

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 6,70 Euro

Kurspotenzial: +26 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	5,30 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	6,28
Marktkap. (in Mio. Euro)	33,3
Enterprise Value (in Mio. Euro)	37,4
Ticker	ECF
ISIN	DE000A12UK08

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	7,75
52 Wochen-Tief (in Euro)	5,30
3 M relativ zum CDAX	-3,0%
6 M relativ zum CDAX	-13,6%



Aktionärsstruktur

Streubesitz	17,1%
Mountain Partners AG	64,4%
Reitham Equity GmbH	7,6%
Daniel Wild (inkl. Tiburon)	7,5%
Redline Capital Management	3,4%

Termine

GB 2019	30. April 2020
HV	30. Juni 2020

Prognoseanpassung

	2019e	2020e	2021e
Umsatz (alt)	-	-	-
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	-	-	-
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	-	-	-
Δ in %	-	-	-

Analysten

Henrik Markmann	Charlotte Meese
+49 40 41111 37 84	+49 40 41111 37 67
h.markmann@montega.de	c.meese@montega.de

Publikation

Erststudie	4. März 2020
------------	--------------

Digitale Gipfelstürmer – Mountain Alliance bietet Zugang zu attraktivem Venture Capital

Mountain Alliance ist eine **Beteiligungsgesellschaft** mit Fokus auf die Later Stage-Finanzierungsphase. Investments werden primär in innovative Wachstumsunternehmen mit digitalen, skalierbaren sowie disruptiven Geschäftsmodellen getätigt. Basierend auf einem ausgeprägten Netzwerk in der VC-Szene profitiert Mountain Alliance von einem **guten Dealfow** und konnte in den letzten Jahren ein Portfolio von 31 Beteiligungen aufbauen. Als aktuelle **Kerninvestments** lassen sich **Exasol** (Big Data-Spezialist), **AlphaPet** (E-Commerce für Heimtierbedarf), **Lingoda** (E-Learning-Anbieter), **Promipool** (Online-People-Magazin) und **Shirtinator** (Print-on-Demand-Plattform) identifizieren, die u.a. ein besonders hohes Wachstumspotenzial aufweisen dürften und künftig die operative Entwicklung von Mountain Alliance spürbar positiv beeinflussen sollten.

Durch den konsequenten Fokus auf derartige Digitalunternehmen ist Mountain Alliance u.E. in einem **strukturellen Wachstumsmarkt** aktiv. Dabei unterstützt die fortschreitende Digitalisierung den Aufstieg technologiebasierter Geschäftsmodelle, sodass auch die Anzahl potenzieller Targets zunehmen sollte. Zudem kann sich das Unternehmen dank der über die letzten Jahre aufgebauten hohen **Sektorexpertise** u.E. erfolgreich von anderen Beteiligungsgesellschaften differenzieren.

Die Attraktivität dieser Ausrichtung konnte das Management zuletzt Ende November 2019 durch den **Telexit bei Exasol** sowie Ende Januar 2020 bei **AlphaPet** unter Beweis stellen. Auf der anderen Seite musste Mountain Alliance im Dezember des abgelaufenen Geschäftsjahres aufgrund der hinter den Erwartungen zurückgebliebenen Entwicklung einiger anderer Beteiligungen eine Korrektur der Jahresprognose vornehmen. Wenngleich damit der jüngste Newsflow zwar insgesamt als durchwachsen einzustufen ist, erwarten wir in den nächsten Quartalen u.a. durch aussichtsreiche **Neuinvestments** sowie Neuigkeiten zum geplanten **Exasol-IPO** eine **Verbesserung des Sentiments**. Allerdings gehen wir aufgrund des aktuell schwierigen Marktumfelds, anders als von Exasol zuletzt kommuniziert, nicht von einem Börsengang im ersten Quartal aus.

Zur Ermittlung des Fair Values haben wir einen Mix aus Potenzialwert und Zeitwert herangezogen, woraus sich unter Berücksichtigung eines Holdingsabschlags ein fairer Wert pro Aktie von 6,70 Euro ergibt. Allerdings ist die Dynamik in der VC-Branche sehr hoch, sodass auch die Bewertungsansätze oftmals hohen Schwankungen unterliegen. Im **Fokus der Equity Story** steht für uns neben der fundamentalen Bewertung der Aktie daher auch die Möglichkeit, **Zugang zu Venture Capital** zu erhalten und an der Wertschöpfung in einem äußerst zukunftsreichen Wirtschaftszweig zu partizipieren.

Fazit: Mountain Alliance hat sich u.E. durch die Fokussierung auf den Digitalsektor eine aussichtsreiche Marktposition aufgebaut. Durch regelmäßige wertschaffende Exits dürfte sich das Vertrauen in die Fähigkeiten des Managements sowie die Funktionsfähigkeit des Geschäftsmodells am Kapitalmarkt sukzessive stärken. Wir nehmen die Aktie daher mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 6,70 Euro in die Coverage auf.

Bewertung Nettoinventarwert Mountain Alliance AG

Kernbeteiligungen	Potenzialwert (in Mio. Euro)
AlphaPet & Exasol	15,2
Sonstige Aktiva/Passiva	Zeitwert (in Mio. Euro)
Bio-Gate AG	2,6
The Native S.A.	0,1
Private Equity-Portfolio	27,5
Liquide Mittel	5,3
Kurzfristige Darlehen und Sonstiges	5,2
Kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten	9,4
= Nettoinventarwert	46,5
/ Aktien (in Mio.)	6,3
= NAV pro Aktie (in Euro)	7,41
abzgl. Holdingabschlag	10%
= Kursziel	6,70

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Strategische Ausrichtung	4
Investitionskriterien	4
Rechtsform und Struktur	6
Entwicklung der deutschen Beteiligungsbranche	7
Net Asset Value als zentrale Finanzkennziffer	10
Sentiment sollte sich durch regelmäßige Frequenz von Exits aufhellen	12
Potenzialwertanalyse verdeutlicht Unterbewertung	12
Fazit	16
Timing und Sentiment	17
Jüngste Gewinnwarnung deutet auf gesunkenen NAV hin	17
Positiver Newsflow durch aussichtsreiche Pipeline erwartet	17
SWOT	19
Stärken	19
Schwächen	19
Chancen	20
Risiken	20
Beteiligungsportfolio	21
Exasol	22
AlphaPet Ventures	23
Lingoda	25
Promipool	26
Shirtinator	27
Weitere Beteiligungen	28
Unternehmenshintergrund	30
Investmentstrategie	30
Portfolio	31
Erfahrenes Management	33
Aktionärsstruktur	33
Anhang	35
Disclaimer	38

INVESTMENT CASE

Die Mountain Alliance AG ist eine Beteiligungsgesellschaft (Venture Capital-Gesellschaft, VC) mit Sitz in München, die sich primär an innovativen Wachstumsunternehmen mit digitalen Geschäftsmodellen beteiligt. Ziel ist die Weiterentwicklung und Wertsteigerung der Portfoliounternehmen, sodass diese nach etwa drei bis fünf Jahren gewinnbringend veräußert werden können. Im Fokus stehen dabei die Bereiche Technology, Digital Business Services, Digital Retail sowie Meta-Plattformen & Media.

Aktuell besteht das Portfolio aus 31 Beteiligungen, bei denen überwiegend Minderheitsbeteiligungen eingegangen wurden. Etwa 90% des Portfoliowertes verteilen sich derzeit auf 12 Gesellschaften, die u.E. daher als Kernbeteiligungen bezeichnet werden können. Dabei sind aktuell laut Angaben des Managements insbesondere die folgenden fünf Unternehmen von besonderer Bedeutung:

- **Exasol AG:** Exasol wurde 2000 in Nürnberg gegründet und zählt trotz eines bereits erfolgten Teilexits im Herbst 2019 derzeit noch zu den wichtigsten Beteiligungen. Das Kernprodukt des Unternehmens ist eine sogenannte In-Memory-Software, also ein Datenbankmanagementsystem, welches speziell zu Analyse Zwecken von großen Datenmengen entwickelt wurde. Die Hochleistungsdatenbank bietet umfassende Software-Lösungen im Bereich Business Intelligence, Customer Insight, Data Warehousing sowie komplexe Predictive Analytics in Echtzeit. Aufgrund dieser vielseitigen Anwendungsfelder greifen inzwischen mehr als 130 Kunden unterschiedlichster Branchen (u.a. Adidas, Otto Group, Vodafone, Zalando) in über 20 Ländern weltweit auf die Software zurück.
- **AlphaPet Ventures GmbH:** Über die Domains hundeland.de, katzenland.de sowie petspremium.de verkauft das Unternehmen mehr als 25.000 Produkte aus dem Bereich Tierfutter und Zubehör. Der Fokus liegt dabei auf dem Premiumsegment. Um eine höhere Kundenbindung zu erreichen, hat AlphaPet zusätzlich in Eigenmarken investiert, die mittlerweile einen zweistelligen Anteil am Umsatz ausmachen. Durch die jüngst verkündete Übernahme von Healthfood24 hat das Unternehmen seine Marktposition weiter gestärkt.
- **Lingoda GmbH:** Die Online-Sprachschule vereint die Vorteile von traditionellen Sprachkursen, die in klassischen Klassenräumen von Sprachschulen gehalten werden, mit einem modernen und digitalen Lernansatz mittels Video-Technologie. Die Nutzer können derzeit aus vier verschiedenen Sprachen (Englisch, Deutsch, Spanisch, Französisch) und mehr als 850 angebundenen Muttersprachlichen Lehrern auswählen.
- **Promipool GmbH:** Promipool betreibt ein Online-People-Portal in Deutschland, das seinen Nutzern Stories und News über deutsche und internationale Stars und VIPs berichtet. Die Inhalte stehen den Konsumenten sowohl über Desktop- als auch mobile Endgeräte und in Bild-, Text- oder Video-Format zur Verfügung. Die selbst entwickelte Plattform generiert Umsatzerlöse durch die Vermarktung von Werbeanzeigen.
- **Shirtinator AG:** Das Unternehmen betreibt eine der führenden Print-on-Demand-Plattformen für individuelle Druckerzeugnisse in Deutschland und Europa. Die Produktpalette umfasst neben T-Shirts auch andere Kleidungsstücke wie Hoodies, Sweater oder personalisierte Geschenke wie Tassen, Kissen und Taschen, die der Kunde als Unikat individuell gestalten kann.

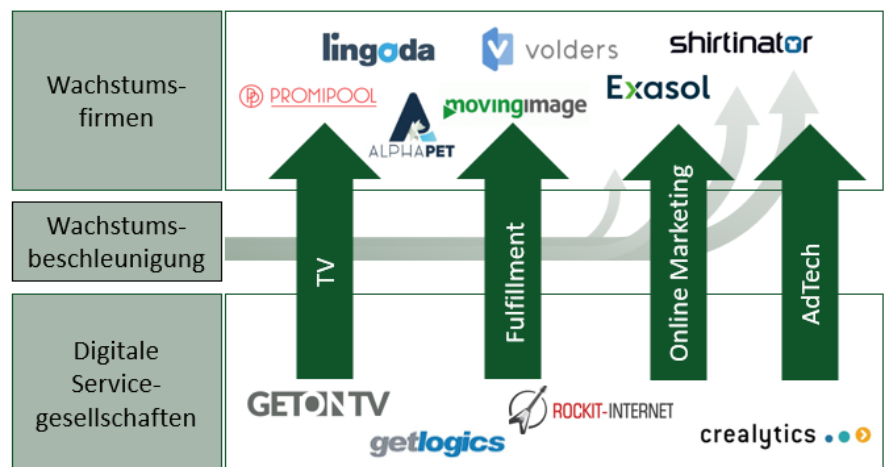
Wenngleich diese fünf Portfoliounternehmen aktuell über ein besonders gutes Sentiment verfügen, ist es u.E. wichtig zu berücksichtigen, dass die Venture Capital-Szene sehr schnelllebig ist. Insbesondere die Wettbewerbssituation kann sich bei relativ jungen Unternehmen kurzfristig ändern. Folglich ist es auch möglich, dass sich der Wertansatz eines Unternehmens aufgrund einer sich schnell wandelnden Marktlage abrupt ändert.

Daher stehen für uns nicht nur die eingangs genannten Beteiligungen bzw. deren Bewertung im Fokus der Equity Story von Mountain Alliance, sondern vielmehr die Möglichkeit, Zugang zu Private Venture Capital zu erhalten und an der Wertschöpfung im Digitalisierungssektor zu partizipieren. Als börsennotierte Beteiligungsgesellschaft erlangen die Aktionäre Anteile an einem diversifizierten Portfolio von Digitalunternehmen, die bereits über einen gewissen Reifegrad verfügen.

Strategische Ausrichtung

Der Investmentfokus liegt auf Beteiligungen mit digitalen, disruptiven und skalierbaren Geschäftsmodellen. Mountain Alliance hat sich hier u.E. in den letzten Jahren ein hohes Maß an Expertise aufgebaut und kompensiert dadurch einen gewissen Wettbewerbsnachteil gegenüber den deutlich größeren und internationalen aufgestellten VCs mit hoher Reputation wie Index, Accel, Sequoia, Benchmark oder Bessemer.

Bezüglich der strategischen Ausrichtung der Portfoliounternehmen ist die Betreuung je nach Beteiligungsgrad unterschiedlich intensiv ausgeprägt. Grundsätzlich tritt Mountain Alliance jedoch nicht als aktivistischer Investor auf, sondern versucht in Form von Beratung sowie der Vermittlung von Know-how möglichst viele Synergien zu heben. Darüber hinaus ist die Bereitstellung von komplementären Leistungen der Beteiligungen innerhalb des Portfolios ein wesentlicher Bestandteil der strategischen Ausrichtung. Die einzelnen Unternehmen können dadurch ihr Wachstum sowohl individuell als auch gemeinsam beschleunigen. Insbesondere die digitalen Servicegesellschaften leisten hierbei einen wertschöpfenden Beitrag. So profitiert beispielsweise die Online-Sprachschule Lingoda hinsichtlich der Neukundengewinnung vom Know-how des Suchmaschinenpezialisten crealytics. Die nachstehende Abbildung verdeutlicht diesen Ansatz:



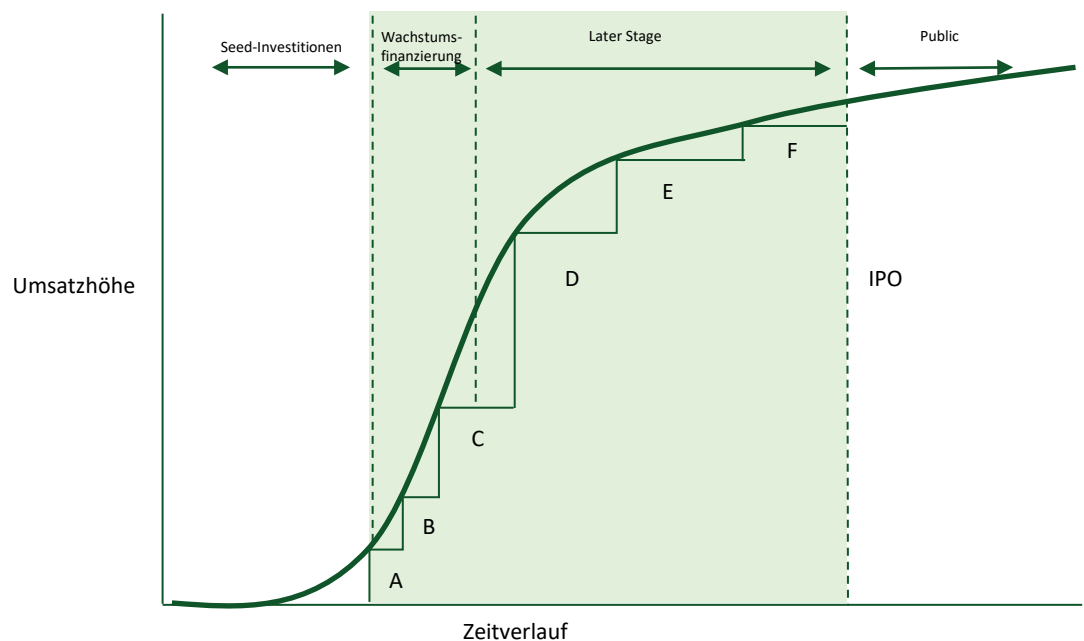
Quelle: Unternehmen

Investitionskriterien

Als Venture Capital-Gesellschaft stellt Mountain Alliance seinen Beteiligungen in erster Linie Wachstumskapital in Form von Eigenkapital zur Verfügung. Selektiv kann auch Fremdkapital oder Mezzanine-Kapital eingesetzt werden. Durch ein aktives Beteiligungsmanagement hat sich Mountain Alliance in den letzten Jahren ein diversifiziertes Portfolio aus 31 Beteiligungen aufgebaut. Da der Portfoliowert deutlich steigern möchte und andererseits ein bis zwei Exits pro Jahr anstrebt, wird kontinuierlich nach Neuinvestments gesucht, die nach folgendem Kriterienkatalog ausgewählt werden:

- Präferierte Ticket-Size von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro
- 2 bis 4 Deals pro Jahr mit einer avisierten Haltedauer zwischen 3 und 5 Jahren
- Spezialisierung auf Unternehmen mit digitalen Geschäftsmodellen und Disruptionspotenzial
- Regionale Fokussierung auf Unternehmen aus der DACH-Region
- Ausschließlich Private Equity-Beteiligungen in der Wachstums- und Later Stage-Phase
- Es können sowohl einzelne Unternehmen als auch ganze Portfolios akquiriert werden

Durch die Ausrichtung auf Unternehmen in der Later Stage positioniert sich Mountain Alliance hinsichtlich der Neuinvestments als Exit-Kanal für konventionelle Frühphasen-Investoren. Das nachfolgende Diagramm verdeutlicht die Positionierung entlang der unterschiedlichen Finanzierungsphasen:



Quelle: BVK, IE.F, Roland Berger, grüne Fläche= Investitionsfokus Mountain Alliance

Während bei der **Seed-Finanzierung** die Bereitstellung von Frühphasenkapital im Vordergrund steht, um Dienstleistungen und Produkte bis zur Marktreife zu entwickeln, fokussiert sich die **Wachstumsfinanzierung** auf die Unterstützung des Markteintritts, die (Massen-)Produktion und den Vertrieb. Der darauffolgende Zyklus der **Later Stage-Finanzierungen** soll zu einer Skalierung des Geschäftsmodells und zur Etablierung am Markt führen. Zudem gelingt in dieser Phase üblicherweise der Eintritt in die Gewinnzone. Im Zuge einzelner Finanzierungsrunden (A bis F-Series) können je nach Geschäftsmodell unterschiedliche Kapitalgeber adressiert und verschiedene Volumina erreicht werden. Anschließend besteht eine Exit-Möglichkeit per IPO, sodass Unternehmen fortan benötigte finanzielle Mittel über den Kapitalmarkt akquirieren können.

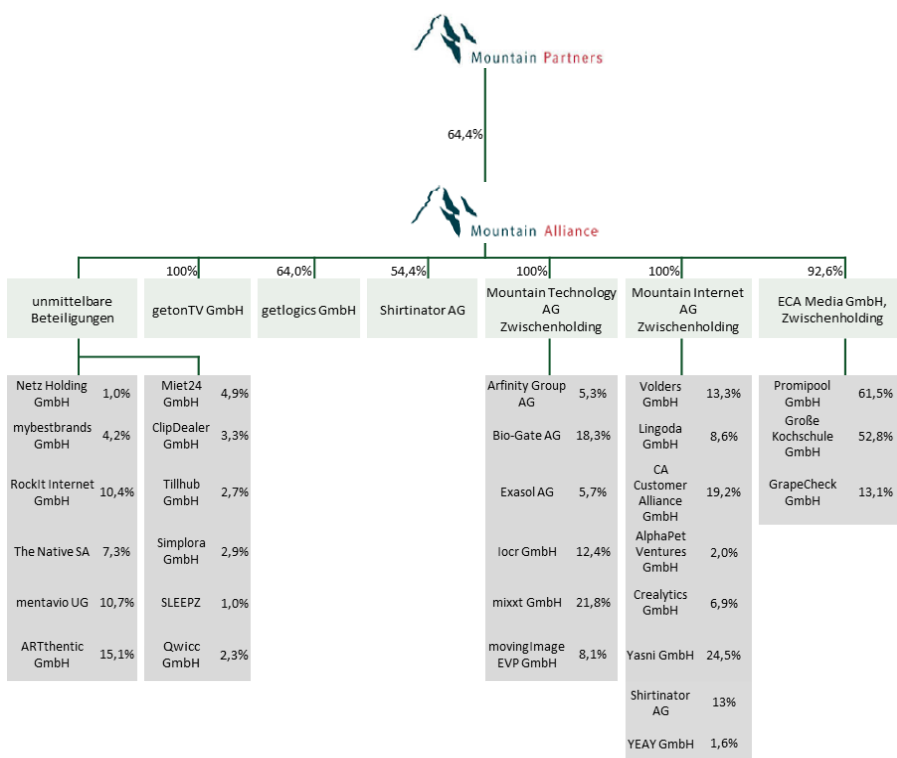
Mountain Alliance ist primär in der Wachstums- und Later Stage-Phase aktiv. Dies hat den Vorteil, dass die Portfoliounternehmen bereits eine gewisse Marktreife besitzen und durch das zur Verfügung gestellte Kapital die Marktposition gestärkt werden kann. Auf der anderen Seite ist das Renditepotenzial geringer, da im Gegensatz zu Frühphaseninvestments die Visibilität des Geschäftserfolgs bereits höher ist.

Rechtsform und Struktur

Die Gesellschaftsstruktur ist primär von der strategischen Partnerschaft mit der nicht börsennotierten Mountain Partners AG geprägt. Der Schweizer Frühphaseninvestor ist gleichzeitig mit 64,4% auch größter Anteilseigner von Mountain Alliance. Erwähnenswert ist hierbei auch die Gefahr von Interessenskonflikten, da der CEO von Mountain Alliance (Daniel Wild) gleichzeitig auch CEO bei Mountain Partners ist. Allerdings hat Herr Wild bei Mountain Partners keine Organfunktion, da nach der Schweizer Gesetzgebung die Verantwortung für die Unternehmensführung stets beim Verwaltungsrat liegt. Ziel dieser speziellen Konstellation ist es, dass der CEO einen optimalen Überblick behält, um Synergien zwischen den beiden Gesellschaften bestmöglich heben zu können. Nicht zuletzt sollte das übergeordnete Interesse auch aufgrund der signifikanten Beteiligung von Mountain Partners an Mountain Alliance identisch sein.

Mountain Alliance hat in den letzten Jahren den vereinfachten Zugang zu neuen Investments aus dem Netzwerk der Mountain Partners u.E. sinnvoll genutzt und zwei aussichtsreiche Portfolien erworben. In H2/17 kaufte das Unternehmen die Mountain Internet AG, eine Holding mit neun Beteiligungen (u.a. Volders GmbH, Lingoda GmbH, AlphaPet Ventures GmbH). Ein Jahr später erwarb Mountain Alliance die Holding Mountain Technology AG, die sechs Beteiligungen enthielt (u.a. Exasol AG, Bio-Gate AG, movingImage EVP GmbH). Durch den Erwerb von Anteilen an insgesamt 15 Unternehmen hat Mountain Alliance eine Basis für weiteres Wachstum gelegt. Weitere Synergieeffekte sehen wir im Zugang zum weitreichenden Netzwerk von Mountain Partners, wodurch zum einen Kontakt zu Gründern aufgebaut werden kann und neue Beteiligungsoportunitäten entstehen könnten. Zum anderen dürfte das Netzwerk auch Zugang zu potenziellen Co-Investoren bieten und den Wissenstransfer z.B. hinsichtlich der Entwicklung spezieller Branchen, Märkte oder Produkte fördern. Trotz dieser Partnerschaft gehen wir perspektivisch davon aus, dass Mountain Alliance vermehrt Beteiligungen von anderen Frühphaseninvestoren übernehmen wird.

Die aktuelle Gesellschaftsstruktur mit allen Beteiligungen kann der nachstehenden Abbildung entnommen werden:



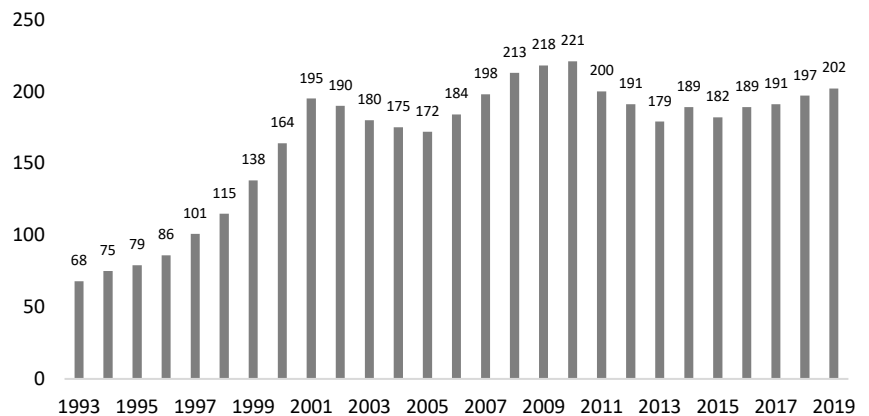
Quelle: Unternehmen

Entwicklung der deutschen Beteiligungsbranche

Als deutsche Venture Capital-Gesellschaft mit Fokus auf Neuinvestments aus der Wachstums- und Later Stage-Phase ist für Mountain Alliance die Entwicklung des deutschen Venture Capital- und Private Equity-Umfelds von hoher Relevanz.

Die zunehmende Bedeutung von Beteiligungsfinanzierungen lässt sich anhand der Entwicklung des größten Interessenverbands Deutschlands, dem BVK (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften), sowie des durch die Mitglieder verwalteten Kapitalvolumens veranschaulichen. Während das starke Wachstum der Mitgliedszahlen durch die Finanzkrise unterbrochen wurde und die Zahl der Mitgliedschaften in 2013 auf 179 Mitglieder fiel, stieg sie seitdem wieder sukzessive an. Im abgelaufenen Geschäftsjahr waren 202 deutsche Investmentgesellschaften im BVK organisiert. Damit ist die Zahl der Mitglieder zum Vorjahr um fünf gestiegen und nähert sich dem Niveau von knapp über 220 Gesellschaften vor der Finanzkrise wieder an.

Entwicklung der Mitgliederzahl im BVK



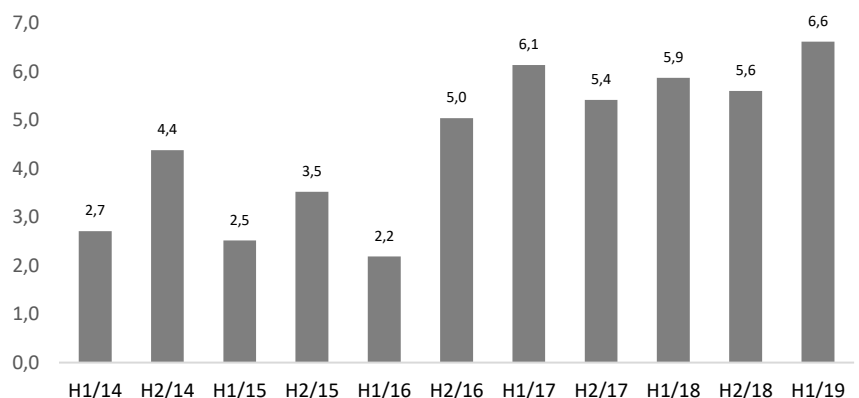
Quelle: BVK

Neben den 202 BVK-Mitgliedern sind in Deutschland noch etwa 100 weitere Private Equity-Gesellschaften aktiv. Das verwaltete Kapital der erfassten BVK-Mitglieder belief sich zum Jahresende 2018 auf rund 44 Mrd. Euro (2017: 37 Mrd. Euro). Daraus resultiert rechnerisch eine durchschnittliche Kapitalausstattung von ca. 217 Mio. Euro pro Gesellschaft. Mountain Alliance gehört mit einem bilanziellen Eigenkapital von 30,7 Mio. Euro somit zu den kleineren Beteiligungsgesellschaften.

Mit der seit 2015 wieder kontinuierlich steigenden Anzahl der Beteiligungsgesellschaften erhöhte sich auch das jährlich investierte Volumen und erreichte im ersten Halbjahr 2019 mit 6,6 Mrd. Euro einen neuen Höchststand (+12,7% yoy).

Private Equity-Investitionen in Deutschland

(in Mrd. Euro)



Quelle: BVK

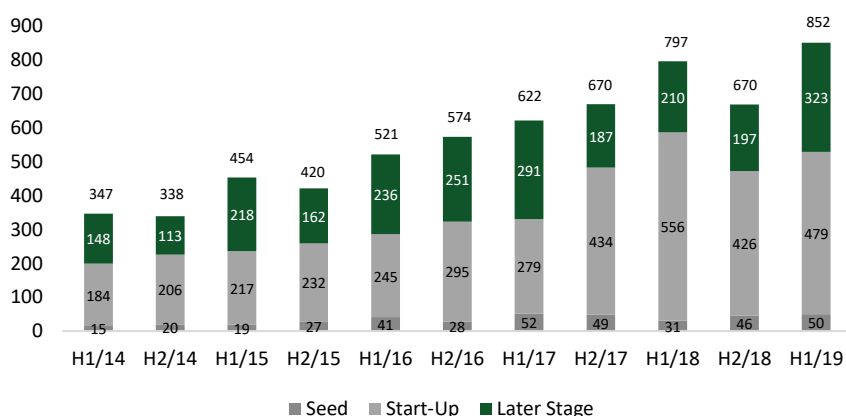
Grundsätzlich lassen sich die Private Equity-Investitionen in drei Kategorien unterteilen:

- **Buy-Outs**, im Sinne der Komplettübernahme eines Unternehmens, machten in 2018 mit rund 70% des Gesamtvolumens den mit Abstand größten Teil der PE-Investitionen aus. Mountain Alliance konkurriert in diesem Bereich nicht um Deals, da die Beteiligungsgesellschaft auf die anderen beiden Kategorien, primär Venture Capital und vereinzelt auch Wachstumsfinanzierungen, fokussiert ist.
- **Wachstumsfinanzierungen** – also Expansionsfinanzierungen von Unternehmen, die den Break-Even bereits erreicht haben – repräsentierten in 2018 etwa 16% des Gesamtvolumens.
- **Venture Capital**, was der Verband als die Bereitstellung von risikoreichem Wagniskapital an verschiedenen Stufen des Reifezyklus eines Unternehmens definiert, zeichnete in 2018 für rund 14% des gesamten Investitionsvolumens der deutschen Private Equity-Branche verantwortlich.

Genau dieser Venture Capital-Kategorie ist auch Mountain Alliance aufgrund des Investitionsschwerpunkts in der Later Stage, einer Unterkategorie des Venture Capitals, zuzuordnen. Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, unterteilt der BVK die Venture Capital-Investitionen in Seed, Start-Up und Later Stage. Hierbei wird deutlich, dass die für Mountain Alliance relevante Later Stage zwar zweistellige Zuwächse verzeichnet (CAGR 2014-2018: 11,7%), damit jedoch langsamer wächst als die Start-Up- bzw. Seed-Phase (26,0% respektive 21,8%).

Venture Capital-Investitionen in Deutschland

(in Mio. Euro)

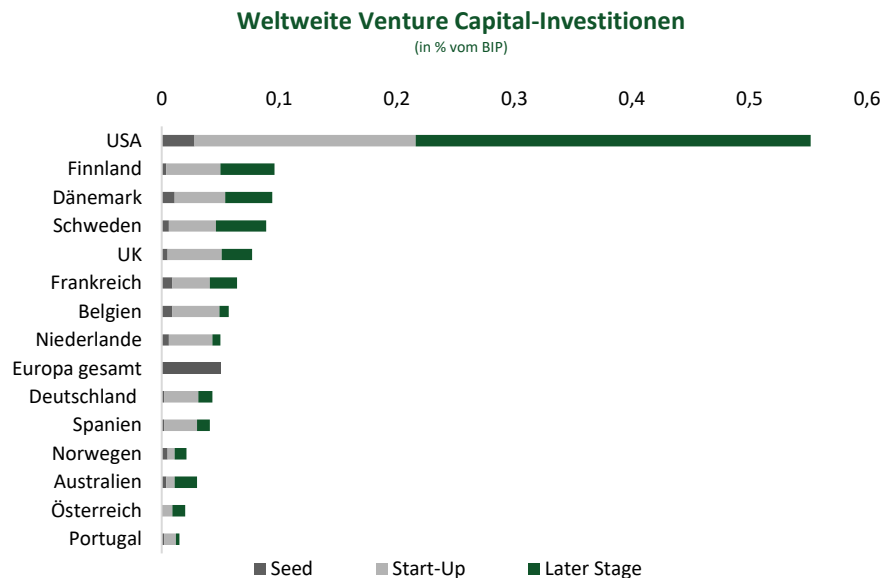


Quelle: European Data Cooperative, BVK

Der unterproportional wachsende Anteil des Investitionsvolumens in der Later Stage deutet nach Angaben der Strategieberatung Roland Berger darauf hin, dass in Deutschland das notwendige Wachstumskapital fehlt, um aus innovativen Geschäftsmodellen nachhaltig erfolgreiche Unternehmen zu formen. Während beispielsweise in den USA und in Asien mehr als die Hälfte des gesamten Venture Capitals auf die Later Stage entfällt, waren dies in Deutschland zuletzt nur rund 38%. Somit ist Mountain Alliance in einem Markt aktiv, der aktuell noch von einer geringeren Anzahl an VCs mit Fokus auf das Later Stage-Segment gekennzeichnet ist. Wenngleich sich dies perspektivisch aufgrund der zunehmenden Bedeutung innerhalb des Finanzierungszyklus ändern und somit auch zu mehr Wettbewerb führen sollte, lässt sich durch die Positionierung von Mountain Alliance u.E. schon heute ein attraktives, aber grundsätzlich schwer zugängliches Marktsegment erschließen.

Regional betrachtet dominiert bei den Venture Capital-Investitionen sehr deutlich der amerikanische Kontinent. Laut einer Studie von Roland Berger stehen einem US-Unternehmen im Durchschnitt fast 10 Mio. Euro mehr Wagniskapital zur Verfügung als einem deutschen Unternehmen (im Mittel erhält ein deutsches Unternehmen knapp 3,3

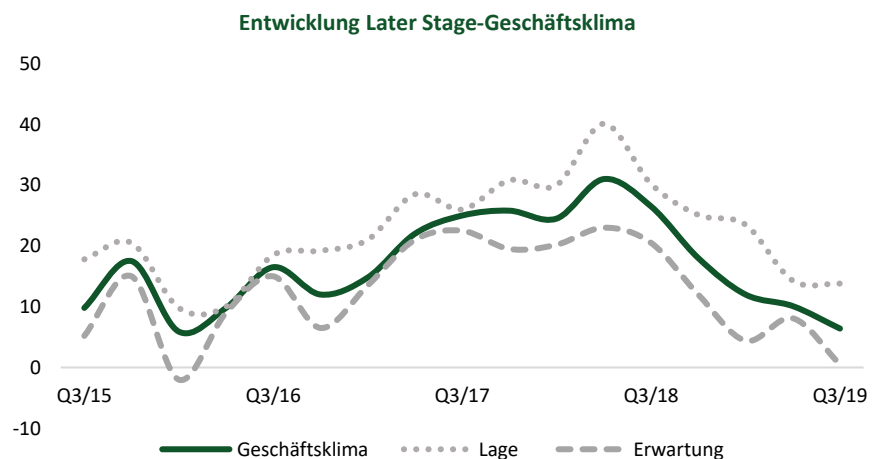
Mio. Euro). Insgesamt lag die kumulierte Venture Capital-Finanzierungssumme in den USA im Jahr 2018 bei rund 54 Mrd. USD (vs. 1,4 Mrd. Euro in Deutschland). Auch im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt zeigt sich insbesondere gegenüber den USA (0,552%) und den skandinavischen Ländern wie Finnland (0,096%), Dänemark (0,095%) oder Schweden (0,088%) für den Wirtschaftsstandort Deutschland (0,043%) noch deutlicher Nachholbedarf.



Quelle: OECD

Zumindest kurzfristig dürfte sich an diesem Rückstand auch nichts ändern. Analog zum Geschäftsklima der Gesamtwirtschaft ist auch die Stimmung im German Private Equity Barometer leicht eingetrübt. Dieser spezielle Stimmungsindikator wird regelmäßig von der KfW und dem BVK für die Beteiligungsbranche erhoben und lässt Aussagen über die aktuelle Geschäftslage und die Geschäftserwartungen im Private Equity-Umfeld zu.

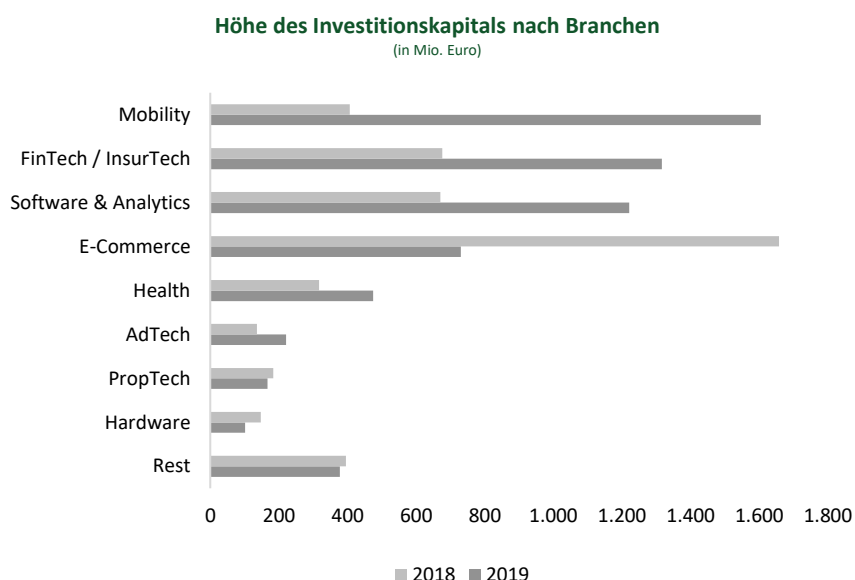
In der jüngsten Umfrage unter rund 200 Mitgliedern des Bundesverbands setzte sich der leichte Abschwung des Geschäftsklimas nach dem Rekordjahr 2018 auch im dritten Quartal 2019 fort. So fiel der Geschäftsklimaindex des Spätphasensegments um 3,3 Zähler auf 6,4 Saldenpunkte. Zwar hat sich damit das Later Stage-Geschäftsklima seit dem Bestwert in Q2/18 zuletzt deutlich abgekühlt, liegt aber dennoch im positiven Bereich. Auch der Indikator für die aktuelle Geschäftslage, der gegenüber dem Vorquartal nur leicht verändert bei 13,1 (zuvor: 13,8) liegt, lässt noch keine Rückschlüsse auf eine besorgniserregende Veränderung zu.



Quelle: KfW, BVK

Die Erwartungen an die Entwicklung der kommenden Monate fällt allerdings durchwachsen aus. Während auf der einen Seite eine gute Investitionslandschaft mit attraktiven Targets und Einstiegspreisen vorzufinden ist, halten laut einer Studie der Beratungsgesellschaft Roedl & Partner auf der anderen Seite die allgemeinen Konjunktursorgen insbesondere von grenzüberschreitenden Transaktionen ab. Nichtsdestotrotz zeigt die Studie auch, dass die Mehrheit der institutionellen Investoren trotz eines eingetrübten Marktumfeldes vor dem Hintergrund der über den Erwartungen liegenden Renditen künftig weitere Venture Capital-Investments tätigen werden.

Aufgrund des im internationalen Vergleich auffälligen Nachholbedarfs im deutschen VC-Markt hat sich Mountain Alliance mit langjähriger Expertise in diesem Marktumfeld auf Beteiligungen in der DACH-Region fokussiert. Dabei konzentriert sich die Gesellschaft auf die, gemessen am nach Branchen aufgeteilten Investitionskapital in Deutschland im Jahr 2019, größten bzw. am stärksten wachsenden Sektoren Mobility, FinTech/InsurTech, Software & Analytics sowie E-Commerce. Diese Fokussierung sollte es Mountain Alliance u.E. auch mittelfristig ermöglichen, das Portfolio durch aussichtsreiche Investments auszubauen.



Quelle: EY Start-up Barometer

Net Asset Value als zentrale Finanzkennziffer

Die Gewinn- und Verlustrechnung von Mountain Alliance ist im Wesentlichen geprägt von den vier vollkonsolidierten Unternehmen Shirtinator AG, getonTV GmbH, getonTV GmbH und Promipool GmbH. Das Ergebnis der anderen 27 Beteiligungen fließt aufgrund der Minderheitenanteile in das Finanzergebnis ein. Das Periodenergebnis per 30.06.2019 lag mit -2,4 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert von -0,2 Mio. Euro. Zurückzuführen ist dies vor allem auf ein deutlich schlechteres Beteiligungsergebnis (-1,2 Mio. Euro vs. +0,9 Mio. Euro im Vj.), das primär von den börsennotierten Beteiligungen The Native und Bio-Gate geprägt ist. Der Aktienkurs der Gesellschaften hatte sich bis zum Stichtag schwach entwickelt (The Native: -72,5%; Bio-Gate: -13,8%). Da bei den nicht börsennotierten Beteiligungen die Prognose von Finanzierungsrunden oder Exit-Zeitpunkten und -Erlösen für Dritte unmöglich ist, haben wir keine Planung der GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung vorgenommen.

Deutlich aufschlussreicher zur Bewertung einer Beteiligungsgesellschaft ist u.E. die Entwicklung des Net Asset Values (NAV). Der Nettoinventarwert ergibt sich aus der Summe aller zum Zeitwert bewerteten Beteiligungen zuzüglich der Vermögensgegenstände sowie abzüglich der Finanzverbindlichkeiten. Die Bestimmung des stichtagsbezogenen Zeitwerts erfolgt anhand gängiger Bewertungsmethoden. Bezogen auf die börsennotierten Beteiligungen bestimmt die Marktkapitalisierung den anteiligen Wertansatz. Bei nicht

börsennotierten Beteiligungen kann jede Beteiligungsgesellschaft individuelle Bewertungsgrundlagen festsetzen, die sich oftmals an der zuletzt abgeschlossenen Finanzierungsrunde orientieren. Mountain Alliance orientiert sich bei der Bewertung der börsennotierten Beteiligungen an den Börsenkursen am Stichtag und bei nicht börsennotierten Beteiligungen entsprechend zuletzt durchgeführter Finanzierungsrunden mit Dritten. Sofern in letzter Zeit keine Transaktion/Finanzierungsrunde stattgefunden hat, wird der Zeitwert mit Hilfe eines DCF-Modells ermittelt.

Mountain Alliance stützt sich bei dem Wertansatz der nicht börsennotierten Gesellschaften auf das Ergebnis der letzten Finanzierungsrunde. An dieser muss jedoch auch ein Dritter teilgenommen haben, sodass der VC keine künstlichen Zuschreibungen auf das eigene Portfolio kreieren kann. Sofern die letzte Finanzierungsrunde zu weit in der Vergangenheit liegt, erfolgt zur Vermeidung von verzerrenden Wertansätzen eine Plausibilisierung mittels DCF-Verfahren.

Den NAV veröffentlicht Mountain Alliance erst seit Mitte 2018, sodass eine historische Betrachtung der Portfolio-Wertentwicklung anhand des NAVs u.E. noch nicht aussagekräftig ist. In der nachfolgenden Tabelle ist die Entwicklung des NAVs und des Aktienkurses seit dem Stichtag 30.06.2018 abgebildet:

Entwicklung des NAVs	30.06.2018	31.12.2018	30.06.2019
NAV (in Mio. Euro)	27,3	39,6	38,2
NAV je Aktie (in Euro)	6,77	6,55	6,32
Aktienkurs (in Euro)	5,33	6,75	6,66
Abschlag (-) /Premium (+)	-21,3%	3,1%	5,4%

Quelle: Unternehmen, Capital IQ

Per 30.06.2019 betrug der NAV 38,2 Mio. Euro bzw. 6,32 Euro je Aktie. Damit wurde die Mountain Alliance-Aktie zum Stichtag mit einem Premium zum berichteten NAV i.H.v. 5,4% gehandelt.

Solide Bilanzstruktur mit Eigenkapitalquote von rund 75%

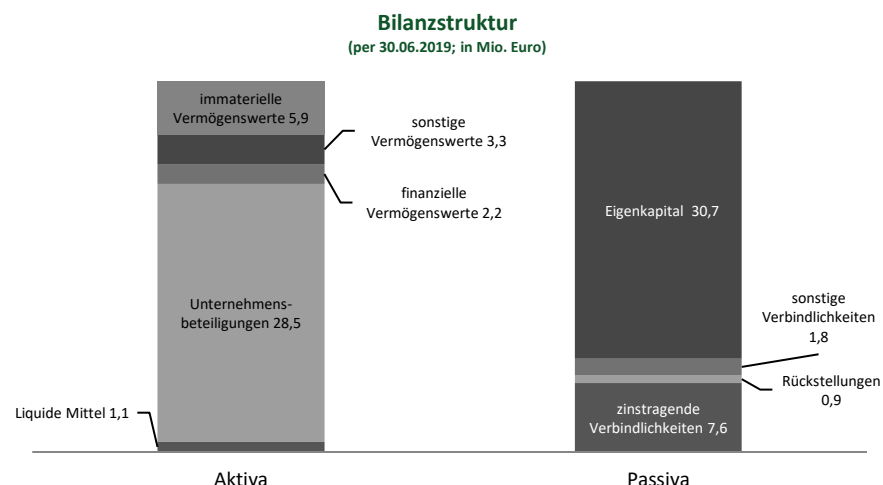
Mountain Alliance weist eine solide Bilanzstruktur auf. Auf der Aktivseite dominieren die Unternehmensbeteiligungen mit einem Bilanzansatz von 28,5 Mio. Euro zum Ende des ersten Halbjahres 2019 (69,5% der Bilanzsumme).

Den Großteil der immateriellen Vermögenswerte (5,9 Mio. Euro; 14,4% der Bilanzsumme) machen Geschäfts- und Firmenwerte der Mehrheitsbeteiligungen aus (Shirtinator, getlogics und Promipool). Die finanziellen Vermögenswerte (2,2 Mio. Euro) umfassen sowohl kurz- als auch langfristige von Mountain Alliance gewährte Darlehen. In den sonstigen Vermögenswerten (3,3 Mio. Euro) sind Sachanlagen (1,5 Mio. Euro), Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (0,9 Mio. Euro) sowie sonstige Vermögenswerte (0,9 Mio. Euro) enthalten. Die Liquiden Mittel belaufen sich per 30.06.2019 auf 1,1 Mio. Euro.

Nach dem Bilanzstichtag flossen der Gesellschaft durch die am 27. Juni 2019 beschlossene Kapitalerhöhung ca. 1,5 Mio. Euro zu. Weitere Mittelzuflüsse erzielte Mountain Alliance durch den Telexit Ende November 2019 bei Exasol sowie Ende Februar 2020 bei AlphaPet Ventures (unterer einstelliger Mio.-Euro-Betrag).

Aufgrund der relativ schlanken Gesellschaftsstruktur mit nur sechs festangestellten Mitarbeitern dürften auch die Holdingkosten gering sein (MONE: 1,2 bis 1,5 Mio. Euro p.a.). Wir stufen die Liquiditätslage daher aktuell als unproblematisch ein. Auf der anderen Seite bestehen u.E. hinsichtlich der angestrebten Neuinvestments deutliche Grenzen (Ticket-Size in der Regel zwischen 0,5 und 1,0 Mio. Euro). Neben den Holdingkosten muss die Gesellschaft u.E. noch einen kleinen Puffer zur ggf. notwendigen Zwischenfinanzierung bei bestehenden Portfoliounternehmen vorhalten, sodass das Transaktionsbudget letztlich nicht allzu groß ist. Wir gehen jedoch davon aus, dass Mountain Alliance hierbei auch auf die Vorteile der Börsennotierung zurückgreift, sodass u.E. auch (Sach-)Kapitalerhöhungen zur teilweisen Finanzierung weiterer Zukäufe genutzt werden könnten.

Auf der Passivseite dominiert die Eigenkapitalquote mit 74,9%. Die Finanzschulden beliefen sich auf 7,6 Mio. Euro (18,5% der Bilanzsumme), wobei davon 6,8 Mio. Euro auf ein kurzfristiges Darlehen von Mountain Partners entfallen. Dies wurde jedoch kurz nach dem Stichtag am 02.07.2019 bis zum 31.01.2021 verlängert.



Sentiment sollte sich durch regelmäßige Frequenz von Exits aufhellen

Seit Mitte 2018 berichtet Mountain Alliance halbjährlich über die Entwicklung des NAVs. Damit erhält der Kapitalmarkt regelmäßig in aggregierter Form Informationen zur Wertentwicklung des gesamten Portfolios. Der NAV pro Aktie zum Bewertungsstichtag 30.06.2019 lag bei 6,32 Euro. Mountain Alliance wird die NAV-Entwicklung zum 31.12.2019 voraussichtlich im April im Rahmen der Gesamtjahreszahlen für das FY 2019 veröffentlichen. Die Jahresziele wurden bereits im Dezember 2019 aufgrund hinter den Erwartungen gebliebener Entwicklungen einzelner Beteiligungen nach unten korrigiert. Angesichts der verkündeten Gewinnwarnung gehen wir von Abschreibungen und somit auch geringeren Wertansätzen einzelner Beteiligungen aus. Der NAV dürfte daher etwas niedriger ausfallen.

Neben der Entwicklung des NAVs korreliert die Aktienkursentwicklung u.E. bei Beteiligungsgesellschaften auch mit der Frequenz an Exits. Nur so kann das Vertrauen am Kapitalmarkt in die Funktionsfähigkeit des Geschäftsmodells erhalten werden. Mountain Alliance strebt ein bis zwei Exits pro Jahr an. Durch den jüngsten Teilverkauf bei Exasol Ende November 2019 sowie bei AlphaPet Ventures Ende Februar 2020 hat die Gesellschaft u.E. gezeigt, dass die avisierten Exits auch realisiert werden. Als Treiber für die Aktie sehen wir in den nächsten Monaten auch aussichtsreiche Neuinvestments sowie Neuigkeiten zum avisierten Exasol-IPO. Anders als von Exasol kommuniziert, halten wir aufgrund der aktuell unsicheren Marktlage einen Börsengang jedoch kurzfristig für unwahrscheinlich. Dennoch dürfte sich das Sentiment mit steigender Visibilität hinsichtlich des IPO-Zeitpunkts zunehmend aufhellen.

Potenzialwertanalyse verdeutlicht Unterbewertung

Zur Ermittlung einer fairen Bewertung haben wir einen Mix aus Potenzialwert und Zeitwert herangezogen.

Kurz- bis mittelfristig sehen wir besonderes Wertsteigerungspotenzial bei den folgenden Beteiligungen: Exasol, AlphaPet, Lingoda, Promipool und Shirtinator. Da für Dritte jedoch die Informationen hinsichtlich der operativen Entwicklung und damit auch die relevanten Parameter zur adäquaten Bewertung nicht verfügbar sind, halten wir die dezidierte

Wertermittlung einer Vielzahl von Portfoliounternehmen für nicht sinnvoll. Stattdessen verfügt Mountain Alliance selbst über deutlich aussagekräftigere Kennziffern bzgl. der Entwicklung der Beteiligungsunternehmen und kann somit auch eine genauere Bewertung ableiten. Das Ergebnis dieser internen Wertermittlung veröffentlicht das Unternehmen halbjährlich in Form des NAV. Für uns ist der ausgewiesene NAV daher ein zentrales Instrument zur Bewertung der Aktie.

Allerdings berücksichtigt der NAV u.E. oftmals nicht das gesamte Wertsteigerungspotenzial, da beispielsweise der Wertansatz der letzten Finanzierungsrunde angesetzt wird. Wir sehen daher aufgrund des jüngsten Newsflows bei den Beteiligungen Exasol und AlphaPet eine Fehlbewertung. Um dies adäquat in die Ermittlung des Fair Values von Mountain Alliance mit einzubeziehen, haben wir auf eine Potenzialwertanalyse auf Basis von Peergroup-Multiples zurückgegriffen. Alle restlichen Beteiligungen haben wir mit dem beizulegenden Zeitwert bewertet und auf den gesamten NAV einen Abschlag für die Holdingstruktur berücksichtigt.

Exasol AG

Exasol wurde jüngst aufgrund des starken Wachstums in die Tech Tour Growth 50 (TTG50) aufgenommen. Hier wählt eine Fachjury 50 Private Equity-Technologieunternehmen aus, die mit über 50% p.a. wachsen und eine Bewertung von noch unter 1 Mrd. US-Dollar aufweisen. Diese sog. „Super-Scale-Ups“ haben laut des Komitees die größten Chancen, in den nächsten Jahren spürbar an Wert und Relevanz zu gewinnen. Vor diesem Hintergrund halten wir auch in den nächsten Quartalen eine hohe Wachstumsrate für realistisch. In 2021 rechnen wir dann mit einem Umsatzniveau im mittleren zweistelligen Mio.-Euro-Bereich (MONE: 51,7 Mio. Euro).

In Anbetracht des starken Wachstums sowie des für 2020 avisierten Börsengangs haben wir für Exasol eine separate Bewertung mittels Peergroup-Analyse durchgeführt. Im Fokus stehen dabei für uns nicht die großen IT-Tier-1-Unternehmen wie Oracle, IBM, Microsoft oder SAP, wenngleich zu diesen Unternehmen partielle Schnittmengen im Produktportfolio bestehen. Allerdings sollten ihnen u.a. aufgrund der signifikant höheren Marktmacht höhere Multiples zugesprochen werden.

Auch das (nicht börsennotierte) US-Unternehmen Snowflake haben wir aus unserer Bewertung ausgeschlossen. Das Unternehmen ist laut eigenen Angaben in 2018 mit 237% gewachsen und hat inzwischen ein Umsatzniveau von rund 100 Mio. USD erreicht. Das zuletzt veröffentlichte Bewertungsniveau lag bei 3,9 Mrd. USD, was einem sehr hohen Umsatzmultiplikator im mittleren zweistelligen Bereich entspricht. Die Vergleichbarkeit zu Exasol ist hier für uns aufgrund der starken Diskrepanz bei den Größenverhältnissen nicht gegeben.

Stattdessen umfasst unsere Peergroup Softwareunternehmen, deren Marktkapitalisierung deutlich unter den Tier-1-Playern liegt und deren primäres Geschäftsfeld die Bereitstellung von Softwarelösungen für Data Warehousing, Predictive Analytics, Business Intelligence und Cloud Management-Systeme umfasst. Für 2021 ergibt sich daraus ein Umsatz-Multiplikator von 2,4x.

Peergroup Exasol AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz		
		2020e	2021e	2022e
Cloudera, Inc.	9,12	3,10	2,81	2,60
Box, Inc.	16,42	3,98	3,58	3,24
Atos SE	67,98	1,07	1,05	1,02
Formpipe Software AB (publ)	19,32	2,41	2,29	2,19
Mittelwert		2,64	2,43	2,26

Quelle: Capital IQ

Neben der Peergroup berücksichtigen wir aufgrund fehlender vergleichbarer Transaktionen zusätzlich noch den durchschnittlichen EV/Umsatz-Multiple der Top 10 Micro Cap-Unternehmen (MK unter 250 Mio. USD) aus dem für Exasol relevanten Bereich „Application Software“. Diese Bewertungskennziffer liegt bei 4,6x (Quelle: Capital IQ).

Auf Basis der genannten Annahmen ermitteln wir einen EV/Umsatz-Durchschnittsmultiple von 3,5x, den wir auf unsere Umsatzprognose anwenden. Daraus resultiert für Exasol ein Potenzialwert von rund 181 Mio. Euro. Der 5,7%-ige Anteil von Mountain Alliance beläuft sich somit auf 10,4 Mio. Euro bzw. 1,66 Euro pro Aktie.

AlphaPet Ventures GmbH

Ende Januar ist bei AlphaPet die Private Equity-Gesellschaft capiton als neuer Lead-Investor (Beteiligungsquote: 36%) eingestiegen. Im Rahmen dieser Transaktion haben auch Bestandsinvestoren wie Heliad Equity Partners und Mountain Alliance ihre Beteiligungsquoten angepasst. Während Heliad seine Anteile vollständig verkaufte, reduzierte Mountain Alliance die Beteiligungsquote nur von 5,3 auf knapp 2%, sodass das Unternehmen weiterhin am Wachstum von AlphaPet partizipieren kann. Mountain Alliance fließt durch den Teilexit ein Betrag im niedrigen einstelligen Mio.-Euro-Bereich zu.

Neben den Veränderungen im Gesellschafterkreis gab AlphaPet im gleichen Zug auch die Akquisition von Healthfood24 bekannt. Zu Healthfood24 gehört u.a. die Marke „Wolfsblut“, unter der hochwertiges Hundefutter verkauft wird. AlphaPet baut damit u.E. die Marktposition als ein führender Anbieter von Premium-Tiernahrung weiter aus.

Wir gehen davon aus, dass der Einstieg von capiton sowie die damit verbundene Übernahme von Healthfood24 von großer strategischer Bedeutung ist und der neue Lead-Investor daher besonders attraktive Einstiegsbedingungen erhalten hat. Diese Annahme wird u.E. nicht zuletzt auch dadurch gestützt, dass Mountain Alliance an AlphaPet beteiligt bleibt.

Um den Anteil von Mountain Alliance adäquat zu bewerten, haben wir für AlphaPet eine Potenzialwertanalyse auf Basis von Peergroup-Multiples vorgenommen. Im laufenden Jahr steigt das Umsatzniveau nach Unternehmensangaben durch die Übernahme von Healthfood24 auf einen fast dreistelligen Mio.-Euro-Betrag (MONE: 98,0 Mio. Euro). Für 2021 haben wir ein Wachstum im mittleren zweistelligen Prozentbereich (MONE: 32%) angenommen, sodass AlphaPet ein Umsatzniveau von 129,4 Mio. Euro erreichen sollte.

Das EV/Umsatz-Multiple leiten wir aus den folgenden Annahmen ab:

- Der börsennotierte Wettbewerber zooplus wird aktuell mit einem Umsatzmultiple von 0,4x bewertet (Quelle: Capital IQ). Damit liegt die Bewertungskennziffer signifikant niedriger als beim US-Wettbewerber Chewy, der mit 2,4x bewertet ist. Als einen der Hauptgründe für die deutliche Bewertungsdiskrepanz sehen wir das Wachstumstempo an. So soll zooplus laut Konsens bis 2023 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 10,9% p.a. wachsen. Für Chewy hingegen wird ein Wachstum von 22,6% p.a. erwartet.
- Neben den Multiples der börsennotierten Wettbewerber haben wir aufgrund fehlender vergleichbarer Transaktionen zusätzlich noch die durchschnittlichen Umsatzmultiplikatoren aus dem Sektor herangezogen. Das passende Segment „Internet and Direct Marketing Retail“ weist laut Capital IQ eine durchschnittliche Umsatz-Bewertungskennziffer von 3,5x aus. Da diesem Segment jedoch auch deutlich größere und besser positionierte Unternehmen zuzuordnen sind (u.a. Zalando oder Wayfair), haben wir noch das durchschnittliche Umsatzmultiple der Top 10 Micro Caps aus diesem Sektor (MK unter 250 Mio. USD) berücksichtigt, das mit 1,0x deutlich niedriger liegt.

Im Durchschnitt resultiert daraus ein EV/Umsatz-Multiple von 1,8x. AlphaPet bewerten wir daher mit rund 237 Mio. Euro. Bezogen auf den 2,0%-Anteil entspricht dies einem Wertansatz von 4,8 Mio. Euro bzw. 0,77 Euro pro Aktie.

Zur Ermittlung des Gesamtwerts des Beteiligungsportfolios von Mountain Alliance fließen neben den errechneten Potenzialwerten für Exasol und AlphaPet auch die Zeitwerte der beiden börsennotierten Beteiligungen, der Buchwert des Private Equity-Portfolios sowie die sonstigen Vermögengegenstände (liquide Mittel und kurzfristige Darlehen) und die Finanzverbindlichkeiten in die Berechnung ein:

Bewertung Nettoinventarwert Mountain Alliance AG

Kernbeteiligung	Potenzialwert (in Mio. Euro)
Exasol AG	10,4
AlphaPet Ventures GmbH	4,8
Sonstige Aktiva/Passiva	Zeitwert (in Mio. Euro)
Bio-Gate AG	2,6
The Native S.A.	0,1
Private Equity-Portfolio	27,5
Liquide Mittel	5,3
Kurzfristige Darlehen und Sonstiges	5,2
Kurz.- und langfristige Finanzverbindlichkeiten	9,4
= Nettoinventarwert	46,5
/ Aktien (in Mio.)	6,3
= NAV pro Aktie (in Euro)	7,41

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Nach unseren Berechnungen beträgt der faire Nettoinventarwert je Mountain Alliance-Aktie 7,41 Euro. Da wir einen Abschlag auf den NAV bei einer Beteiligungsgesellschaft durch die Holdingstruktur und -kosten als gerechtfertigt ansehen, ist dieser nicht gleichbedeutend mit unserem Kursziel.

Die nachfolgende Abbildung zeigt, dass ein Großteil der börsennotierten Beteiligungsgesellschaften mit einem Abschlag zum NAV notieren. Das arithmetische Mittel beträgt etwa -10%.

NAV und Holdingabschlag börsennotierter Beteiligungsgesellschaften

Unternehmen	NAV je Aktie	Aktienkurs*	Abschlag
DBAG	30,9	39,5	27,6%
HBM	219,0	219,5	0,2%
German Startups Group	2,5	1,5	-42,1%
Heliad	7,6	4,5	-40,6%
Sparta	104,1	104,0	-0,1%
Aurelius	40,4	37,9	-6,4%
Scherzer	2,2	1,9	-12,1%
FinLab	21,1	17,9	-15,2%
GBK Beteiligungen	8,9	10,1	13,7%

Quelle: Montega, Capital IQ, * Schlusskurs zum NAV-Stichtag

Bei der Ermittlung des Fair Values haben wir vom NAV je Aktie i.H.v. 7,41 Euro einen Holdingabschlag von 10% berücksichtigt, sodass sich ein fairer Wert pro Aktie von 6,70 Euro ergibt.

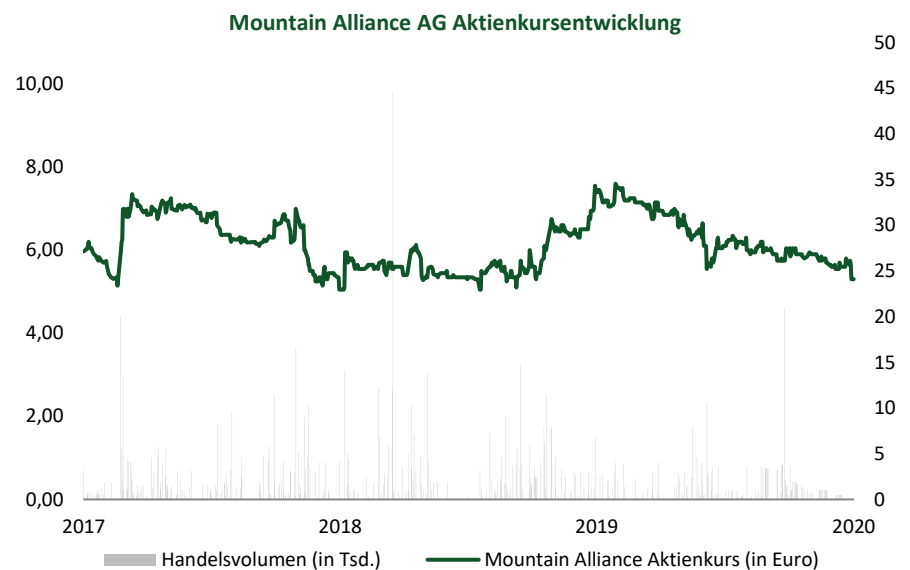
Fazit

Mountain Alliance hat sich in den letzten Jahren u.E. ein aussichtsreiches Portfolio an Unternehmen mit digitalen Geschäftsmodellen aufgebaut. Im Fokus der Equity Story steht für uns daher die Möglichkeit, sich an einer Vielzahl wachstumsstarker nicht börsennotierter Unternehmen zu beteiligen. Mountain Alliance stellt somit ein liquides Vehikel mit Zugang zu Venture Capital-Investments dar, die sonst für die meisten Investoren nicht zugänglich wären.

Da die Dynamik in dieser Branche u.a. durch sich schnell verändernde Wettbewerbsbedingungen sehr hoch ist und folglich auch die Bewertungsansätze oftmals einer hohen Schwankung unterliegen, sollte die fundamentale Bewertung nicht das alleinige Argument zum Kauf der Aktie sein. Dennoch sehen wir auf Basis des Vortagesschlusskurses (5,30 Euro) ein Upside von 26% und vergeben das Votum „Kaufen“.

TIMING UND SENTIMENT

Der Aktienkurs von Mountain Alliance bewegte sich in den letzten drei Jahren weitestgehend seitwärts (3Y: -12,1% vs. CDAX: +3,6%). Zurückzuführen ist dies u.E. primär auf zu wenige erfolgreiche Exits. Der Kapitalmarkt honoriert wertschaffende Beteiligungsveräußerungen wesentlich höher als Zukäufe, die erst nach mehreren Jahren wieder veräußert werden. Mountain Alliance dürfte jedoch in den letzten Jahren durch die zahlreichen Neuinvestments eine gute Basis für nun regelmäßige Exits gelegt haben. Wir gehen daher davon aus, dass das Vertrauen am Kapitalmarkt in die Funktionsfähigkeit des Geschäftsmodells in den nächsten Monaten zurückerobert wird und es der Aktie dann auch gelingt, aus der Seitwärtsbewegung auszubrechen.



Jüngste Gewinnwarnung deutet auf gesunkenen NAV hin

Mit dem Ende September veröffentlichten Halbjahresbericht hat Mountain Alliance einen Net Asset Value (NAV) zum Bewertungsstichtag 30.06.2019 von 38,2 Mio. Euro ausgewiesen. Der NAV pro Aktie lag damit bei 6,32 Euro. Aufgrund der Ende Dezember veröffentlichten Gewinnwarnung für das Geschäftsjahr 2019 gehen wir jedoch von Abschreibungen und somit auch geringeren Wertansätzen einzelner Beteiligungen aus. Der NAV per 31.12.2019 dürfte daher leicht niedriger ausfallen.

Zurückzuführen ist die jüngste Gewinnwarnung auf eine schwache Entwicklung des TV-Marktes, der sich negativ auf die operative Entwicklung der vollkonsolidierten getonTV ausgewirkt hat. Darüber hinaus haben sich die Erlöse bei der Mehrheitsbeteiligung Shirtinator nicht wie vom Vorstand erhofft entwickelt und erhöhte IT-Entwicklungskosten zusätzlich belastet. Die Guidance wurde daher auf einen konsolidierten Umsatz aus dem operativen Geschäft von rund 13 Mio. Euro (zuvor: zwischen 17 und 19 Mio. Euro) sowie ein EBT in der Größenordnung von -1,5 Mio. Euro (zuvor: ausgeglichenes Konzernergebnis) reduziert.

Positiver Newsflow durch aussichtsreiche Pipeline erwartet

Ende 2019 verkündete Mountain Alliance den Verkauf eines Teils ihrer Beteiligung an der Exasol AG. Im Rahmen einer Finanzierungsrunde veräußerte Mountain Alliance knapp 2% seiner Anteile und reduzierte damit die Beteiligungsquote auf 5,7%. Über das Bewertungsniveau von Exasol bzw. den Erlös von Mountain Alliance wurden keine Angaben gemacht.

Mitte Januar 2020 verkündete dann das Portfoliounternehmen AlphaPet eine Finanzierungsrunde, im Rahmen derer sich der Private Equity-Investor capiton mit rund 36% als neuer Lead-Investor an AlphaPet beteiligte. In dieser Runde veräußerte z.B. mit Heliad Equity Partners auch ein Bestandsinvestor seine Anteile. Mountain Alliance hat im Zuge der Transaktion die Beteiligungsquote nur von 5,3 auf rund 2% reduziert, sodass die Gesellschaft weiterhin an der Entwicklung von AlphaPet partizipiert.

Mittelfristig dürften daher neben weiteren Anteilsverkäufen bei Exasol und AlphaPet auch Lingoda, Promipool und Shirtinator potenzielle (Teil-)Exit-Kandidaten sein. Zusätzliche Treiber für die Aktie dürften in den nächsten Quartalen auch Neuigkeiten zum bereits angekündigten Exasol-IPO sein. Allerdings halten wir aufgrund der aktuell unsicheren Marktlage einen Börsengang - anders als von Exasol kommuniziert - kurzfristig für unwahrscheinlich. Darüber hinaus äußerte sich der Mountain Alliance-Vorstand uns gegenüber hinsichtlich der Pipeline für Neuinvestments optimistisch. Wir halten in H1/20 sowohl den Zukauf einer einzelnen Beteiligung als auch einen erneuten Portfolioerwerb für realistisch.

Für langfristig orientierte Investoren mit ausgeprägtem Interesse an digitalen Geschäftsmodellen bewerten wir das aktuelle Sentiment sowie das Kursniveau als attraktiv und raten daher zum Kauf der Aktie.

SWOT

Der Geschäftserfolg von Mountain Alliance ist von der erfolgreichen Auswahl, Weiterentwicklung und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen geprägt. Dabei fokussiert sich die Gesellschaft seit Jahren schon auf dynamisch wachsende Digitalunternehmen und profitiert nun von einer Vielzahl an Erfahrungswerten. Diese Sektorexpertise ermöglicht somit eine fundierte und selektive Beteiligungsauswahl und stellt damit u.E. auch ein klares Differenzierungsmerkmal gegenüber generalistisch aufgestellten Private Equity-Fonds dar. Neben diesen Stärken bestehen u.E. jedoch auch einige Schwächen, die primär auf die Grundstruktur einer Beteiligungsgesellschaft zurückzuführen sind.

Stärken

- Aufgrund der Fokussierung auf Wachstumsunternehmen aus dem Digitalbereich sollten die Portfoliounternehmen von Mountain Alliance vom voranschreitenden technologischen Wandel profitieren.
- Über die Börsennotierung wird ein vergleichsweise transparenter und liquider Zugang zu einem diversifizierten VC-Portfolio ermöglicht.
- Die Nutzung von Synergieeffekten innerhalb des Beteiligungsportfolios führt zu einer kosteneffizienten Wachstumsbeschleunigung einzelner Portfoliounternehmen.
- Durch die Partnerschaft mit dem „Company Builder“ Mountain Partners sowie die langjährige Branchenerfahrung des Mountain Alliance-Managements verfügt das Unternehmen über ein ausgeprägtes Netzwerk mit gutem Zugang zu attraktiven Targets.

Schwächen

- Da die meisten Portfoliounternehmen in der Wachstumsphase sind, muss der nachhaltige Erfolg oftmals erst noch unter Beweis gestellt werden.
- Durch die größtenteils vorliegenden Minderheitsbeteiligungen ist nur eine beschränkte Einflussnahme auf das operative Geschäft möglich.
- Die Finanzierung des Beteiligungserwerbs erfolgt teilweise über Kapitalerhöhungen, was regelmäßig zu einer Anteilsverwässerung der bestehenden Aktionäre führt.
- Aufgrund der engen strategischen Geschäftsbeziehung zu Mountain Partners ist u.E. zwar eine bevorzugte Auswahl an Targets aus dem Netzwerk des Ankeraktionärs möglich, allerdings kann hierdurch auch eine gewisse Abhängigkeit entstehen.

Chancen ergeben sich insbesondere im Hinblick auf das Erfolgspotenzial der einzelnen Beteiligungen. Der Fokus liegt auf digitalen Geschäftsmodellen, die durch den voranschreitenden technologischen Fortschritt u.E. ein attraktives Marktsegment widerspiegeln. Da die Beteiligungsunternehmen von Mountain Alliance in der Regel noch am Anfang der Wachstumsphase stehen, haben diese durch die übernommene Risikoprämie zudem das Potenzial, hohe Renditen zu erzielen. Im Fall von sich erfolgreich entwickelnden Portfoliounternehmen halten wir die geringe Fungibilität bei Private Equity-Beteiligungen daher für einen klaren Vorteil. Auf der anderen Seite kann die deutlich beschränkte Handelbarkeit von Unternehmensanteilen im Fall einer sich schlecht entwickelnden Beteiligung auch ein Risiko sein. So besteht bei Private Equity-Gesellschaften immer ein inhärentes Risiko dahingehend, dass sich Portfoliounternehmen nicht erwartungsgemäß entwickeln. Auch die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen sowie die geringen liquiden Mittel stellen für uns nennenswerte Risikofaktoren dar.

Chancen

- Die fortschreitende Digitalisierung unterstützt den Aufstieg disruptiver Geschäftsmodelle, sodass auch die Anzahl potenzieller Targets für Mountain Alliance zunimmt.
- Bei erfolgreichen Unternehmensveräußerungen werden aufgrund der risikoreichen Investition in frühen Phasen des Unternehmens-Lebenszyklus oftmals hohe Renditen realisiert.
- Durch anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen können Kaufpreiszahlungen neben Eigen- auch durch Fremdkapitalmittel ergänzt werden, sodass das Unternehmen durch Veränderungen der Kapitalstruktur vom Leverage-Effekt profitieren kann.
- Grundsätzlich betrachten wir die geringe Fungibilität bei Venture Capital-Beteiligungen als positive Eigenschaft. Durch die erschwerte Handelbarkeit bzw. Knappheit der Anteile kann der VC u.E. bei einem erfolgreichen Exit höhere Preise erzielen.

Risiken

- Hinsichtlich der Auswahl und des Erfolgs der Beteiligungsunternehmen besteht bei Private Equity-Gesellschaften aufgrund der frühen Unternehmensphase und der damit einhergehenden hohen Unsicherheit bezüglich der langfristigen operativen Entwicklung ein hohes inhärentes Risiko.
- Newsflow zu Insolvenzen aus dem Beteiligungsportfolio können negativ auf das (kurzfristige) Sentiment der VC-Gesellschaft wirken. Allerdings gilt es u.E. hierbei zu berücksichtigen, dass dies grundsätzlich eine Begleiterscheinung des Geschäftsmodells ist.
- Die hohe Kapitalbindung über eine relativ lange Haltedauer der Beteiligung sowie die beschränkte Fungibilität der Beteiligungsanteile kann im Fall einer sich verschlechternden Unternehmenslage zum Totalverlust führen.
- Aufgrund von eingeschränkten Liquiditätsreserven sowie der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen im Management und in der Geschäftsführung der einzelnen Portfoliounternehmen besteht ein Fortbestandsrisiko.

Fazit: Mountain Alliance ermöglicht einen transparenten Zugang zu einem diversifizierten Beteiligungsportfolio digitaler Geschäftsmodelle. Durch den fortschreitenden technologischen Wandel sollte die Relevanz dieser Unternehmen zunehmen und dadurch letztlich auch der Portfoliowert steigen. Aufgrund der langjährigen Erfahrung und dem ausgeprägten Netzwerk im Venture Capital-Bereich dürfte es dem Management trotz des inhärenten Risikos hinsichtlich der Auswahl der Beteiligungen gelingen, das Portfolio wertschaffend zu ergänzen. Größtes Risiko stellt für uns die geringe Liquiditätsausstattung dar, wodurch insbesondere hinsichtlich weiterer Zukäufe klare Grenzen gesetzt sind.

BETEILIGUNGSPORTFOLIO

Insgesamt umfasst das Beteiligungsportfolio von Mountain Alliance derzeit 31 Unternehmen, die in vier unterschiedlichen Bereichen (Technology, Digital Business Services, Digital Retail und Meta-Platforms & Media) zusammengefasst sind.

Beteiligungsportfolio Mountain Alliance

	Name	Anteil	Phase
Technology	atfinity	5,3%	Early
	Qwicc GmbH	2,3%	Early
	Bio-Gate AG	18,3%	Public
	CA Customer Alliance	19,2%	Growth
	Exasol AG	5,7%	IPO
	Lingoda GmbH	8,6%	Growth
	Mentavio	10,7%	Early
	mixxt GmbH	21,8%	Growth
	movingImage EVP GmbH	8,1%	Late
	Tillhub GmbH	2,7%	Growth
	volders GmbH	13,3%	Growth
Digital Business Services	crealytics GmbH	6,9%	Late
	getlogics GmbH	64,0%	Late
	getonTV GmbH	100,0%	Late
	The Native SA	7,3%	Public
	locl GmbH	12,4%	Growth
	Rockit Internet GmbH	10,4%	Late
Digital Retail	AlphaPet GmbH	2,0%	Growth
	ARThentic GmbH	15,1%	Early
	Shirtinator AG	67,4%	Late
	SLEEPZ AG	1,2%	Public
Meta-Platforms & Media	ClipDealer GmbH	3,3%	Late
	GrapeCheck GmbH	13,1%	Early
	Große Kochschule	52,8%	Late
	Miet24 GmbH	4,9%	Late
	mybestbrands GmbH	4,2%	Late
	Netz Holding GmbH	1,0%	Growth
	Promipool GmbH	61,5%	Growth
	Simplora GmbH	2,9%	Early
	Yasni GmbH	24,5%	Late
	YEAY GmbH	1,6%	Early

Quelle: Unternehmen

Nach Unternehmensangaben stehen die größten 12 Beteiligungen für knapp 90% des gesamten Portfoliowertes. Die davon laut Vorstand aktuell aussichtsreichsten fünf Beteiligungen sind nachfolgend ausführlicher beschrieben. Da es in einem VC-Portfolio u.E. jedoch schnell zu Verschiebungen bei der Reihenfolge der Top-Beteiligungen kommen kann, haben wir auch die übrigen 7 der größten 12 Beteiligungen aufgeführt.

Exasol

Kurzprofil



Phase:	IPO	Gründung:	2000	Hauptsitz:	Nürnberg
Branche:	Software	Mitarbeiter:	135	Rechtsform:	AG
Management:	Aaron Auld Mathias Golombek Michael Konrad				
Anteil:	5,7%				

Quelle: Unternehmen, Unternehmensregister

Exasol wurde 2000 in Nürnberg gegründet und unterhält Niederlassungen in den USA, Frankreich und Großbritannien. Das Kernprodukt des Unternehmens ist eine In-Memory-Software, ein Datenbankmanagementsystem, welches speziell zu Analyse Zwecken von großen Datenmengen entwickelt wurde. Die Hochleistungsdatenbank bietet umfassende Software-Lösungen im Bereich Business Intelligence, Customer Insight, sowie Data Warehousing und ermöglicht komplexe Predictive Analytics in Echtzeit. Aufgrund dieser vielseitigen Anwendungsfelder greifen inzwischen mehr als 130 Kunden unterschiedlichster Branchen (u.a. Adidas, Otto Group, Vodafone, Zalando) in über 20 Ländern weltweit auf die Software zurück.

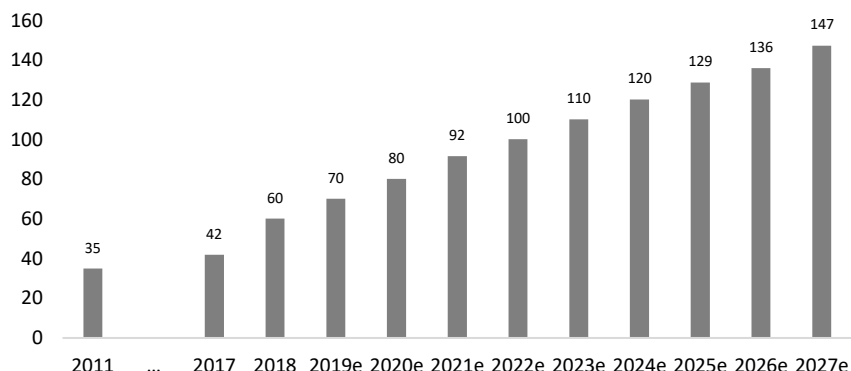
Wir sehen die hohe Leistungsfähigkeit, mit denen große Datenmengen in kurzer Zeit mittels Algorithmen analysiert werden, sowie die einfache Implementierung auf Standardhardware als relevanten Wettbewerbsvorteil an. Insbesondere die folgenden Merkmale zeichnen das Unternehmen aus:

- **In-Memory-Technologie:** Selbst entwickelte innovative Algorithmen ermöglichen die Verarbeitung großer Datenmengen in Echtzeit und agieren dabei unabhängig von der Datenquelle
- **Hohe Anzahl paralleler User:** Keine Beeinträchtigung der Leistung selbst bei einem gleichzeitigen Zugriff mehrerer Nutzer auf eine große Datenmenge
- **Lineare Skalierbarkeit:** Erweiterung des Systems und Erhöhung der Leistungsfähigkeit durch das Hinzufügen zusätzlicher Anwendungen und Speicherknoten sowie die automatische Anpassung der intelligenten Algorithmen
- **Flexible Einsatzmöglichkeiten:** Implementierung in unterschiedliche Geschäftsmodelle mittels frei wählbarer Anbindung

Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung der schnellen Verarbeitung, komplexen Analyse und anspruchsvollen Visualisierung großer Datenmengen sollte es Exasol gelingen, weiter zu wachsen und am deutlichen Anstieg des Big Data-Gesamtmarkts zu partizipieren. Die Möglichkeit der kosteneffizienten Nutzung von Big Data eröffnet laut einer Studie der Beratungsgesellschaft PwC nahezu jedem Unternehmen diverse Chancen, die strategische und operative Leistungsfähigkeit zu steigern, und sollte daher künftig für alltägliche Unternehmensprozesse noch weiter an Bedeutung gewinnen.

PwC prognostiziert, dass sich die weltweit erzeugten Datenmengen alle zwei Jahre mindestens verdoppeln, sodass der Gesamtmarkt für Big Data-Anwendungen aufgrund der stark ansteigenden Datenmengen bis 2027 mit einer CAGR von 43,2% auf 147 Mrd. USD anwachsen soll.

Weltweites Wachstum von Big Data-Anwendungen
(in Mrd. USD)



Quelle: Marketwatch, PwC

Unternehmen, die sich innerhalb dieses strukturell wachsenden Marktumfelds positioniert haben, dürften in einem übergeordneten Maß von dieser Entwicklung profitieren. Auch Exasol sollte daher durch die Kompatibilität mit unterschiedlichen Systemen wie SAP S4/HANA, Oracle oder IBM an die zuletzt hohen Wachstumsraten von über 50% p.a. anknüpfen. Zudem könnte die vom Unternehmen avisierte US-Expansion noch einmal zusätzliche Impulse liefern.

Für das aktuelle Geschäftsjahr prognostiziert das Management einen anhaltend starken Umsatzanstieg in der Größenordnung von 70%. Auch aufgrund der hohen Wachstumsrate wurde Exasol jüngst in die Tech Tour Growth 50 (TTG50) aufgenommen. Hier wählt eine Fachjury 50 Private Equity-Technologieunternehmen aus, die mit über 50% p.a. wachsen und eine Bewertung von noch unter 1 Mrd. US-Dollar haben. Diese sog. „Super-Scale-Ups“ haben laut dem Komitee die größten Chancen, in den nächsten Jahren spürbar an Wert und Relevanz zu gewinnen. Einige ehemalige bekannte TTG50-Unternehmen sind Adyen, Klarna, Shazam, Spotify oder Skyscanner.

Zudem plant das Unternehmen zur weiteren Wachstumsfinanzierung und Internationalisierung ein IPO, in dessen Vorbereitung bereits im Herbst 2019 eine Pre-IPO-Platzierung durchgeführt wurde. Mountain Alliance hat hierbei seine Beteiligungsquote von 8,2 auf 5,7% reduziert.

AlphaPet Ventures

Kurzprofil



Phase:	Growth	Gründung:	2000	Hauptsitz:	München
Branche:	E-Commerce	Mitarbeiter:	80	Rechtsform:	GmbH
Management:	Marco Hiering Jochen Missel	Anteil:			2,0%

Quelle: Unternehmen, Unternehmensregister

AlphaPet ist aus einem Merger der ePetWorld mit dem Konkurrenten pets Premium GmbH im Mai 2016 hervorgegangen. Das Unternehmen vertreibt Heimtierbedarf wie Futter und Zubehörartikel über die Domains hundeland.de und petspremium.de. AlphaPet erwirtschaftet einen mittleren zweistelligen Millionenumsatz und beschäftigt insgesamt 80 Mitarbeiter. Das Produktspektrum ist klar auf den Premiumbereich ausgerichtet und umfasst mehr als 25.000 Produkte, darunter auch Eigenmarken, die mittlerweile einen zweistelligen Anteil am Umsatz repräsentieren. Zur Steigerung des Eigenmarkenanteils hat

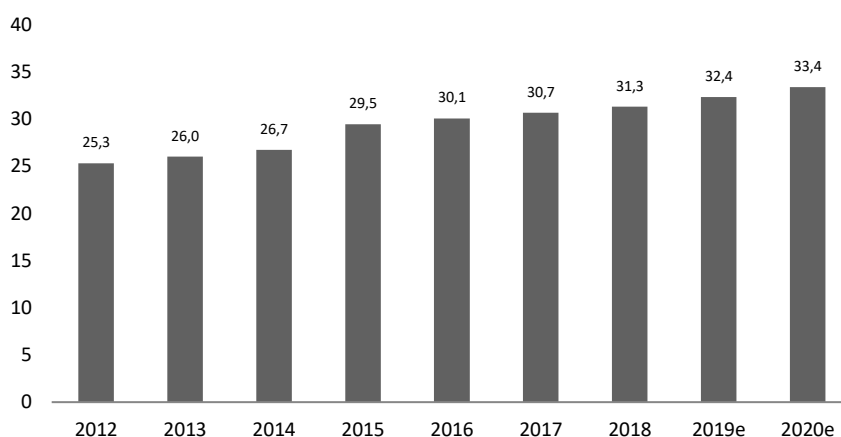
AlphaPet in 2017 die Marken- und Vertriebsplattform „Premium Pet Products“ eingeführt. Hierbei liegt der Fokus auf der Entwicklung und dem Multi-Channel-Vertrieb von neuen Heimtiermarken (u.a. Wildes Land, PRIMUM oder Müllers Naturhof). Neben den eigenen Onlineshops erfolgt der Verkauf auch via amazon.de sowie stationär über die Drogeriemarktkette dm oder die Supermarktkette Kaufland.

Aufgrund der Fokussierung auf das Premiumsegment legt AlphaPet Wert auf eine umfassende Beratung seiner Kunden. Was früher ausschließlich via Telefon angeboten wurde, ist heute ebenfalls über ein auf der Homepage implementiertes Futterberatungstool möglich. Darüber hinaus bietet AlphaPet mit „Leinentausch“ über eine Online-Plattform die Vermittlung von Hundesittern an. Positiv bewerten wir daran, dass AlphaPet durch solche Produkterweiterungen frühzeitig potenzielle Wachstumsfelder erschließt. Andererseits dürfte „Leinentausch“ hinsichtlich der operativen Entwicklung von AlphaPet noch weitestgehend unbedeutend sein.

Auch die jüngste Entwicklung vergleichbarer Transaktionen zeigt ein eher gemischtes Bild. Der SoftBank Vision Fund hat 2018 in das US-Start-Up wag! 300 Mio. USD investiert, wonach die Bewertung des Start-Ups auf etwa 650 Mio. USD stieg. Laut Crunchbase lag das Umsatzniveau des US-Start-Ups bei nur ca. 30 Mio. US-Dollar. Laut Medienberichten (Wall Street Journal und TechCrunch) hat SoftBank seinen Anteil an wag! inzwischen zu einem deutlich niedrigeren Preis wieder veräußert. Auch wir sehen die Nachhaltigkeit solcher Transaktionspreise aufgrund der jüngsten Diskussion über die hohen Bewertungen einiger amerikanischer Tech-Unternehmen (u.a. auch WeWork) kritisch. Dennoch könnte AlphaPet im Fall eines Exits zumindest kurzfristig davon profitieren.

Unabhängig von der Bewertung der Vermittlungsplattform „Leinentausch“ ist AlphaPet mit seinem Kerngeschäft, dem Verkauf von Heimtierbedarf, auf einem Milliardenmarkt aktiv. Allein in Westeuropa wurden im vergangenen Jahr rund 31 Mrd. USD umgesetzt, davon knapp 5 Mrd. USD in Deutschland. Bis 2020 soll dieser Markt auf über 33 Mrd. USD wachsen.

Marktvolumen Heimtierbedarf Westeuropa
(in Mrd. USD)



Quelle: Euromonitor

Dabei haben sich insbesondere zwei dominante Player im Markt gebildet. Stationärer Marktführer ist die Fressnapf-Gruppe mit zuletzt 1,9 Mrd. Euro Jahresumsatz in Europa, während zooplus mit über 1,3 Mrd. Euro den Online-Kanal mit etwa 50% Marktanteil beherrscht. Den Skalenvorteil dieser beiden Unternehmen versucht AlphaPet mit seiner Fokussierung auf das Premiumsegment sowie einem hohen Anteil an Eigenmarken Paroli zu bieten.

Geschäftsführer von AlphaPet ist der Mitgründer Marco Hierling (CEO) sowie Jochen Missel (Co-CEO). Hierling arbeitete vor der Gründung der Vorgängergesellschaft pets Premium als Unternehmensberater bei Capgemini. Missel war vor seiner Tätigkeit bei

AlphaPet ebenfalls in der Unternehmensberatung (Oliver Wyman) tätig. In der jüngsten Finanzierungsrunde Mitte Januar 2020 hat sich der Private Equity-Investor capiton mit insgesamt rund 36% an AlphaPet beteiligt und u.a. Anteile von Heliad Equity Partners und auch Mountain Alliance übernommen. Im Rahmen dieser Transaktion hat AlphaPet auch die Übernahme von Healthfood24 (Wolfsblut) verkündet. Damit baut AlphaPet seine Marktposition als Premium-Anbieter weiter aus und rückt einem dreistelligen Millionenumsatz immer näher. Neben capiton ist das Family Office Reimann Investors mit einem relevanten Anteil an AlphaPet beteiligt.

Lingoda

Kurzprofil

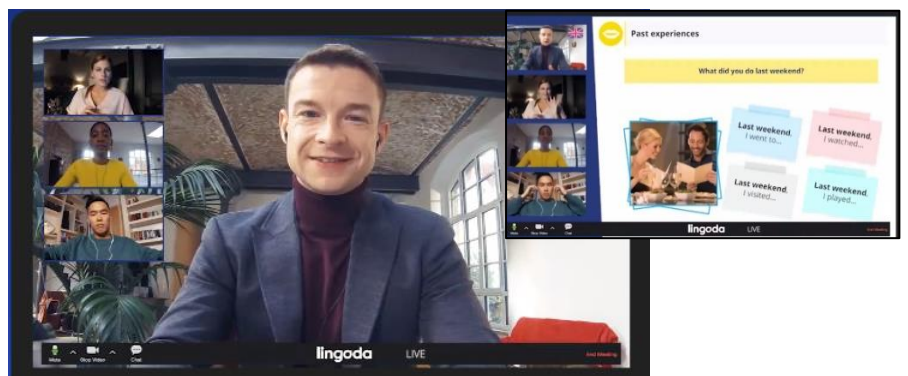


Phase:	Growth	Gründung:	2012	Hauptsitz:	Berlin
Branche:	Software, E-Learning	Mitarbeiter:	n.a.	Rechtsform:	GmbH
Management:	Michael Shangkuan Felix Wunderlich Fabian Wunderlich	Anteil:			8,6%

Quelle: Unternehmen, Unternehmensregister

Lingoda wurde im Jahr 2012 gegründet und bietet Live-Sprachunterricht mit qualifizierten muttersprachlichen Lehrern über das Internet mittels Video-Technologie. Im Vergleich zu rein software-basierten Lernansätzen (bspw. App-Versionen wie Babbel oder Duolingo) steht der interaktive Lernansatz in virtuellen Klassenräumen mit echten Sprachlehrern und der restlichen Gruppe aus maximal fünf weiteren Teilnehmern im Vordergrund. Zudem besteht auch die Möglichkeit von Einzelstunden.

Die Kunden können derzeit aus vier verschiedenen Sprachen (Englisch, Deutsch, Spanisch und Französisch) der mehr als 850 angebundenen aktiven Sprachlehrer auswählen und die Lernintensität (täglich oder wöchentlich) individuell bestimmen. Aufgrund der Vielzahl an Sprachlehrern verteilt um den Globus werden die Kurse rund um die Uhr und 7 Tage die Woche angeboten. Durchschnittlich werden täglich somit mehr als 1.000 Online-Kurse für über 30.000 Teilnehmer durchgeführt. Die nachfolgende Darstellung zeigt einen solchen Online-Gruppenkurs exemplarisch.



Quelle: Unternehmen

Einerseits gewinnen in der Berufswelt fundierte Fremdsprachenkenntnisse aufgrund multinationaler Teams sowie grenzüberschreitender Geschäftsprozesse zunehmend an Bedeutung. Andererseits stellt die Fähigkeit des Sprechens einer fremden Sprache vor dem Hintergrund der steigenden Internationalisierung der Großstädte sowie der heutzutage vielfältigen Reisemöglichkeiten auch im privaten Bereich eine wertvolle Weiterbildung dar.

Das Potenzial des Geschäftsmodells wird daher im Wesentlichen durch nachstehende Aspekte begründet:

- Lernerfahrung mit qualifizierten Lehrern in einer geschlossenen Umgebung, die aufgrund der kleinen Gruppengröße schnelle Lernerfolge ermöglicht
- Zeit- und Kostenersparnis gegenüber traditionellen Offline-Sprachschulen sowie hohe Flexibilität entsprechend den aktuellen Nutzerbedürfnissen
- Sehr geringe Nutzungsvoraussetzungen (nur ein Internetzugang notwendig) stützen die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells, das bereits 2018 erfolgreich auf B2B-Basis ausgerollt wurde (aktive Corporate-Kunden z.B. Adidas, BMW, Siemens, J.P. Morgan)
- Verschiedene Sprachniveaus von A1 bis C2 und CEFR-Zertifizierung, die keine andere Online-Sprachschule bereitstellen kann, sind Differenzierungsmerkmale

Das Geschäftsmodell von Lingoda vereint die Vorteile eines traditionellen Sprachkurses, die in herkömmlichen Klassenräumen von Sprachschulen gehalten werden, mit einem modernen und digitalen Lernansatz. Dennoch ist der Markt sowohl von Offline- als auch anderen Online-Anbietern geprägt und daher als wettbewerbsintensiv einzustufen. Eine Differenzierung z.B. zu Wettbewerbern wie Busuu (Umsatz 10 Mio. Euro in 2017; 12 Sprachen) und Rosetta Stone (Umsatz 173 Mio. USD in 2018, 24 Sprachen) erfolgt z.B. durch das CEFR-Zertifikat (Common European Framework of References for Languages).

Geschäftsführer von Lingoda sind die beiden Gründer Fabian Wunderlich (CEO) sowie sein Bruder Felix Wunderlich (Co-CEO) und Michael Shangkuan. Neben Mountain Alliance sind mit der German Startups Group, der von den Samwer-Brüdern gegründeten Beteiligungsgesellschaft Global Founders Capital sowie dem Fugger Family Office oder der Oetker Gruppe weitere namhafte Geldgeber beteiligt.

Promipool

Kurzprofil

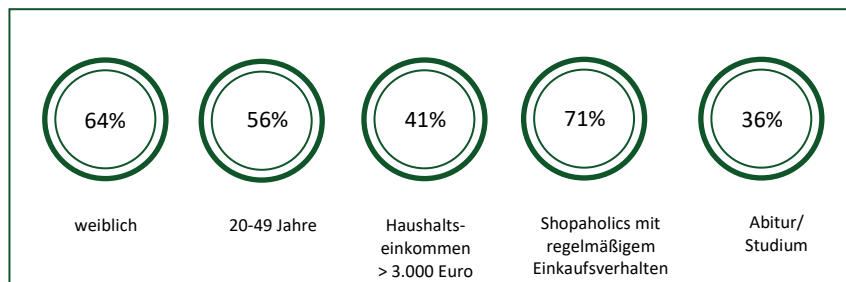


Phase:	Growth	Gründung:	2014	Hauptsitz:	München
Branche:	E-Commerce	Mitarbeiter:	16	Rechtsform:	GmbH
Management:	Ulrich Weißgerber	Anteil:			61,5%

Quelle: Unternehmen, Unternehmensregister

Promipool betreibt ein Online-People-Magazin in Deutschland, das seinen Nutzern Stories und News über deutsche und internationale Stars und VIPs berichtet. Die Inhalte stehen den Konsumenten sowohl über Desktop- als auch mobile Endgeräte und in Bild-, Text- oder Video-Format zur Verfügung. Zudem können die Nutzer durch eine (Affiliate-) Anbindung die Outfits der Stars durch eine Vielzahl angebundener Plattformen nachverfolgen. Das Unternehmen profitiert von der global steigenden Nachfrage nach Video-On-Demand-Inhalten, was sich in einer wachsenden Zahl von Nutzern niederschlägt. Promipool erreicht daher inzwischen mehr als 5 Mio. Unique Visitors und verzeichnet über 40 Mio. Seitenaufrufe pro Monat.

Die selbst entwickelte Plattform generiert Umsatzerlöse in erster Linie durch die Vermarktung von Werbeanzeigen. Durch die nach Unternehmensangaben stetig zunehmende Lesergruppe eröffnet Promipool den Vermarktungspartnern Zugang zu einer attraktiven Zielgruppe. Das Unternehmen soll nach Unternehmensangaben daher schon seit mehreren Jahren profitabel wachsen. Eine Übersicht der durchschnittlichen Leserschaft und der damit adressierbaren Zielgruppe für Unternehmen ist nachstehend skizziert.



Quelle: Aboutmedia, SevenOne Media

Die Beteiligung zählt zu einem der früheren Investments von Mountain Alliance. Die in 2017 vollzogene Anteilsaufstockung von 45 auf 61,5% wurde mit dem Ziel durchgeführt, die Reichweite der Plattform weiter auszubauen und die Markenbekanntheit zu vergrößern. Im Anschluss daran erfolgte der Launch in einer englischsprachigen Version, sodass nun das Ziel einer weiteren Internationalisierung verfolgt wird. Neben der Auslandsexpansion steht auch die Steigerung des Vermarktungsgrads im Fokus, die insbesondere durch die Beteiligung von SevenOne Media, einer ProSiebenSat.1-Tochter, gehebelt werden soll.

Shirtinator

Kurzprofil

shirtinator

Phase:	Late	Gründung:	2005	Hauptsitz:	München
Branche:	E-Commerce	Mitarbeiter:	28	Rechtsform:	AG
Management:	Florian Stadler Johannes Busch	Anteil:	67,4%		

Quelle: Unternehmen, Unternehmensregister

Shirtinator wurde im Jahr 2005 von einer Gruppe aus Unternehmern, Business Angels und Investoren in München gegründet. Trotz eines sehr fragmentierten Marktumfelds ist das Unternehmen eine der führenden Print-on-Demand-Plattformen für individuelle Druckerzeugnisse in Deutschland und Europa. Die Produktpalette umfasst neben T-Shirts auch andere Kleidungsstücke wie Hoodies, Sweater oder personalisierte Geschenke wie Tassen, Kissen und Taschen. Im Rahmen des Designprozesses bietet das Unternehmen mehrere Gestaltungsmöglichkeiten wie Design Creator, ready-made Designs oder die Verwendung von vorhandenen Templates an, sodass der Kunde seinen persönlichen Artikel als Unikat individuell gestalten kann. Insbesondere die geringe durchschnittliche Bestelldauer (< 3 Minuten) und die schnelle Lieferung resultieren in einer laut Unternehmensangaben hohen Kundenloyalität. Shirtinator ist eine der ältesten Beteiligungen von Mountain Alliance. Aktuell ist die Gesellschaft unmittelbar mit 54,4% und mittelbar über die Mountain Internet mit 13,0% an dem Unternehmen beteiligt.

Weitere Beteiligungen

Die **getonTV GmbH** (Anteil 100%) ist eine Full-Service-Bewegtbildagentur für lineares und digitales Fernsehen. Die Kunden mit dem Tätigkeitsschwerpunkt E-Commerce werden primär im Bereich der TV-Werbung entlang der gesamten Wertschöpfungskette unterstützt. Dies reicht von der Strategie- über die Mediaplanung, den Mediaeinkauf, die TV-Werbespotproduktion bis hin zur kontinuierlichen TV-Kampagnen-Analyse. Das Kundenportfolio des Unternehmens umfasst beispielsweise Trivago, reBUY oder Navabi.

Das Health-Technology-Unternehmen **Bio-Gate AG** (Anteil 18,3%) ist ein Anbieter von Technologien und individuellen Lösungen rund um das Thema Gesundheit und Hygiene. Dank der Spezialisierung auf antimikrobielle Beschichtungen von Materialien und Oberflächen werden insbesondere Produkte aus den Bereichen Medizintechnik und Kosmetika oder Industrieprodukte wie Farben und Kunststoffe mit den Produkten der Bio-Gate AG veredelt. Trotz des starken Neugeschäfts musste das Unternehmen aufgrund von Projektverschiebungen die Jahresziele für das Geschäftsjahr 2019 reduzieren.

Die **movingimage GmbH** (Anteil 8,1%) ist ein Anbieter von Enterprise-Video-Lösungen für international tätige Unternehmen. Mit der cloudbasierten Lösung (VideoManager Pro) können Unternehmen sämtliche Videos für Kunden, Partner und Mitarbeiter verwalten und in hoher Qualität auf jedes beliebige Endgerät streamen. Die leicht in bestehende IT-Infrastrukturen zu implementierende Lösung erfüllt zudem hohe Sicherheitsstandards. Zu den Kunden zählen mehr als 500 Unternehmen unterschiedlicher Branchen, darunter auch zahlreiche DAX-Konzerne wie Volkswagen oder Bayer.

Die **Customer Alliance GmbH** (Anteil 19,0%) bietet Softwareanwendungen für Bewertungsmanagement und Marktforschung in der Hotellerie an. Die Software sammelt und analysiert Online-Gästebewertungen und hilft damit, die Kontrolle über das Image zu gewinnen. Zudem kann die Sichtbarkeit auf branchenführenden Bewertungsportalen optimiert werden. Sowohl kleinere Hotels als auch ganze Hotelketten (bspw. Steigenberger oder RadissonBlu) sind an das System angeschlossen. Das im Jahr 2009 gegründete Unternehmen fokussiert sich durch die im Juni 2019 erfolgte Fusion mit Toocan auf das Wachstum sowohl in als auch außerhalb Europas.

Die **crealytics GmbH** (Anteil 6,9%) hat sich auf die Optimierung von Suchmaschinenwerbung (SEA) und Google Shopping für den Online-Handel mittels semantischer Analyse spezialisiert. Die vollautomatisierte Software camato vereinfacht große Teile der Google AdWords und kann so die Effizienz einzelner Werbekampagnen erhöhen. Mehrere der weltweit größten Online-Versandhändler (z.B. ASOS oder die Otto Group) zählen zum Kundenkreis des Unternehmens. Zu den bestehenden Investoren gehören neben Mountain Alliance noch Alternative Strategic Investments, LBBW Venture Capital, High-Tech Gründerfonds, Bayern Kapital sowie Chancenkapital Biberach.

Die **volders GmbH** (Anteil 13,3%) ist Betreiber einer gleichnamigen App, mit deren Hilfe Verträge jeglicher Art in digitaler Form gebündelt, verwaltet und gekündigt werden können. Zunächst wählt der Nutzer hierzu aus über 70 verschiedenen Vertragskategorien (z.B. Strom, Versicherung oder Mobilfunk) und mehr als 20.000 Anbietern seine Verträge aus. Dem Nutzer bietet das Unternehmen dann verschiedene Services wie eine Vertragsberatung inkl. Tarifvergleich oder eine automatische Kündigungserinnerung mit dazugehöriger Korrespondenz an. Zentrale Erlösquellen sind Provisionseinnahmen aus einem Vertragswechsel sowie seit 2018 auch durch die Vermittlung von Versicherungen. Neben Mountain Alliance sind mit dem Family Office Reimann, Andreas Bremke, die KfW sowie Kai Hansen (Gründer von Lieferando) und Felix Jahn (Mitgründer von Rocket Internet und home24) weitere namhafte Investoren beteiligt.

Die **getlogics GmbH** (Anteil 64,0%) ist ein Fulfillment-Dienstleister. Das Produktportfolio umfasst neben der Lagerung, der Konfektionierung und dem weltweiten Versand von Waren auch die Einrichtung der Internetshops und die Bestellabwicklung. Durch die Erarbeitung individueller und ganzheitlicher Logistikkonzepte versucht das Unternehmen einen Mehrwert für den Kunden zu bieten. Neben größeren Unternehmen (z.B. JTI) betreut getlogics vor allem kleinere Unternehmen ohne ausreichende eigene Lagerkapazitäten.

Fazit: Mountain Alliance ermöglicht einen vergleichsweise transparenten Zugang zu einem diversifizierten Portfolio digitaler Geschäftsmodelle. Neben den beschriebenen Beteiligungen bestehen aktuell 19 weitere Beteiligungsverhältnisse. Wenngleich diese derzeit nicht im Fokus stehen, kann es hier u.E. auch schnell zu einem Wandel der Bedeutsamkeit kommen. Auf der anderen Seite können auch vermeintlich erfolgreiche Beteiligungen aus der Gruppe der Kernbeteiligungen an Bedeutung verlieren. Unabhängig davon dürfte das Portfolio in den nächsten Jahren trotz regelmäßiger Exits durch die geplanten 2 bis 4 Neuinvestments pro Jahr sukzessive größer werden.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Mountain Alliance ist eine börsennotierte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in München. Der Fokus liegt auf kleinen bis mittelgroßen Unternehmen mit digitalen Geschäftsmodellen aus der DACH-Region. Investments erfolgen vornehmlich in vergleichsweise reife Unternehmen mit einem Umsatz in der Größenordnung von 1,0 bis 30 Mio. Euro. Mountain Alliance beteiligt sich somit an Unternehmen, die die sogenannte „Early Stage“-Finanzierungsphase bereits verlassen haben und sich in der Wachstums- bzw. Later Stage-Phase befinden. Aktuell hält der Risikokapitalgeber 31 Unternehmensbeteiligungen, die in die Bereiche Technology, Digital Business Services, Digital Retail sowie Meta-Plattformen & Media unterteilt sind. Je Investment beteiligt sich Mountain Alliance in der Regel mit einem Volumen von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro.

Wichtige Meilensteine der Konzernhistorie sind im Folgenden kurz dargestellt:

- 2010** Gründung der Blitzstart Holding AG, die wenige Monate später in Ecommerce Alliance AG umfirmiert wurde
Ende 2010 beginnt der Aktienhandel an der Börse in Frankfurt
- 2013** Einstieg des strategischen Großaktionärs Redline Capital Management im Rahmen einer Kapitalerhöhung
- 2015** Neuausrichtung des Geschäftsmodells mit verstärktem Fokus auf E-Commerce
- 2017** Einbringung aller Anteile der Mountain Internet AG durch Sachkapitalerhöhung
Notierung an der Bayerischen Börse in München im Segment „m:access“ sowie im Basic Board an der Frankfurter Börse
- 2018** Umfirmierung in die heutige Mountain Alliance AG
Einbringung aller Anteile der Mountain Technology AG durch Sachkapitalerhöhung
- 2019** Durchführung einer Kapitalerhöhung zum Ausbau des Beteiligungsportfolios
Teilexit bei der Beteiligung an der Exasol AG
- 2020** Teilexit bei der Beteiligung AlphaPet Ventures GmbH

Investmentstrategie

Der Investmentfokus liegt auf digitalen Geschäftsmodellen, die nach Einschätzung von Mountain Alliance über Disruptions- und Skalierungspotenzial verfügen. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf die Bereiche Technology, Digital Business Services, Digital Retail sowie Meta-Plattformen & Media, da das Management hier über langjährige Erfahrung und ein weitreichendes Netzwerk verfügt.

Mountain Alliance tritt nicht als aggressiver aktivistischer Investor auf, trägt aber über Beratungsfunktionen aktiv zur Wertschöpfung in den Portfoliounternehmen bei. Durch die Börsennotierung bleibt Mountain Alliance im Gegensatz zu typischen (geschlossenen) Private Equity-Beteiligungsfonds in der zeitlichen Planung bis zum Exit flexibel. Trotz der sogenannten Evergreen-Struktur beträgt die avisierte Haltedauer 3 bis 5 Jahre.

Durch regelmäßige Exits sollen dann finanzielle Mittel sowohl zur Zwischenfinanzierung der bestehenden Portfoliofirmen als auch für neue Investments generiert werden. Pro Jahr strebt Mountain Alliance ein bis zwei (Teil-)Exits an. Für Neuinvestments kommen dann sowohl einzelne Unternehmensbeteiligungen als auch der Kauf ganzer Portfolien in Betracht. Bevorzugt akquiriert Mountain Alliance ganze Portfolien von Frühphaseninvestoren. Vorteil hiervon ist auch der geringere administrative Aufwand beim Erwerb. So werden die einzelnen Beteiligungen in einer Holding zusammengefasst, welche Mountain Alliance durch Abschluss nur eines einzigen Kaufvertrags übernimmt.

Diese Praxis hat Mountain Alliance in den letzten Jahren durch den Erwerb von zwei aussichtsreichen Portfolien aus dem Netzwerk des Großaktionärs Mountain Partners (64,4%-Beteiligung) angewandt. In H2/17 kaufte das Unternehmen die Mountain Internet AG, eine Holding mit neun Beteiligungen (u.a. Volders GmbH, Lingoda GmbH, AlphaPet Ventures GmbH). Ein Jahr später erwarb Mountain Alliance die Holding Mountain Technology AG, die sechs Beteiligungen enthielt (u.a. Exasol AG, Bio-Gate AG, movingImage EVP GmbH). Durch den Erwerb von Anteilen an insgesamt 16 Unternehmen hat Mountain Alliance eine Basis für weiteres Wachstum gelegt.

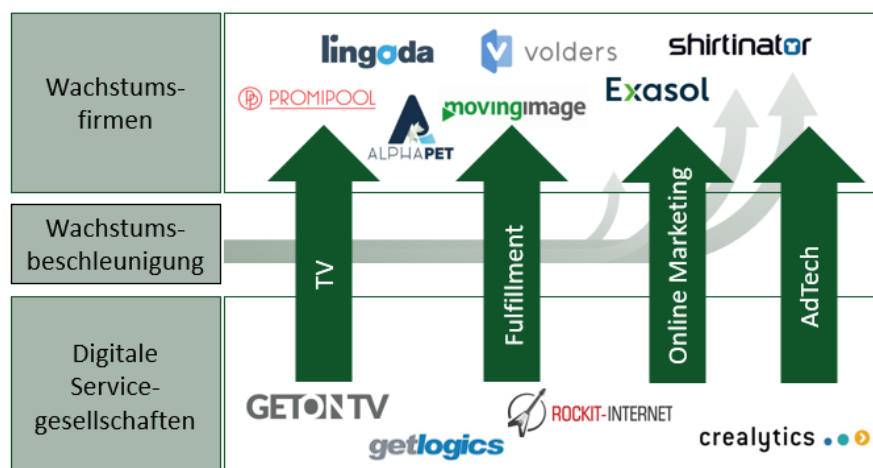
Portfolio

Aktuell ist Mountain Alliance an 31 Unternehmen beteiligt. Dabei liegt der Fokus des Portfolios auf digitalen Geschäftsmodellen, die mit ihren innovativen bzw. disruptiven Lösungen traditionelle Prozesse ablösen.

Mountain Alliance differenziert im Portfolio nach den Segmenten „Services“ und „Brands“. Innerhalb der Segmente sind die Beteiligungen wiederum in die Bereiche Technology, Digital Business Services, Digital Retail sowie Meta-Plattformen & Media unterteilt. Letztlich erfolgt die Segmentierung der Beteiligungen anhand der organisatorischen Ausrichtung des jeweiligen Unternehmens. Das erste Segment Services umfasst alle Dienstleistungs- und Verwaltungsgesellschaften, die ihre Leistungen an Unternehmen aus dem Mountain Alliance-Portfolio sowie an Dritte erbringen. Dadurch sollen vor allem die Synergien zwischen den einzelnen Beteiligungen maximal ausgeschöpft werden. Hier sind insbesondere die Beteiligungen aus dem Bereich Digital Business Services enthalten, die durch ihre Dienstleistungen das Wachstum anderer Beteiligungen beschleunigen sollen. Im zweiten, deutlich größeren Segment Brands sind die Unternehmen subsumiert, die den Bereichen Technology, Digital Retail und Meta-Plattformen & Media zuzuordnen sind.

Die Beteiligungen im Bereich **Technology** zeichnen sich durch innovative Technologiekompetenzen in den verschiedensten Branchen aus. Ein Großteil der Beteiligungen vertreibt Softwareanwendungen für den B2B- oder B2C-Bereich wie bspw. Lingoda beim E-Learning von Sprachen oder Exasol mit einem Datenbankmanagementsystem.

Im Bereich **Digital Business Services** erfolgt die Bündelung von Unternehmen, die Dienstleistungen wie Logistik (z.B. getlogics), AdTech (z.B. crealytics) oder TV-Werbung (z.B. getonTV) anbieten. Diese Leistungen eignen sich auch, um sie den anderen Portfoliounternehmen zur Verfügung zu stellen und dadurch das Wachstum gegenseitig zu beschleunigen. So kann beispielsweise die Online-Sprachschule Lingoda hinsichtlich der Neukundengewinnung vom Know-how des Suchmaschinenspezialisten crealytics profitieren.



Quelle: Unternehmen, Montega

Der Bereich **Digital Retail** ist aus der Vorgängergesellschaft E-Commerce Alliance gewachsen. Mit diesen Beteiligungen möchte Mountain Alliance am Wandel des klassischen stationären Handels zum E-Commerce verschiedenster Branchen partizipieren. Digital Retail-Beteiligungen bestehen beispielsweise im Bereich Heimtierbedarf (AlphaPet Ventures) oder dem Onlinehandel von individuell bedruckten Kleidungsstücken (Shirtinator).

Im vierten Bereich **Meta-Platforms & Media** werden webbasierte Dienstleistungen subsummiert, die Informationen von mehreren Webseiten bündeln und dem Konsumenten in übersichtlicher Art und Weise aufbereiten. Durch Beteiligungen in diesem Bereich ist Mountain Alliance mit unterschiedlichen Plattformen auf diversen Endmärkten aktiv. So ist das Unternehmen beispielsweise über die Beteiligung Promipool an einem Online-People-Magazin beteiligt, das seinen Nutzern Stories und News über deutsche und internationale Stars und VIPs bereitstellt.

Beteiligungsportfolio Mountain Alliance

	Name	Anteil	Phase
Technology	atfinity	5,3%	Early
	Qwicc GmbH	2,3%	Early
	Bio-Gate AG	18,3%	Public
	CA Customer Alliance	19,2%	Growth
	Exasol AG	5,7%	IPO
	Lingoda GmbH	8,6%	Growth
	Mentavio	10,7%	Early
	mixxt GmbH	21,8%	Growth
	movingImage EVP GmbH	8,1%	Late
	Tillhub GmbH	2,7%	Growth
	volders GmbH	13,3%	Growth
Digital Business Services	crealytics GmbH	6,9%	Late
	getlogics GmbH	64,0%	Late
	getonTV GmbH	100,0%	Late
	The Native SA	7,3%	Public
	locr GmbH	12,4%	Growth
	Rockit Internet GmbH	10,4%	Late
Digital Retail	AlphaPet GmbH	2,0%	Growth
	ARThentic GmbH	15,1%	Early
	Shirtinator AG	67,4%	Late
	SLEEPZ AG	1,2%	Public
Meta-Platforms & Media	ClipDealer GmbH	3,3%	Late
	GrapeCheck GmbH	13,1%	Early
	Große Kochschule	52,8%	Late
	Miet24 GmbH	4,9%	Late
	mybestbrands GmbH	4,2%	Late
	Netz Holding GmbH	1,0%	Growth
	Promipool GmbH	61,5%	Growth
	Simplora GmbH	2,9%	Early
	Yasni GmbH	24,5%	Late
	YEAY GmbH	1,6%	Early

Quelle: Unternehmen

Erfahrenes Management

Das operative Geschäft wird derzeit von den zwei Vorstandsmitgliedern **Daniel Wild** (CEO) und **Manfred Danner** (COO & CFO) geleitet.



Daniel Wild war Gründer und Geschäftsführer der Vorgängergesellschaften getmobile AG und Ecommerce Alliance. Neben seiner aktuellen Position als CEO der in 2017 umfirmierten Mountain Alliance AG agiert er ebenfalls als CEO der nicht börsennotierten Mountain Partners AG und ist Geschäftsführer der Tiburon Unternehmensaufbau GmbH, seiner persönlichen Beteiligungsgesellschaft. Durch seine bisherige Laufbahn als Serial Entrepreneur und Early Stage-Investor verfügt er über umfangreiche Erfahrung und ein ausgeprägtes Netzwerk in der Private Equity-Branche. Zudem unterstreichen Exits bei mehr als 120 Beteiligungen seinen persönlichen Track-Record. Durch die aufgebaute Expertise verantwortet Herr Wild heute den operativen Bereich und begleitet die Beteiligungen der Mountain Alliance als Business Angel.



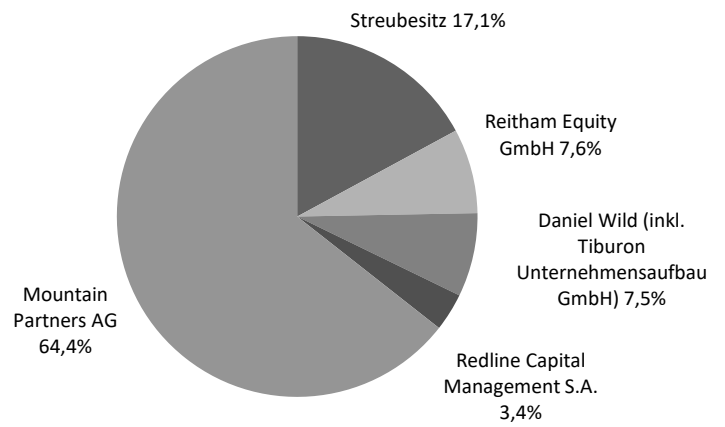
Manfred Danner ist seit dem Jahr 2010 bei Mountain Alliance mitverantwortlich für die digitale Transformation sowie Neuausrichtung des Unternehmens. Seit 2017 gehört er dem Vorstand an und ist für die Bereiche M&A, Legal, Portfoliomanagement, Audit, Risikomanagement und Investor Relations zuständig. Vor seinem Eintritt bei Mountain Alliance war er in leitenden Positionen bei verschiedenen Industrie- und Technologieunternehmen sowohl im Portfoliomanagement als auch im kaufmännischen Bereich tätig und weist daher fundierte Kenntnisse in dem ihm übertragenen Aufgabengebiet auf.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der Mountain Alliance AG werden an der Bayerischen Börse in München im Segment „m:access“ sowie im Basic Board der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Seit der Platzierung der letzten Kapitalerhöhung im September 2019 besteht das Grundkapital der Beteiligungsgesellschaft aus 6.281.012 Stückaktien mit einem Nennwert von jeweils 1,00 Euro.

Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von der Beteiligung der Mountain Partners geprägt, die als strategischer Ankerinvestor seit 2017 mit 64,4% den größten Anteilseigner darstellt. Weitere nennenswerte Beteiligungen werden sowohl durch den CEO Daniel Wild (7,5%), durch Redline Capital Management (3,4%) als auch durch die Beteiligungsgesellschaft Reitham Equity (7,6%) gehalten. Letztgenannte Gesellschaft ist das Anlagevehikel des Private-Equity-Investors Jens Neiser, der bereits zu den ersten Investoren bei getmobile AG zählte und viele weitere Beteiligungen wie beispielsweise Allgeier oder Swyx erfolgreich veräußerte. Die Beteiligung an Mountain Alliance hält seine Gesellschaft seit 2011. Die restlichen 17,1% befinden sich im Streubesitz.

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Mountain Alliance AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Umsatz	95,2	77,2	50,7	18,4	16,7	20,3
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	95,2	77,2	50,7	18,4	16,7	20,3
Materialaufwand	83,8	66,1	41,3	10,7	9,4	12,4
Rohertrag	11,4	11,1	9,4	7,7	7,3	7,9
Personalaufwendungen	6,9	6,6	4,8	4,5	4,8	4,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,8	4,6	3,3	3,2	4,0	4,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,4
EBITDA	0,2	0,6	1,8	0,4	-1,1	-0,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITA	0,2	0,6	1,8	0,4	-1,1	-0,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	12,9	0,8	0,6	0,7	1,3
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,8	-12,3	0,9	-0,3	-1,8	-1,9
Finanzergebnis	1,1	-0,7	1,3	0,6	2,5	0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,4	-13,0	2,2	0,3	0,7	-1,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,4	-13,0	2,2	0,3	0,7	-1,7
EE-Steuern	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	-12,9	1,8	0,2	0,4	-1,7
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,4	-12,9	1,8	0,2	0,4	-1,7
Anteile Dritter	-0,2	-2,7	0,4	0,1	0,1	0,0
Jahresüberschuss	0,6	-10,2	1,4	0,1	0,3	-1,7
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

G&V (in % vom Umsatz) Mountain Alliance AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	88,0%	85,6%	81,4%	58,1%	56,4%	61,0%
Rohertrag	12,0%	14,4%	18,6%	41,9%	43,6%	39,0%
Personalaufwendungen	7,3%	8,5%	9,5%	24,6%	28,8%	19,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,0%	5,9%	6,5%	17,3%	24,0%	23,5%
Sonstige betriebliche Erträge	0,5%	0,8%	0,9%	1,9%	2,7%	1,7%
EBITDA	0,2%	0,8%	3,5%	1,9%	-6,5%	-2,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITA	0,2%	0,8%	3,5%	1,9%	-6,5%	-2,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1%	16,7%	1,6%	3,4%	4,3%	6,7%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-0,8%	-15,9%	1,8%	-1,4%	-10,9%	-9,3%
Finanzergebnis	1,2%	-1,0%	2,5%	3,3%	14,9%	1,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,4%	-16,9%	4,4%	1,9%	4,0%	-8,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	0,4%	-16,9%	4,4%	1,9%	4,0%	-8,2%
EE-Steuern	0,0%	-0,2%	0,8%	0,7%	1,4%	0,4%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4%	-16,7%	3,5%	1,2%	2,6%	-8,6%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,4%	-16,7%	3,5%	1,2%	2,6%	-8,6%
Anteile Dritter	-0,2%	-3,4%	0,7%	0,6%	0,8%	0,0%
Jahresüberschuss	0,6%	-13,2%	2,8%	0,6%	1,8%	-8,6%
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

Bilanz (in Mio. Euro) Mountain Alliance AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	14,9	5,5	5,2	5,8	5,7	5,7
Sachanlagen	2,2	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2
Finanzanlagen	1,1	0,8	0,5	1,8	15,6	29,4
Anlagevermögen	18,2	7,9	7,2	9,1	22,7	36,3
Vorräte	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,6	3,0	1,7	1,9	1,5	1,9
Liquide Mittel	2,9	4,1	6,8	4,7	5,9	4,2
Sonstige Vermögensgegenstände	1,8	1,2	1,0	1,3	1,3	0,6
Umlaufvermögen	10,0	8,4	9,5	7,9	8,8	6,8
Bilanzsumme	28,2	16,3	16,7	16,9	31,4	43,1
PASSIVA						
Eigenkapital	14,9	7,1	9,7	9,9	19,8	31,1
Anteile Dritter	2,3	1,4	3,4	2,8	2,0	2,0
Rückstellungen	0,9	1,0	1,3	1,2	0,8	0,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,5	4,5	0,9	0,8	5,5	6,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,9	2,3	1,5	2,1	3,1	2,9
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Verbindlichkeiten	11,0	7,8	3,6	4,2	9,6	10,1
Bilanzsumme	28,2	16,3	16,7	16,9	31,4	43,1

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Mountain Alliance AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	52,8%	33,8%	31,1%	34,3%	18,2%	13,1%
Sachanlagen	7,8%	9,9%	9,1%	8,6%	4,3%	2,9%
Finanzanlagen	4,0%	4,8%	2,9%	10,7%	49,6%	68,3%
Anlagevermögen	64,5%	48,5%	43,1%	53,6%	72,1%	84,3%
Vorräte	2,7%	0,8%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,2%	18,1%	10,1%	11,2%	4,7%	4,5%
Liquide Mittel	10,2%	25,1%	40,8%	27,7%	18,9%	9,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,5%	7,5%	5,8%	7,4%	4,2%	1,4%
Umlaufvermögen	35,6%	51,5%	57,0%	46,6%	27,9%	15,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	52,8%	43,4%	58,1%	58,5%	63,0%	72,1%
Anteile Dritter	8,3%	8,9%	20,2%	16,8%	6,4%	4,5%
Rückstellungen	3,3%	6,0%	7,8%	7,0%	2,6%	1,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	19,5%	27,5%	5,3%	4,5%	17,5%	14,9%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13,9%	14,0%	8,7%	12,3%	9,8%	6,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	2,4%	0,3%	0,0%	1,0%	0,7%	0,1%
Verbindlichkeiten	39,0%	47,8%	21,8%	24,9%	30,6%	23,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Mountain Alliance AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	0,4	-12,9	1,8	0,2	0,4	-1,7
Abschreibung Anlagevermögen	1,4	7,1	0,5	0,4	0,5	0,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	12,9	0,4	0,6	0,7	1,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	-0,3	0,7	0,0	-0,4	-0,1
Sonstiges	-2,4	-12,3	-1,7	-2,0	-3,0	-1,9
Cash Flow	0,2	-5,4	1,7	-0,9	-1,8	-1,6
Veränderung Working Capital	-1,5	4,6	-0,8	1,0	0,5	0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1,3	-0,8	0,9	0,1	-1,3	-1,2
CAPEX	-0,6	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,6
Sonstiges	0,3	-1,5	0,0	-1,2	0,6	-0,1
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,3	-1,3	-0,2	-1,5	0,6	-0,8
Dividendenzahlung	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	0,5	-0,5	-0,1	0,0	0,8
Sonstiges	1,4	2,3	-0,2	-0,5	1,7	-0,2
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1,5	2,8	0,5	-0,6	1,7	0,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
Veränderung liquide Mittel	-0,1	0,8	1,2	-2,0	1,0	-1,4
Endbestand liquide Mittel	2,9	3,6	4,8	2,8	3,9	2,6
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 04.03.2020): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 04.03.2020): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	04.03.2020	5,30	6,70	+26%
