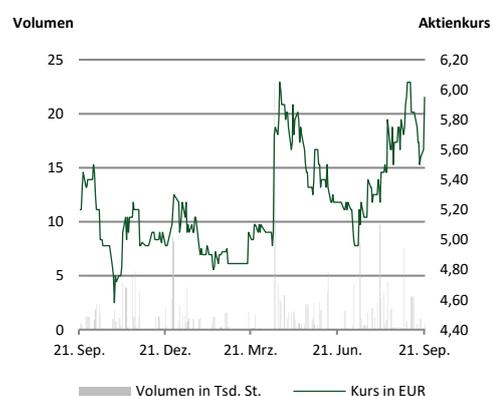


**Empfehlung:** Kaufen**Kursziel:** 7,80 Euro (zuvor: 7,50 Euro)**Kurspotenzial:** +31 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	5,95 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	6,89
Marktkap. (in Mio. Euro)	41,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	47,2
Ticker	ECF
ISIN	DE000A12UK08

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	6,05
52 Wochen-Tief (in Euro)	4,58
3 M relativ zum CDAX	+14,8%
6 M relativ zum CDAX	+13,7%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	16,0%
Mountain Partners AG	58,4%
HLEE Finance S.a.r.l.	8,8%
Reitham Equity GmbH	6,9%
Daniel Wild (inkl. Tiburon)	6,8%
Redline Capital Management S.A.	3,1%

**Termine**

n.a.

**Prognoseanpassung**

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	-	-	-
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	-	-	-
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	-	-	-
Δ in %	-	-	-

**Analysten**

Henrik Markmann  
+49 40 41111 37 84  
h.markmann@montega.de

**Publikation**

Comment 22. September 2021

**Net Asset Value steigt um 11% - Hohe Nachfrage nach digitalen Geschäftsmodellen dürfte weiterhin für Rückenwind sorgen**

Mountain Alliance hat gestern den H1-Bericht veröffentlicht und darin mit einem höheren NAV erfreulichen operativen Newsflow ausgewiesen.

**NAV-Anstieg von 11%:** Bei Erlösen von 4,2 Mio. Euro (Vj.: 4,7 Mio. Euro) machte sich die strategische Ausrichtung auf digitale Geschäftsmodelle (u.a. E-Learning, E-Health oder Remote Work) stark positiv auf der Bottom-Line bemerkbar. Konkret verbesserte sich das Beteiligungsergebnis von 1,8 Mio. Euro auf nun 7,5 Mio. Euro um mehr als das Vierfache. Hauptgrund für die positive Entwicklung ist hierbei die hohe Dynamik im EdTech-Markt, wodurch Mountain Alliance im Rahmen der Finanzierungsrunde beim Portfoliounternehmen Lingoda von einer deutlichen Wertsteigerung profitiert haben dürfte (MONE: rund 9 Mio. Euro). Diese Zuschreibung sollte zusammen mit den Erträgen aus kleineren Veräußerungen (u.a. bei Exasol) höher als die Wertminderungen sein, die u.E. primär aus den starken Kursverlusten bei Exasol resultieren (6M/21: -39,1%). Insgesamt verbesserte sich das Nettoergebnis daher signifikant auf 5,0 Mio. Euro (Vj.: -0,5 Mio. Euro). Der NAV stieg letztlich um +10,6% auf 52,8 Mio. Euro. Hinsichtlich der weiteren Entwicklung blickt das Management aufgrund der zunehmenden Bedeutung digitaler Geschäftsmodelle zuversichtlich auf das zweite Halbjahr. Folglich geht der Vorstand unverändert von einem NAV-Anstieg von 5 bis 10% aus. Vor dem Hintergrund der guten Entwicklung in H1/21 halten wir dies auch für erreichbar.

**Attraktivität des EdTech-Marktes wird nun im Bewertungsmodell reflektiert:** Wir hatten bereits in unserem letzten Comment vom 15.07.2021 die hohe Dynamik im EdTech-Markt sowie die daraus folgenden möglichen Implikationen für Mountain Alliance geschildert. Das aufgrund eines ungünstigen Kapitalmarktumfelds nun kurzfristig abgesagte IPO der E-Learning Plattform Babbel schmälert die Attraktivität dieses Bereichs u.E. nicht nachhaltig.

Babbel wollte noch im laufenden Monat an die Börse gehen und strebte laut IPO-Prospekt mit einem Umsatzniveau von 147,3 Mio. Euro (FY 2020) eine Bewertung von 1,1 bis 1,3 Mrd. Euro an. Bereits am Montag hatte eine der beteiligten Banken erklärt, dass das Orderbuch das geplante Emissionsvolumen einschließlich der Platzierungsreserve vollständig abdecke.

In H1/21 erzielte Babbel ein Wachstum von +18,3% yoy, woraus sich bei Fortschreibung für das Gesamtjahr ein Erlös i.H.v. 174,3 Mio. Euro ergibt. Das daraus resultierende Umsatzmultiple liegt in der Mitte der Bewertungsspanne mit 6,9x deutlich unter dem der Peers wie Coursera (Capital IQ: 10,5x), Docebo (25,7x), Duolingo (29,1x) oder GoStudent (MONE: 12,9x).

*Weiter auf der nächsten Seite →***Bewertung Nettoinventarwert Mountain Alliance AG**

Kernbeteiligungen	Potenzialwert (in Mio. Euro)
AlphaPet Ventures GmbH	8,4
Lingoda GmbH	14,9
<b>Sonstige Aktiva/Passiva</b>	
<b>Zeitwert (in Mio. Euro)</b>	
Börsennotierte Beteiligungen	14,3
Private Equity-Portfolio (MONE)	25,8
Liquide Mittel	2,0
Sonstige Vermögenswerte	3,8
Kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten	
9,4	
<b>= Nettoinventarwert</b>	<b>59,8</b>
/ Aktien (in Mio.)	6,9
<b>= NAV pro Aktie (in Euro)</b>	<b>8,67</b>
abzgl. Holdingabschlag	10%
<b>= Kursziel</b>	<b>7,80</b>

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Die niedrigere Bewertung führen wir darauf zurück, dass Babbel >95% der Erlöse im B2C-Bereich erzielt, wohingegen bspw. Docebo den Fokus auf B2B-Aktivitäten legt. Zudem ist das Wachstumstempo von Babbel mit +18,9% yoy in FY 2020 sowie +18,3% yoy in H1/21 deutlich geringer als z.B. bei Duolingo (FY 2020: +128,5% yoy; H1/21: +67,7% yoy).

Für Mountain Alliance wäre das IPO eines deutschen Ed-Tech-Unternehmens aufgrund der Vergleichbarkeit zum Portfoliounternehmen Lingoda trotz der niedrigeren Bewertung zu den ausländischen Peers von besonderer Relevanz. Gelingt Babbel zu einem späteren Zeitpunkt ein erfolgreicher Börsengang oder führt das Unternehmen alternativ eine Finanzierungsrunde auf IPO-Bewertungsniveau durch, dürfte dies auch das Wertsteigerungspotenzial von Lingoda und damit auch von Mountain Alliance hervorheben. Da die Erfolgsaussichten hierfür u.E. mittelfristig gut sind, haben wir Lingoda nun in unsere Potenzialwertanalyse aufgenommen. Zur Bewertung von Lingoda ziehen wir neben dem Umsatzmultiple von Babbel (2021e: 6,9x) auch den durchschnittlichen EV/Umsatz-Multiple der Top 10 Micro Cap-Unternehmen (MK unter 250 Mio. USD) aus dem für Lingoda relevanten Bereich „Education Software“ heran. Diese Bewertungskennziffer liegt aktuell bei 3,8x (Quelle: Capital IQ). Die deutlich höheren Bewertungsmultiples der börsennotierten EdTech-Unternehmen Coursera, Docebo und Duolingo berücksichtigen wir vorerst nicht. Auf Basis der genannten Annahmen ermitteln wir ein durchschnittliches Umsatz-Multiple von 5,3x, den wir auf unsere Umsatzprognose von 40,3 Mio. Euro anwenden. Daraus resultiert für Lingoda ein Potenzialwert von etwa 212 Mio. Euro. Der 7,0%-Anteil von Mountain Alliance beläuft sich somit auf 14,8 Mio. Euro bzw. 2,16 Euro pro Aktie.

**Sonstige Veränderungen im Bewertungsmodell:** Neben der Hinzunahme von Lingoda zu den Kernbeteiligungen haben wir uns dazu entschieden, den 2%-Anteil an der börsennotierten Exasol nun anhand des Marktwertes in unser Bewertungsmodell einfließen zu lassen (zuvor: Potenzialwertanalyse). Grund für diese Umgliederung ist primär eine Verbindlichkeit gegenüber dem Großaktionär Mountain Partners AG (sog. bedingte Gegenleistung), die aus dem Erwerb des Beteiligungsportfolios „Mountain Technology“ resultiert. Diese Gegenleistung ergibt sich laut H1-Bericht in Abhängigkeit von der Wertentwicklung einer Unternehmensbeteiligung. Wir gehen davon aus, dass die Höhe dieser finanziellen Verbindlichkeit an die Wertentwicklung von Exasol gekoppelt ist, da diese im Rahmen des Mountain Technology-Portfolios erworben wurde. In H1/21 ist nun die Börsenbewertung von Exasol (Aktienkurs 6M/21: -39,1%) bzw. der Wertansatz bei Mountain Alliance deutlich gesunken, sodass auch die Verbindlichkeit gegenüber Mountain Partners (6M/21: 3,4 Mio. Euro vs. 31.12.2020: 7,7 Mio. Euro) zurückgegangen ist. Für uns bedeutet dies, dass auch potenzielle Erlöse durch einen Verkauf der Exasol-Beteiligung nur bedingt wertschaffend für Mountain Alliance wären. Durch die Umgliederung zu den börsennotierten Beteiligungen bewegt sich der Wertansatz nun weitestgehend im Einklang mit der dazugehörigen Verbindlichkeit.

Im Rahmen der Ermittlung des Gesamtwerts des Beteiligungsportfolios von Mountain Alliance ergibt sich bei einem unveränderten Holdingabschluss von 10% nun ein fairer Wert pro Aktie von 7,80 Euro (zuvor: 7,50 Euro).

**Fazit:** Mountain Alliance hat insgesamt eine erfreuliche Entwicklung des Beteiligungsportfolios präsentiert und hierbei insbesondere vom guten Sentiment im EdTech-Markt bzw. der Finanzierungsrunde bei Lingoda profitiert. Unser Bewertungsmodell haben wir auf Basis der veröffentlichten Bilanzpositionen sowie der neuen Wertansätze der börsennotierten Beteiligungen sowie der Kernbeteiligungen aktualisiert. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit leicht erhöhtem Kursziel von 7,80 Euro (zuvor: 7,50 Euro).

## 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 26 Unternehmensbeteiligungen, die in die Bereiche Technology, Digital Business Services, Digital Retail sowie Meta-Platforms & 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 und Einbringung aller Anteile der Mountain Technology AG durch Sachkapital-erhöhung
- 2019** Durchführung einer Kapitalerhöhung zum Ausbau des Beteiligungsportfolios  
Teilexit bei der Beteiligung an der Exasol AG
- 2020** Teilexit bei der Beteiligung AlphaPet Ventures GmbH  
Teilexit im Rahmen des Exasol-IPOs
- 2021** Finanzierungsrunde bei Lingoda

### 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-Platforms & 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 Portfolios 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.

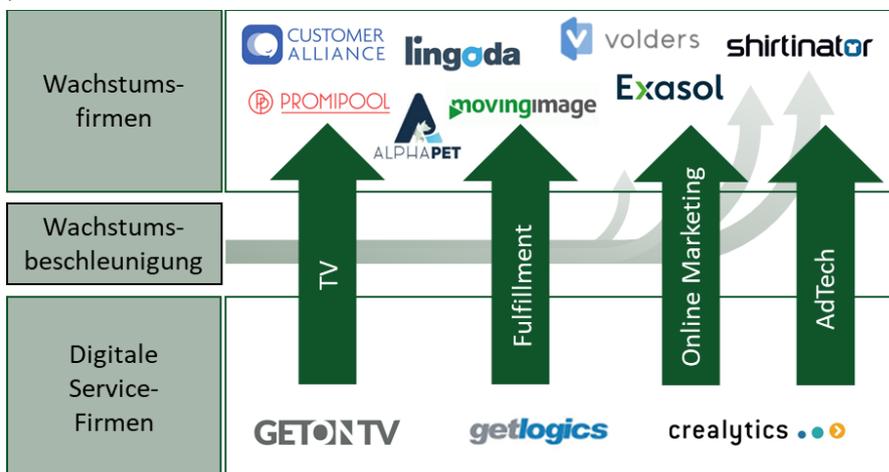
**Portfolio**

Aktuell ist Mountain Alliance an 26 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-Plattformen & 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	9,7%	Early
	Qwello GmbH	1,6%	Early
	Bio-Gate AG	15,8%	Public
	CA Customer Alliance	19,2%	Growth
	Exasol AG	2,0%	IPO
	Lingoda GmbH	7,0%	Growth
	Mentavio	10,7%	Early
	mixxt GmbH	21,8%	Growth
	movingImage EVP GmbH	8,1%	Late
	Asknet Solutions AG	22,7%	IPO
	Tillhub GmbH	2,1%	Growth
	volders GmbH	13,3%	Growth
Digital Business Services	crealytics GmbH	6,9%	Late
	getlogics GmbH	64,0%	Late
	getonTV GmbH	100,0%	Late
	locr GmbH	12,4%	Growth
Digital Retail	AlphaPet GmbH	1,8%	Growth
	ARThentic GmbH	15,1%	Early
	Shirtinator AG	67,4%	Late
Meta-Plattformen & Media	GrapeCheck GmbH	10,3%	Early
	Miet24 GmbH	4,9%	Late
	mybestbrands GmbH	4,2%	Late
	Netz Holding GmbH	0,7%	Growth
	Promipool GmbH	61,5%	Growth
	Yasni GmbH	24,5%	Late

Quelle: Unternehmen; Stand: September 2021

## Management

Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von **Manfred Danner** geleitet.



**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 seit 2021 alleinverantwortlich. 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.

Neben Herrn Danner spielt u.E. auch der ehemalige CEO Daniel Wild, der nun im Aufsichtsrat sitzt, eine wichtige Rolle bei Mountain Alliance.



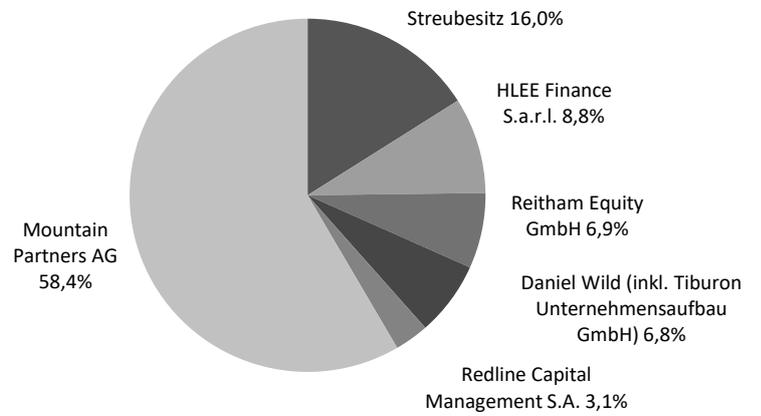
**Daniel Wild** war Gründer und Vorstand der Vorgängergesellschaften getmobile AG sowie Ecommerce Alliance und bis Mai 2021 auch Vorstandsvorsitzender der Mountain Alliance AG. Neben seiner aktuellen Position als Aufsichtsratsmitglied agiert er ebenfalls als CEO der nicht börsennotierten Mountain Partners 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.

## 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 März 2020 besteht das Grundkapital der Beteiligungsgesellschaft aus 6.885.584 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 58,4% den größten Anteilseigner darstellt. Weitere nennenswerte Beteiligungen werden sowohl durch die HLEE Finance S.a.r.l. (8,8%), dem Aufsichtsratsmitglied Daniel Wild (6,8%), durch Redline Capital Management (3,1%) als auch durch die Beteiligungsgesellschaft Reitham Equity (6,9%) 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 16,0% befinden sich im Streubesitz.

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

## ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Mountain Alliance AG	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Umsatz</b>	<b>50,7</b>	<b>18,4</b>	<b>16,7</b>	<b>20,3</b>	<b>13,5</b>	<b>9,8</b>
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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>50,7</b>	<b>18,4</b>	<b>16,7</b>	<b>20,3</b>	<b>13,5</b>	<b>9,8</b>
Materialaufwand	41,3	10,7	9,4	12,4	7,4	4,5
<b>Rohertrag</b>	<b>9,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>
Personalaufwendungen	4,8	4,5	4,8	4,0	4,0	4,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,3	3,2	4,0	4,8	3,9	3,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,3	0,5	0,4	0,3	0,1
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,6	0,7	1,3	0,6	0,7
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,0</b>
Finanzergebnis	1,3	0,6	2,5	0,2	0,5	7,8
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>4,8</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>4,8</b>
EE-Steuern	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	1,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,8	0,2	0,4	-1,7	-1,8	2,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,9</b>
Anteile Dritter	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,2</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Mountain Alliance AG	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	81,4%	58,1%	56,4%	61,0%	54,9%	46,2%
<b>Rohertrag</b>	<b>18,6%</b>	<b>41,9%</b>	<b>43,6%</b>	<b>39,0%</b>	<b>45,1%</b>	<b>53,8%</b>
Personalaufwendungen	9,5%	24,6%	28,8%	19,9%	29,9%	40,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,5%	17,3%	24,0%	23,5%	28,9%	37,9%
Sonstige betriebliche Erträge	0,9%	1,9%	2,7%	1,7%	2,2%	1,4%
<b>EBITDA</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-22,8%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITA</b>	<b>2,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-22,8%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7%	3,4%	4,3%	6,7%	4,8%	7,5%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,8%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-30,4%</b>
Finanzergebnis	2,5%	3,3%	14,9%	1,2%	3,9%	79,5%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-12,5%</b>	<b>49,1%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-12,5%</b>	<b>49,1%</b>
EE-Steuern	0,8%	0,7%	1,4%	0,4%	0,5%	19,3%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,5%	1,2%	2,6%	-8,6%	-13,0%	29,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-8,6%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>29,8%</b>
Anteile Dritter	0,7%	0,6%	0,8%	0,0%	0,0%	-2,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>-8,6%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>32,5%</b>

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

Bilanz (in Mio. Euro) Mountain Alliance AG	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,2	5,8	5,7	5,7	6,0	5,8
Sachanlagen	1,5	1,5	1,3	1,2	1,3	1,4
Finanzanlagen	0,5	1,8	15,6	29,4	29,6	42,8
<b>Anlagevermögen</b>	<b>7,2</b>	<b>9,1</b>	<b>22,7</b>	<b>36,3</b>	<b>36,9</b>	<b>50,1</b>
Vorräte	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,7	1,9	1,5	1,9	1,5	0,9
Liquide Mittel	6,8	4,7	5,9	4,2	4,6	4,6
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	1,3	1,3	0,6	0,4	0,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>9,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>	<b>31,4</b>	<b>43,1</b>	<b>43,5</b>	<b>55,9</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>19,8</b>	<b>31,1</b>	<b>30,6</b>	<b>36,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Rückstellungen	1,3	1,2	0,8	0,8	0,5	0,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,9	0,8	5,5	6,4	7,7	13,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,5	2,1	3,1	2,9	2,5	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	1,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,8</b>	<b>17,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>	<b>31,4</b>	<b>43,1</b>	<b>43,5</b>	<b>55,9</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Mountain Alliance AG	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>AKTIVA</b>						
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>31,1%</b>	<b>34,3%</b>	<b>18,2%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,8%</b>	<b>10,4%</b>
Sachanlagen	9,1%	8,6%	4,3%	2,9%	3,1%	2,6%
Finanzanlagen	2,9%	10,7%	49,6%	68,3%	68,0%	76,5%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>43,1%</b>	<b>53,6%</b>	<b>72,1%</b>	<b>84,3%</b>	<b>84,9%</b>	<b>89,6%</b>
Vorräte	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,2%	0,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,1%	11,2%	4,7%	4,5%	3,5%	1,5%
Liquide Mittel	40,8%	27,7%	18,9%	9,8%	10,6%	8,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	5,8%	7,4%	4,2%	1,4%	0,8%	0,6%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>57,0%</b>	<b>46,6%</b>	<b>27,9%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,0%</b>	<b>10,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>58,1%</b>	<b>58,5%</b>	<b>63,0%</b>	<b>72,1%</b>	<b>70,3%</b>	<b>65,9%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>20,2%</b>	<b>16,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,3%</b>
Rückstellungen	7,8%	7,0%	2,6%	1,7%	1,2%	0,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,3%	4,5%	17,5%	14,9%	17,8%	23,8%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,7%	12,3%	9,8%	6,7%	5,8%	2,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0%	1,0%	0,7%	0,1%	0,1%	3,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>21,8%</b>	<b>24,9%</b>	<b>30,6%</b>	<b>23,4%</b>	<b>24,8%</b>	<b>30,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Mountain Alliance AG	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,8	0,2	0,4	-1,7	-1,8	2,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,4	0,5	0,8	0,4	0,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,6	0,7	1,3	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,7	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	0,0
Sonstiges	-1,7	-2,0	-3,0	-1,9	-0,5	-0,4
<b>Cash Flow</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>3,1</b>
Veränderung Working Capital	-0,8	1,0	0,5	0,4	0,3	-0,3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,8</b>
CAPEX	-0,2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,7	-0,3
Sonstiges	0,0	-1,2	0,6	-0,1	0,3	2,2
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,9</b>
Dividendenzahlung	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,5	-0,1	0,0	0,8	0,9	-1,7
Sonstiges	-0,2	-0,5	1,7	-0,2	1,2	2,5
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>

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: 22.09.2021):** 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 oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

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: 22.09.2021):** 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**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung)	04.03.2020	5,30	6,70	+26%
Kaufen	18.05.2020	3,96	6,50	+64%
Kaufen	26.05.2020	4,64	6,50	+40%
Kaufen	25.06.2020	4,82	6,50	+35%
Kaufen	02.09.2020	4,88	6,50	+33%
Kaufen	30.09.2020	5,35	6,30	+18%
Kaufen	16.04.2021	5,70	6,80	+19%
Kaufen	07.05.2021	5,70	7,30	+28%
Kaufen	15.07.2021	5,20	7,50	+44%
Kaufen	22.09.2021	5,95	7,80	+31%