenstände	<u>2,99</u>	2,00	<b>C. Verbindlichkeiten</b>	
	3,05		1. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,37
II. Flüssige Mittel	356,70	47,00	2. Sonstige Verbindlichkeiten	<u>0,15</u>
				3,52
<b>C. Rechnungsabgrenzungsposten</b>	0,10	0,00		24,00
				<u>0,00</u>
				24,00
	<u>3.133,62</u>	<u>2.677,00</u>		<u>3.133,62</u>
				<u>2.677,00</u>

Quelle: BLUE CAP

Plan-Liquidität			
Angaben in Tsd. Euro	2006/07e	2007/08e	2008/09e
Cash Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	-445	-348	651
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-660	-1.000	400
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	<u>2.900</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	1.795	-1.348	1.051
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	47	1.842	494
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	<u>1.842</u>	<u>494</u>	<u>1.545</u>

Quelle: BLUE CAP

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Bewertung

Die Beurteilung der weiteren Geschäftsentwicklung der Beteiligungen sowie die Bewertung der BLUE CAP AG ist auf Grund der teilweise sehr jungen Unternehmenshistorien mit extremen Unsicherheiten behaftet. Sollte der Kapitalmarkt als Exit-Kanal für die Beteiligungen gewählt werden, so sind die Erträge hieraus zudem von der Aufnahmefähigkeit der Börse und der Platzierbarkeit der Beteiligungen abhängig. Die Ermittlung eines fairen Unternehmenswertes anhand von zukunftsgerichteten Bewertungsmodellen (DCF-Modell), ist u.E. daher nicht sinnvoll. Auch ein Peer-Group-Vergleich mit anderen Beteiligungsunternehmen ist angesichts der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Investmentstrategien nicht zielführend.

*Bewertung der BLUE CAP AG nach der Net Asset Value-Methode*

Wir haben daher für die Bewertung der BLUE CAP AG die Net Asset Value-Betrachtung als geeignete Bewertungsmethode identifiziert. Hierbei werden wir die Beteiligungen SMB-David GmbH und inheco GmbH anhand ihrer Peer-Group bewerten. Den fairen Wert der börsennotierten Proton Power Systems ermitteln wir nach Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlags, der u.E. das aktuelle Risikoprofil der Beteiligung ausreichend darstellt. Die Hudson Bike GmbH haben wir aus den genannten Gründen mit dem Substanzwert angesetzt.

### Bewertung der SMD-David GmbH

in Mio. Euro		2007e
Umsatz		11,82
EBIT		2,46
Peer-Group-Multiple		
EV/Umsatz		0,9
EV/EBIT		7,9
Enterprise Value		
nach Umsatz-Multiple		11,11
nach EBIT-Multiple		19,53
Durchschnittlicher Enterprise Value		15,32
BLUE CAP-Beteiligungsanteil	40%	<b>6,13</b>

### Bewertung der inheco GmbH

in Mio. Euro		2007e
Umsatz		5,61
Peer-Group-Multiple		
P/S		1,9
faire Marktkapitalisierung		10,60
BLUE CAP-Beteiligungsanteil	15,34%	<b>1,63</b>

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



**Bewertung der Proton Power Systems**

in Mio. GBP		
Marktkapitalisierung		25,00
nach Sicherheitsabschlag	30%	17,50
BLUE CAP-Beteiligungsanteil	1,64%	<b>0,29</b>
in Mio. Euro		
BLUE CAP-Beteiligungsanteil		<b>0,43</b>

**Bewertung der BLUE CAP AG**

in Mio. Euro		
faire Marktkapitalisierung		
SMB-David AG		6,48
inheco GmbH		1,63
Proton Power Systems		0,43
		<b>8,54</b>
Hudson Bike Substanzwert	30%	<b>0,11</b>
Wert des Beteiligungsportfolios		<b>8,64</b>
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		1,50
faire Wert je Aktie in Euro		<b>5,80</b>

**Fazit**

BLUE CAP ist eine junge Beteiligungsgesellschaft mit derzeit 4 Portfoliounternehmen. Der Vorstand und Großaktionär Dr. Hannspeter Schubert verfügt über eine umfassende Historie im Beteiligungsgeschäft und kann auf mehrere erfolgreiche Transaktionen zurückblicken. Das Unternehmen konzentriert sich, mit Hilfe von externen Beratern, auf Problemfälle wie Sanierungen, Unternehmensnachfolgen oder Insolvenzen und bringt sich aktiv in die Problemlösung ein. Schwächen und Risiken sehen wir vor allem in der Fokussierung auf die Person Dr. Schubert, den geringen Track record der Gesellschaft, dem noch wenig diversifizierten Portfolio und der Notwendigkeit von Co-Investoren bei größeren Deals. Chancen sehen wir vor allem in dem vielversprechenden Unternehmensportfolio mit innovativen Technologien und Wachstumsmöglichkeiten. Zudem verfügt das Unternehmen mit der SMB David GmbH über ein relativ reifes Unternehmen, dessen Exit in absehbarer Zeit möglich erscheint.

Die Ermittlung eines fairen Unternehmenswertes anhand von zukunftsgerichteten Bewertungsmodellen (DCF-Modell), ist u.E. nicht sinnvoll. Auch ein Peer-Group-Vergleich mit anderen Beteiligungsunternehmen ist nicht zielführend. Wir haben daher für die Bewertung der BLUE CAP AG die Net Asset Value-Betrachtung als geeignete Bewertungsmethode identifiziert. Wir haben das Portfolio von BLUE CAP AG untersucht und einen aktuellen NAV des Portfolios von 5,80 Euro je Aktie errechnet. Infolge des leichten Upside-Potenzials gegenüber dem aktuellen Börsenkurs lautet unser Votum Akkumulieren.

---

*Der faire Wert der BLUE CAP Aktie liegt gemäß unserer Bewertung bei 5,80 Euro je Aktie*

---

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

**Hinweis zum Anlageurteil: Seit 01.01.2006 verwendet Independent Research neue Prozentgrenzen (15% statt 20%) bei dem für das entsprechende Anlageurteil veranschlagten Kurspotenzial.**

### Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

### Wesentliche 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. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

### Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### Aktienanalysen:

**Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.**

**Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.**

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 07.03.2007**

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen BLUE CAP AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

**Stand: 07.03.2007**

**Independent Research GmbH  
Senkenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)