

Capella Capital N.V.

Stärken und Chancen

- **Einzigartiges Geschäftsmodell:** Die Kernkompetenz der niederländischen Gesellschaft besteht in der Durchführung von Spin-offs, mit denen den Kunden ein effizienter, kostengünstiger und reibungsloser Zugang zur Börse ermöglicht wird. Der wichtigste Vorteil des Verfahrens liegt in der breiten Streuung der Aktien, die derzeit auf bis zu 4.000 private und institutionelle Adressen geschätzt wird.
- **Enormer Renditehebel:** Da der Einstieg in die Zielgesellschaften immer zum Nennwert erfolgt, bedingt die mit der Listingaufnahme verbundene Höherbewertung der Aktien einen sofortigen (Buch-)Gewinn, der sich bei positiver Performance auf das Mehrfache des investierten Kapitals belaufen kann.
- **Erste Ausschüttung steht an:** Mit der 20-prozentigen Beteiligung an dem Biogasanlagenbauer Archea Biogas wurde bereits die erste Transaktion eingefädelt. Ende des Monats sollen die Aktien an die eigenen Anteilseigner ausgeschüttet werden. Die gut gefüllte Deal-Pipeline lässt weitere Transaktionen in naher Zukunft erwarten, die zudem nach Unternehmensangaben ohne zusätzliche Kapitalaufnahme gestemmt werden können.
- **Hohes Kurspotenzial:** Auf Basis unserer Szenarioanalyse, sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von fast 100 Prozent. Das Kursziel lautet 2,81 Euro.

Schwächen und Risiken

- **Marktische begrenzt:** Die zentrale Herausforderung stellt die Identifizierung und Gewinnung geeigneter Kandidaten dar. Für die nächsten Monate verfügt die Gesellschaft allerdings über einen ausreichenden Deal-Flow aus substanzstarken Unternehmen.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 1,43 Euro

Stammdaten

ISIN	NL0000688695
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Eindhoven
Internet	www.capella-capital.com
Ausstehende Aktien	10 Mio. Stück
Marktsegment	Open Market
Marktkapitalisierung	14,3 Mio. Euro
Free Float	ca. 62%

Kursentwicklung



Hoch / Tief (3 Monate)	1,48 Euro / 0,80 Euro
Performance (3 Monate)	50,0 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 37 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009
Anzahl Ausschüttungen	3	3	3
MarketCap (Durchschnitt)**	3,5	3,9	4,2
Dividende / Aktie (Euro)	0,18	0,20	0,22
Dividendenrendite	12,5%	13,7%	15,1%

*gemäß mittlerem Szenario; *zum Jahresende

Unternehmensprofil

Ausgründung der Navigator Equity Solutions N.V.

Die Capella Capital N.V. wurde im Dezember letzten Jahres von Navigator Equity Solutions N.V. gegründet und im April 2007 in den Open Market der Frankfurter Börse eingeführt. Die Listingaufnahme erfolgte im Anschluss an eine Sachausschüttung, in deren Rahmen 62,2 Prozent der Capella-Anteile an die Navigator-Aktionäre in Form einer Sachdividende übertragen wurden (Ausschüttungsverhältnis 20:1). Die restlichen Anteile wurden nach Unternehmensangaben von strategischen Investoren übernommen. Die neue Gesellschaft hat ihren Sitz wie bereits das (ehemalige) Mutterunternehmen im niederländischen Eindhoven und wird vom Alleinvorstand Eike Fischer geleitet.

Geschäftskonzept

Capella bezeichnet sich selbst als eine Beratungs- und Investmentgesellschaft mit einem Schwerpunkt auf innovativen Finanzierungskonzepten und kapitalmarkt-nahe Dienstleistungen. Im Zentrum der Geschäftstätigkeit steht dabei ein Spin-off-Konzept, mit dem wachstumsorientierten Unternehmen ein günstiger und unkomplizierter Zugang zum Kapitalmarkt eröffnet wird. Hierfür übernimmt Capella üblicherweise zum Nominalwert 20 Prozent an einer neuen Gesellschaft, während die restlichen Anteile von dem Kunden übernommen werden. Im nächsten Schritt transferiert Capella den Großteil der übernommenen Aktien in Form einer Sachdividende an die eigenen Aktionäre und behält selbst lediglich einen Restposten von 1 bis 5 Prozent. Zeitnah zur Ausschüttung erfolgt die Listingaufnahme. Der zentrale Unterschied zu anderen Listings und damit auch der wichtigste Vorteil dieses Verfahrens ist der auf diese Weise erreichbare hohe Streubesitz, der vom Start weg einen vergleichsweise liquiden Handel und somit eine relativ verlässliche Preisbildung ermöglicht. Um diesen Liquiditätsvorteil zu maximieren, wird für die neuzugründenden Unternehmen regelmäßig auf die niederländische Rechtsform der Naamloze Vennootschap (N.V.) zurückgegriffen, die eine sehr kleine Stückelung der Aktien (1 Cent) ermöglicht.

Ergänzende Dienstleistungen

Neben dem schnellen Zugang zum Kapitalmarkt und dem hohen Streubesitz umfasst das Konzept weitere Beratungs- und Betreuungsdienstleistungen sowie die Kontaktvermittlung zu einem breiten Spektrum aus spezialisierten Anbietern (Wertpapierhandelsbanken, IR-Agenturen etc.). Zu den Leistungen zählen u.a. die strategische Managementberatung, Unterstützung bei künftigen Kapitalmaßnahmen und Hilfe beim Umgang mit den Anforderungen der Börsennotiz. Zusätzlich wird der Nennwert des erworbenen Aktienpakets eingezahlt, so dass die gesamte Transaktion für den Kunden sogar mit einem geringen Nettozufluss von liquiden Mitteln verbunden ist. Capella selbst hingegen verzeichnet unmittelbar keine Einnahmen. Die Refinanzierung erfolgt erst im Anschluss an das Börsenlisting, wenn und sofern die Kursentwicklung des Börsenneulings einen kursschonenden Verkauf der zuvor einbehaltenen Teilbestände ermöglicht.

Dividendenorientiert

Da aber der eigene Kapitaleinsatz ebenfalls sehr beschränkt bleibt (Beteiligung zum Nennwert), enthält das Konzept einen enormen Renditehebel, von dem hauptsächlich die Capella-Aktionäre in Form von Sachdividenden profitieren sollen. Deren Gewinn resultiert hierbei aus der Bewertungsdifferenz zwischen dem durch Capella bezahlten Nennwert und dem für die neuen Aktien anschließend am Markt erzielbaren Verkaufskurs. Darüber hinaus erhalten sie einen Zugang zu attraktiven Investitionsmöglichkeiten, bei denen sie aufgrund der Aktienübertragung aber selbst die Entscheidungsmacht behalten, ob sie weiterhin investiert bleiben wollen oder nicht. Gerade in diesem Punkt unterscheidet sich Capella von anderen Beteiligungsgesellschaften, bei denen sich der Aktionär via Aktienkauf- oder -verkauf nur für oder gegen das gesamte Portfolio entscheiden kann.

Erfolgreicher Track-record

Dass dieses Konzept funktioniert, zeigt nicht zuletzt die Historie des ehemaligen Mutterunternehmens, der Navigator Equity Solutions N.V. Selbst als Spin-off des ebenfalls börsennotierten Testdienstleisters Catalis N.V. an die Börse gekommen, hat Navigator das Modell weiterentwickelt und inkl. der Capella-Ausschüttung in drei weiteren Fällen erfolgreich praktiziert. Den größten Wertzuwachs konnten die Aktionäre in Folge der Ausschüttung der Anteile an dem Entwickler und Hersteller von neuartigen Biogasanlagen bioenergy systems verzeichnen. Die im August letzten Jahres an sie transferierten Aktien hatten zum damaligen Zeitpunkt den Gegenwert von 0,46 Mio. Euro, der inzwischen auf knapp 5,3 Mio. Euro angestiegen ist. Zusammen mit den Anteilen an der Beteiligungsgesellschaft Nanoventure brachte das Engagement in Navigator-Aktien somit eine Sachdividende im Wert von knapp 6,3 Mio. Euro – innerhalb eines Jahres und bei einer eigenen Marktkapitalisierung Navigators von 26,1 Mio. Euro.

Klare Spezialisierung

Angesichts dieser Erfolge hat sich Navigator entschieden, das Konzept in eine eigenständige Gesellschaft, die Capella Capital N.V., zu übertragen und sich selbst auf das eigentliche Kerngeschäft, mehrheitliche Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen in Spezialsituationen, zu konzentrieren. Dementsprechend wurde mit Vorstand Fischer auch derjenige mit der Leitung des neuen Unternehmens betraut, der bereits innerhalb des Navigator-Teams die Sachausschüttungen begleitet hat. Gleichzeitig konnte den Aktionären mit Capella selbst erneut eine Sachdividende angeboten werden, deren Wert sich unter Berücksichtigung der Ausschüttungsquote und der aktuellen Marktkapitalisierung auf 8,9 Mio. Euro beläuft.

Markt und Strategie

Boom bei Small-Cap-Börsengängen

Mit dem Angebot, anderen Unternehmen den Zugang zur Börse zu verschaffen, bewegt sich Capella in einem rasch wachsenden Markt, der auch künftig von der zunehmenden Kapitalmarktorientierung unter den deutschen Mittelständlern profitieren sollte. Diese ist nicht zuletzt durch die veränderte Kreditvergabepraxis seitens der Banken bedingt (Stichwort Basel II) und dürfte daher mehr als nur ein vorübergehendes Phänomen darstellen. Dementsprechend steigt die Anzahl der Börsenneulinge aus dem Small-Cap-Bereich seit Jahren deutlich überproportional. So entfiel mit 161 Neulingen der größte Teil der im letzten Jahr insgesamt erfolgten Marktzugänge (210) auf den Open Market und dessen Qualitätssegment Entry Standard (Quelle: Deutsche Börse AG).

Listings immer beliebter

Dabei ziehen immer mehr Unternehmen gerade aus dem unteren Segment ein reines Listing einem vollständigen IPO vor. Dies liegt zum einen an den niedrigeren Kosten einer reinen Notizaufnahme und zum anderen am Platzierungsrisiko, das mit einer klassischen Aktienneuemission verbunden ist und das bei einem Listing umgangen wird. In der Regel wird in solchen Fällen damit kalkuliert, die Kapitalerhöhung zu einem späteren Zeitpunkt relativ kurzfristig und unter Ausnutzung eines freundlichen Börsenumfelds durchführen zu können.

Breiter Streubesitz als Vorteil

Damit steht Capella in Konkurrenz insbesondere zu den auf Small Caps und hier speziell auf Listings spezialisierten Emissionshäusern. Dazu zählen unter anderem die AXG Investmentbank, Baader, Concord Investmentbank, Gebhard & Co. und vor allem die VEM Aktienbank. Als wichtigsten Wettbewerbsvorteil gegenüber dem klassischen Listing wird dabei auf den vom Start weg größeren Streubesitz verwiesen. Während bei einem herkömmlichen Listing die meisten Papiere in wenigen Händen konzentriert bleiben und der Handel dadurch nur mühsam in Schwung kommt, wird bei den Sachausschüttungen die Aktionärsstruktur von Capella repliziert, so dass sofort bis zu 4.000 private und institutionelle Adressen als Handelsteilnehmer auf der Verkaufsseite zur Verfügung stehen. Dies ermöglicht nicht nur eine realistischere Bewertung der Aktie, sondern erleichtert auch die spätere Durchführung von etwaigen Kapitalmaßnahmen.

Sorgfältige Auswahl erfolgskritisch

Darüber hinaus ist der Börsengang via Spin-off wie kaum eine andere Form unanfällig gegen die aktuelle Verfassung des Kapitalmarktes. Die Summe dieser Vorteile sowie das zusätzlich angebotene Dienstleistungspaket sorgen dafür, dass es Capella trotz des zunächst hoch anmutenden Preises (immerhin geben die Kunden bis zu einem Fünftel der Anteile zum Nennwert ab) nicht an entsprechenden Anfragen mangelt. Die Herausforderung liegt vielmehr darin, solche Unternehmen für dieses Modell zu gewinnen, deren Anteile einen echten Mehrwert sowohl für die Capella-Aktionäre als auch für die Gesellschaft selbst darstellen. Da das Unternehmen aus den Deals unmittelbar keinen Cash-Flow gene-

riert, ist eine positive Kursentwicklung der Ausgründungen von entscheidender Bedeutung für die Ertragssituation von Capella. Dementsprechend stehen keine klassischen Start-ups im Fokus, sondern etablierte, wachstumsstarke und potenzialträchtige Mittelständler mit einem fundierten und nachhaltigen Geschäftsmodell. Werden vereinzelt dennoch Neugründungen akzeptiert, muss deswegen das Geschäftskonzept praxiserprobt und das Management in der Zielbranche erfahren sein. Um eine positive Kursentwicklung zu erleichtern, wird zudem darauf geachtet, dass die Unternehmensstory zu den gerade an der Börse hoch gehandelten Themen passt (z.B. erneuerbare Energien).

Starke Vernetzung

Sowohl bei der Kontaktabbahnung als auch bei der Auswahl der Kandidaten wird der Vorstand vom Aufsichtsrat unterstützt, in dem das Führungsteam der Münchener Unternehmensberatung Ascendo Management vertreten ist. Diese Gesellschaft, aus der auch Vorstand Fischer stammt, ist die treibende Kraft sowohl hinter Capella als auch hinter dem ehemaligen Mutterunternehmen Navigator Equity Solutions. Durch den Rückgriff auf die Ascendo-Ressourcen steht Capella nicht nur ein breites betriebswirtschaftliches Wissen zur Verfügung, sondern auch ein weit verzweigtes Kontakt- und Partnernetzwerk. Dadurch ist es möglich, die eigenen Strukturen äußerst schlank und kostenminimal zu gestalten. So ist Vorstand Fischer der einzige Angestellte, der zudem ausschließlich über sein eigenes Aktienpaket am Unternehmenserfolg partizipiert.

Geschäftsentwicklung

Kontinuität gegeben

Nachdem Capella erst im April die Tätigkeit aufgenommen hat, liegen naturgemäß noch keine Geschäftsabschlüsse vor. Vor dem Hintergrund der Vorgeschichte im Rahmen von Navigator handelt es sich bei dem Geschäftsmodell dennoch um ein etabliertes Konzept, das bereits in vier Fällen angewandt worden ist. Da trotz des Formwechsels die verantwortlichen Personen dieselben geblieben sind, besteht eine operative Kontinuität, die Capella das Anbahnen und Durchführen neuer Deals erleichtern wird.

Erste Sachausschüttung steht an

Dementsprechend konnte bereits Ende Juni die erste Beteiligung eingegangen werden, die nach neuesten Meldungen noch bis Ende Juli an die Capella-Aktionäre ausgeschüttet werden soll. Es handelt sich hierbei um die Archea Biogas N.V., einen Komplettanbieter von Biogasanlagen. Das Leistungsspektrum erstreckt sich dabei von der Projektentwicklung, über die Finanzierung und Erstellung bis zum nachgelagerten Service und ferngestützten Monitoring der Anlagen. Im letzten Jahr hat die Gesellschaft nach eigenen Angaben 17 Projekte mit einer Gesamtleistung von 4,3 MW durchgeführt. Zukünftig wird mit einem deutlichen Anstieg gerechnet. Mit Stichtag 20. Juli sollen nun die von Capella

übernommenen Aktien (die restlichen 80 Prozent werden vom Management gehalten) größtenteils an die eigenen Aktionäre transferiert werden.

Gefüllte Deal-Pipeline

Darüber hinaus befinden sich nach Unternehmensangaben bereits weitere Deals in Vorbereitung, so dass für das laufende Jahr mit mindestens einer weiteren Sachdividendenausschüttung zu rechnen ist. Die Bandbreite der sich derzeit in der Prüfung befindlichen Gesellschaften erstreckt sich dabei vom Immobiliensektor, über technikorientierte Anlagenbauer bis zu Beteiligungsunternehmen und Franchiseanbietern. Dabei geht das Capella-Management davon aus, die anvisierten Transaktionen aus dem gegebenen Kapitalbestand heraus finanzieren zu können und schließt eigene Kapitalmaßnahmen für die nächsten Monate aus.

Bewertung

Dividenden- diskontierungsmodell mit Szenarioanalyse

Angesichts der konsequenten Ausrichtung des Capella-Geschäftsmodells auf Dividendenausschüttungen ziehen wir zur Ermittlung des fairen Wertes der Gesellschaft das Dividendendiskontierungsmodell heran. Dabei basieren die Berechnungen ausschließlich auf den geplanten Ausschüttungen; im Umkehrschluss impliziert diese Festlegung, dass die von Capella bei jeder Transaktion nicht ausgeschütteten Aktien gerade ausreichen, um mit dem entsprechenden Veräußerungserlös die getätigten Investitionen zu refinanzieren sowie die eigenen Kosten zu decken. Da der ermittelte Wert somit im hohen Maße von der Anzahl der Ausschüttungen und deren anschließender Börsenperformance abhängt, greifen wir zur Veranschaulichung der hieraus resultierenden Bewertungsspanne zusätzlich auf das Instrument der Szenarioanalyse zurück.

Diskontierungszins nach CAPM 13,1 %

Unabhängig vom unterstellten Szenario bestimmen wir einen einheitlichen Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten nach dem Capital Asset Pricing Model. Dazu setzen wir einen risikolosen Zinssatz von 4,7 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent an. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen der sehr kurzen Börsenhistorie nicht ermittelbar, weswegen wir uns zur Ableitung des systematischen Risikos an fundamentalen Faktoren orientieren. Angesichts der Abhängigkeit des Dividendenenertrages von wenigen, im Extremfall von einzelnen Transaktionen sehen wir eine dem Geschäftskonzept immanente ausgeprägte Schwankungsanfälligkeit. Allerdings werden bei Engagements zum Nennwert nur begrenzte Risiken eingegangen, so dass hieraus ein stabilisierender Einfluss resultieren dürfte. Ingesamt halten wir ein Beta von 1,6 für angemessen, um das systematische Risiko abzubilden. Daraus ergibt sich ein Diskontierungszins von 13,1 Prozent. Als zweite Rahmenfestlegung, die für alle Szenarien unverändert beibehalten wird, unterstellen wir für den Zeitraum ab 2015 eine „ewi-

ge“ Dividendenwachstumsrate von 2 Prozent. Außerdem erhält die Gesellschaft in allen Varianten immer einen Anteil von 20 Prozent an den Beteiligungen.

Szenario 1

Das pessimistische Szenario basiert auf der Annahme, dass es Capella in den nächsten Jahren nicht gelingen wird, an die beeindruckenden Erfolge der Navigator-Ausschüttungen anzuknüpfen. Die Zahl der Deals wird mit Ausnahme des laufenden Jahres, für das wir von 3 Ausschüttungen ausgehen, mit 2 pro Jahr angenommen. Die dabei erreichte durchschnittliche Marktkapitalisierung bei Ausschüttung setzen wir mit 2 Mio. Euro im laufenden Jahr an – mit anschließend geringer Aufwärtstendenz. Da unter diesen Umständen Capella einen höheren Anteil der Aktien zur Refinanzierung und zur Deckung der eigenen Kosten benötigen würde, liegt die Ausschüttungsquote bei 16 Prozent. In Summe führt dieses Szenario, dem wir aufgrund der deutlichen Abschläge gegenüber der vergangenen Performance aber nur ein Gewicht von 20 Prozent beimessen, zu einem Unternehmenswert von rund 9 Mio. Euro bzw. von 0,92 Euro je Aktie.

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Anzahl der Deals	3	2	2	2	2	2	2	2
MarketCap (pro Ausschüttung; in Mio. EUR)	2,00	2,20	2,42	2,66	2,93	3,22	3,54	3,90
Ausschüttungsquote	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Dividende (Mio. EUR)	0,96	0,70	0,77	0,85	0,94	1,03	1,13	1,25
Dividendenrendite / Aktie	6,7%	4,9%	5,4%	6,0%	6,6%	7,2%	7,9%	8,7%

Szenario 2

Im zweiten Szenario heben wir vor allem die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Ausgründungen auf 3,5 Mio. Euro an. Außerdem wird die Anzahl der Ausschüttungen dauerhaft auf drei erhöht. Da damit auch die Deckung der laufenden Kosten deutlich einfacher zu bewerkstelligen ist, unterstellen wir nun, dass jeweils 17 Prozent der Aktien ausgeschüttet und drei Prozent von Capella behalten werden. Obwohl wir mit diesen Annahmen immer noch deutlich unterhalb der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse liegen – zum Vergleich: die jeweils zum ersten Kurs berechnete Dividende aus Nanoventure, bioenergy und Capella bedeutete für die Navigator-Anteilseigner kumuliert einen Gegenwert von 6,5 Mio. Euro – sind die Auswirkungen auf den abzuleitenden Unternehmenswert erheblich: Dieser liegt nun bei knapp 25 Mio. Euro bzw. bei 2,48 Euro je Capella-Aktie.

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Anzahl der Deals	3	3	3	3	3	3	3	3
MarketCap (pro Ausschüttung; in Mio. EUR)	3,50	3,85	4,24	4,66	5,12	5,64	6,20	6,82
Ausschüttungsquote	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	170%
Dividende (Mio. EUR)	1,79	1,96	2,16	2,38	2,61	2,87	3,16	3,48
Dividendenrendite / Aktie	12,5%	13,7%	15,1%	16,6%	18,3%	20,1%	22,1%	24,3%

Szenario 3

Noch positiver fällt die Berechnung im dritten Szenario aus, in dem wir vor allem die Anzahl der Deals dynamisieren und bis auf 5 ab dem Jahr 2010 ansteigen lassen. In Verbindung mit einer ab 2008 geringfügig erhöhten Ausschüttungsquote von 18 Prozent liegt der abzuleitende Capella-Wert nun bei 40,8 Mio. Euro – genau 185 Prozent über der aktuellen Börsenbewertung. Je Aktie entspricht das einem Kurs von 4,08 Euro.

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Anzahl der Deals	3	4	4	4	5	5	5	5
MarketCap (pro Ausschüttung; in Mio. EUR)	3,50	3,85	4,24	4,66	5,12	5,64	6,20	6,82
Ausschüttungsquote	17%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Dividende (Mio. EUR)	1,79	2,77	3,05	3,35	4,61	5,07	5,58	6,14
Dividendenrendite / Aktie	12,5%	19,4%	21,3%	23,5%	32,3%	35,5%	39,0%	42,9%

Fairer Wert 2,81 Euro je Aktie

Nach einer Gewichtung der einzelnen Szenarien mit der jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeit (Szenario 1 mit 20 Prozent, die beiden übrigen mit jeweils 40 Prozent) resultiert aus unseren Schätzungen ein fairer Unternehmenswert von 28,1 Mio. Euro. Umgerechnet auf die derzeit ausgegebenen 10 Mio. Papiere entspricht das einem Zielkurs von 2,81 Euro. Dabei bleibt zu beachten, dass alle Szenarien in fast allen Komponenten (mit Ausnahme der Anzahl der Transaktionen in Szenario 3) unterhalb der Werte liegen, die in der Vergangenheit erreicht wurden. Da diese Vergangenheitsentwicklung aber von dem freundlichen Börsenumfeld profitiert haben dürfte, halten wir die vorgenommenen Abschläge für notwendig, um das Bewertungsmodell resistent gegen künftige Schwächephasen an den Börsen zu machen. Trotz dieser vorsichtigen Vorgehensweise liegt die prognostizierte Dividendenrendite auf Basis der drei gewichteten Szenarien derzeit bei knapp 11 Prozent, für 2008 kann sogar mit 14 Prozent gerechnet werden.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Capella Capital verfügt trotz der jungen Unternehmenshistorie über ein erprobtes und in der Vergangenheit sehr lukratives Geschäftsmodell. Da die Gesellschaft zudem auf ein etabliertes Kontakt- und Partnernetzwerk zurückgreifen kann, weist sie kaum die risikobehafteten Eigenschaften einer Neugründung auf. Mit der Schlüsselrolle, die innerhalb des Konzepts den Ausschüttungen an die eigenen Aktionäre zukommt, ist das Unternehmen wie kaum ein anderes dem Shareholder-Value verpflichtet. Welche Renditemöglichkeiten damit verbunden sind, haben die Sachausschüttungen des ehemaligen Mutterunternehmens verdeutlicht: Innerhalb nur eines Jahres konnten sich die Aktionäre über Dividenden freuen, deren Wert zu aktuellen Kursen fast 60 Prozent der derzeitigen Marktkapitalisierung von Navigator übersteigt. Auch wenn wir aus Vorsichtsüberlegungen in unserem Prognosemodell auf derartige Wertsteigerungen verzichtet haben, signalisieren unsere Schätzungen ein konservativ ermitteltes Po-

tenzial von fast 100 Prozent. Wir empfehlen Capella daher mit dem Zielkurs von 2,81 Euro zum Kauf.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgesehenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung Kurs bei Veröffentlichung Anlageurteil
(keine Ersteinschätzung)

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2), 4)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.