

## The Native

Reuters: NTIV.CH

Bloomberg: NTIV:SW

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: CHF 7,90

Kursziel: CHF 12,90

### Stimmige Beteiligungsstrategie mit klarem Nischenfokus

Mit mehr als 90 Mitarbeitern vor allem in Lausanne (Headquarter), Karlsruhe und New York ist The Native eine auf die Übernahme von Medien- und Technologieunternehmen spezialisierte Beteiligungsgesellschaft. Derzeit ist The Native in drei Geschäftsbereichen tätig: (1) über die 51%ige Beteiligung an der ebenfalls börsennotierten asknet AG in der Erstellung und dem Betrieb von Online-Shops, mit deren Hilfe der Download von Software für kleine bis mittlere, jedoch in der Regel global tätige Softwarehersteller ermöglicht wird, und (2) über die 100%ige Beteiligung an The Native Media und die bislang 15%ige Tochtergesellschaft P8H Inc. (Paddle8) als globales Content-Marketing- und Online-Auktionshaus für die Charity-Industrie und zeitgenössische Kunst- und Sammelkategorien. (3) unterhält The Native über die 100%ige Beteiligung am Schweizer Blockchain Lab mehrere laufende Projekte für kommerzielle Anwendungen der Blockchain-Technologie. Wir bewerten die Aktien von The Native anhand eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells; hieraus errechnen wir ein Kursziel von CHF 12,90. Wir nehmen die Aktien der an der Schweizer Börse notierten The Native SA mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

#### Buy-and-Build-Strategie in wachstumsstarken Bereichen

Im Zentrum der Buy-and-Build-Beteiligungsstrategie stehen dynamisch wachsende, digitale Geschäftsmodelle. Dabei sieht sich The Native als „aktivistischer Investor“, der Beteiligungen entsprechend einer langfristigen Strategie neu strukturiert und ausrichtet. Zu Gute kommen dem Management und Aufsichtsrat von The Native die langjährige Erfahrung im E-Commerce- und Luxusgüterumfeld, die das Unternehmen insbesondere bei der Auswahl neuer Beteiligungsgesellschaften im Rahmen seiner Buy-and-Build-Strategie nutzt.

#### Finanzierung zur mehrheitlichen Übernahme von P8H

Derzeit ist vorgesehen, eine PIPE- („private investment in public equity“) Transaktion durchzuführen. Hauptziel der Transaktion ist es, die bisherige 15%ige Beteiligung an P8H durch Ausübung einer Call-Option mehrheitlich zu übernehmen. Darüber hinaus sollen weitere wertschöpfende Übernahmen im Technologie-Umfeld finanziert und weitere Schlüsselpersonen gewonnen werden.

#### Solide Bilanzstruktur bei steigender Profitabilität

Bereits in der aktuellen Frühphase der Unternehmensentwicklung wird The Native nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr profitabel und diese Profitabilität in den folgenden Jahren weiter ausbauen. Hierzu trägt, dass die bislang eingegangenen Beteiligungen bereits unmittelbar nach der Übernahme positive Ergebnisbeiträge leisten. Mit einer adjustierten Eigenkapitalquote von 31,7% (2017) zeigt The Native darüber hinaus nach unserer Einschätzung bilanzielle Stärke. Diese eröffnet dem Unternehmen den notwendigen Spielraum, um weitere Beteiligungsgesellschaften zu akquirieren.

ISIN/WKN: CH0006326851 / 632685

Indizes: -

Transparenzlevel: -

Gewichtete Anzahl Aktien: 3,111 Mio.

Marktkapitalisierung: CHF 24,6 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~500 Aktien

Hauptversammlung: 25. Mai 2018

CHF Mio. (31/12)	2017	2018e	2019e	2020e
Bruttoumsatz	15,5	87,6	102,8	118,1
Nettoumsatz	2,1	13,4	16,0	18,6
EBITDA	-8,7	0,3	1,3	2,5
EBIT	-8,8	-0,1	0,8	2,0
EBT	-6,4	-0,8	0,9	2,7
EAT	-7,0	-0,6	0,7	2,1

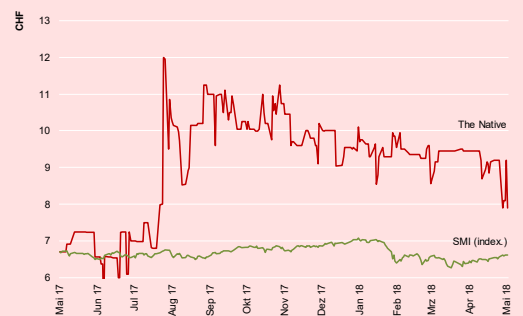
% vom Umsatz	2017	2018e	2019e	2020e
Nettoumsatz	13,3%	15,3%	15,5%	15,8%
EBITDA	-56,4%	0,3%	1,2%	2,1%
EBIT	-56,6%	-0,2%	0,8%	1,7%
EBT	-41,6%	-0,9%	0,8%	2,3%
EAT	-45,4%	-0,7%	0,7%	1,8%

Je Aktie/CHF	2017	2018e	2019e	2020e
EPS	-2,28	-0,28	0,11	0,52
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,92	0,64	0,75	1,27
Cashflow	0,61	-2,66	0,49	0,99

%	2017	2018e	2019e	2020e
EK-Quote	12,6%	11,6%	13,4%	19,2%
Gearing	188%	484%	386%	220%

x	2017	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	n/a	73,0	15,2
EV/Umsatz	1,62	0,39	0,33	0,27
EV/EBIT	n/a	n/a	40,1	15,9
KBV	8,6	12,4	10,6	6,2

CHF Mio.	2018e	2019e	2020e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBIT	-	-	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Das Unternehmen in Bildern.....	4
Unternehmenswert CHF 12,90 je Aktie – Buy .....	7
Geschäftsmodell für die Millennials .....	12
Unternehmensstrategie .....	22
Unternehmensgeschichte und Management .....	23
Aktionärsstruktur.....	25
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	26
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	29
Gewinn- und Verlustrechnung, 2017-21e .....	36
Bilanz (Aktiva), 2017-21e .....	37
Bilanz (Passiva), 2017-21e.....	38
Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2017-21e .....	39
Bilanz (Passiva, normalisiert), 2017-21e .....	40
Cashflow-Statement, 2017-21e .....	41
Segmente, 2017-21e .....	42
One view, 2017-21e .....	43
DCF-Modell .....	45
Disclaimer.....	47

**Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.**

## Executive Summary

### Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf E-Commerce und Online-Auktionen

The Native ist eine auf die Übernahme von Medien- und Technologieunternehmen spezialisierte Beteiligungsgesellschaft. The Native wurde im Juni 2017 durch eine Rekapitalisierung und anschließende Umbenennung der 20 Jahre alten Schweizer Mantelgesellschaft 5EL SA gegründet und ist derzeit in drei Geschäftsbereichen tätig: **Erstens** im Geschäftsbereich Software & Services, wo The Native einer der weltweit führenden Anbieter von elektronischen Software-Downloads für Softwarehersteller ist; das Geschäft wird über die 51,4%ige Beteiligung an der börsennotierten asknet AG betrieben. Parallel dazu richtet asknet zentrale Informations-, Beschaffungs- und Distributionsportale für Universitäten, Hochschulen und Forschungseinrichtungen ein, über die berechnete Anwender der Kunden Softwareprodukte erwerben können. **Zweitens** im Bereich Marketplaces, über die 100%ige Tochtergesellschaft The Native Media Inc. und durch eine strategische Beteiligung von 15,0% an P8H Inc. (Paddle8), einem auf zeitgenössische Kunst und Sammlungen spezialisierten Online-Auktionshaus. Aktuell hält The Native SA 15% an P8H, hat aber eine Call-Option für weitere 36% an der Gesellschaft, nach deren Ausübung The Native SA 51% der wirtschaftlichen und 75% der stimmberechtigten Anteile an P8H Inc. halten würde. **Drittens** hält The Native 100% an Blockchain Lab AG, einer Schweizer Tochtergesellschaft mit strategischen Kompetenzen in den Bereichen Blockchain- und maschinellem Lernen sowie deren kommerziellen Anwendungen für alternative Marktplätze.

### Finanzperformance 2017 und Prognose bis 2021e

Gegründet 2017 steht The Native in der Frühphase der unternehmerischen Entwicklung. Auch wenn sich The Native u. a. mit asknet an einem etablierten Unternehmen mit einem aussichtsreichem Geschäftsmodell beteiligt hat, ist unsere Finanzprognose mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Wir folgen in unseren Prognosen weitgehend den Erwartungen des Vorstands, der mit einer deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit rechnet. Sollte dieses Ziel erreicht werden, würde The Native im Jahr 2021e nach unserem Modell einen Bruttoumsatz von CHF 134,2 Mio. und einen Betriebsgewinn (EBIT) von CHF 3,4 Mio. erzielen. Unsere Finanzprognose berücksichtigt keine Vollkonsolidierung von P8H. Sollte die Call-Option auf P8H im Jahr 2018 gezogen werden, erwarten wir eine noch dynamischere Umsatzentwicklung: In diesem Fall gehen wir von einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 25,6% anstelle von 15,3% aus.

### Wert des Eigenkapitals von CHF 12,90 je Aktie – Buy

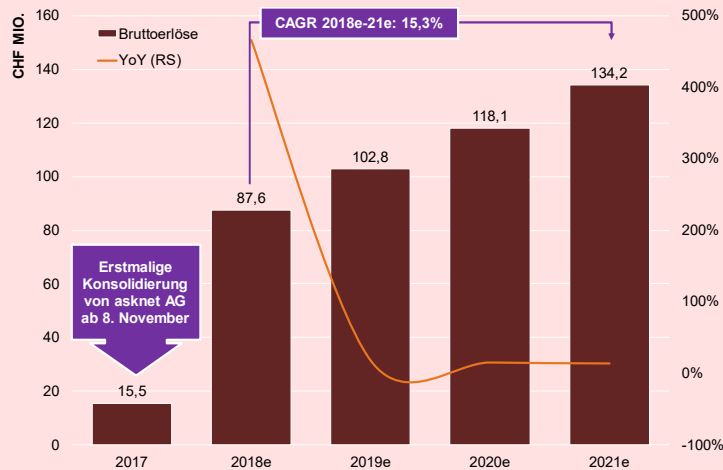
Aufgrund des Frühphasencharakters des Unternehmens sehen wir in einem langfristig ausgelegten dreistufigen Discounted Cashflow-Entity-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Im Base-Case-Szenario ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von CHF 12,90. In einer Monte Carlo-Simulation wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und des Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt rund 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass Equity Values von unter CHF 49,0 Mio. bzw. über CHF 68,6 Mio. durch Kombinationen der beiden Variablen nicht erreicht werden können. Mit einer von uns erwarteten Kursperformance von 63,3% nehmen wir die Aktien der The Native SA mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

### Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken (Details hierzu Seite 29ff): **(1)** Risiken aus externem Wachstum und der Integration der Beteiligungen; **(2)** Abhängigkeiten von Einzelkunden, insbesondere im Bereich Software & Services in Verbindung mit einer zeitlichen Befristung der Vertragsbeziehungen; **(3)** Abhängigkeiten vom Management; **(4)** Schwierige Planbarkeit der Umsatz- und Ertragslage; **(5)** Währungsrisiken durch Reporting in CHF; **(6)** Erwartung weiterer Kapitalmaßnahmen und mögliche weitere Verwässerungen der Aktionäre; **(7)** Fehlender Track-Record durch Neugründung der Konzernmutter in 2017; **(8)** Potenzieller Stock Overhang trotz nach unserer Einschätzung dezidiert performanceorientierter Aktionärsstruktur; **(9)** Liquiditätsrisiken der Aktie aus geringer Marktkapitalisierung; **(10)** Asymmetrische Marktstrukturen im Bereich Software & Services.

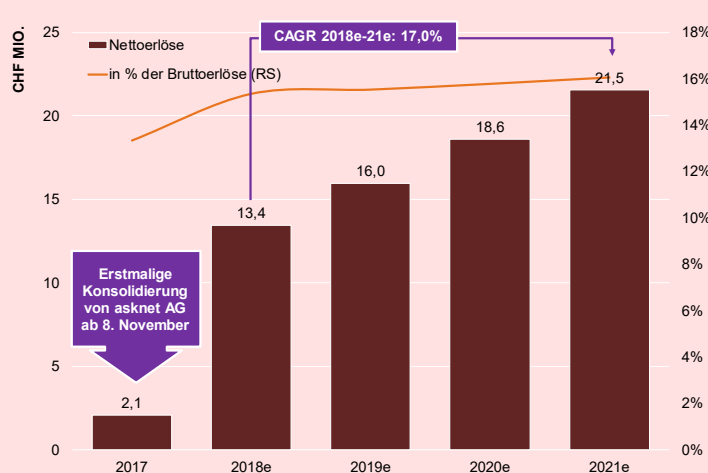
## Das Unternehmen in Bildern

### BRUTTOUMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2017-21E



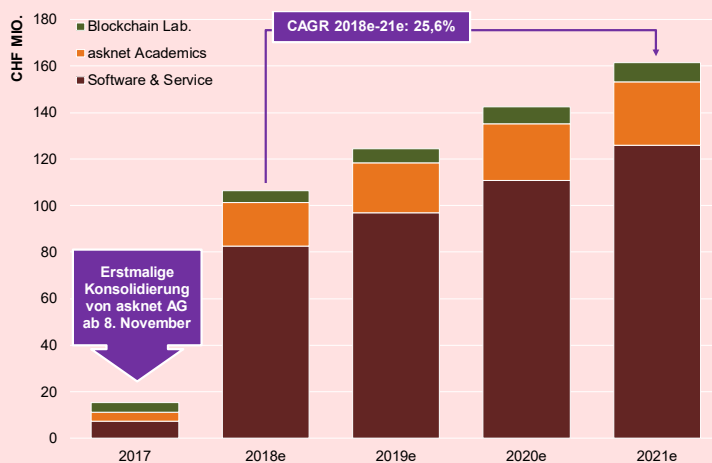
Bedingt durch die Neugründung im vergangenen Jahr sind die von uns erwarteten Umsätze mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Treiber des von uns erwarteten Wachstums ist eine sukzessive Neukundengewinnung im Geschäftsbereich Software & Services, der von der Tochtergesellschaft asknet abgedeckt wird. Aufgrund der aktuell nur 15%igen Beteiligung an P8H, dem zweiten Geschäftsbereich des Konzerns, wurde diese nicht in unsere Prognose einbezogen.

### NETTOUMSATZ UND NETTOUMSATZMARGE, 2017-21E



Insgesamt rechnen wir für den Zeitraum 2017-21e mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten der Nettoerlöse von 17,0%. Damit rechnen wir damit, dass The Native die Nettoerlöse bis zum Jahr 2021e auf CHF 21,5 Mio. von zuletzt CHF 13,4 Mio. (2017) erhöhen wird.

### BRUTTOUMSATZ NACH SEGMENTEN (BEI UNTERSTELLTER VOLLKONSOLIDIERUNG), 2017-21E

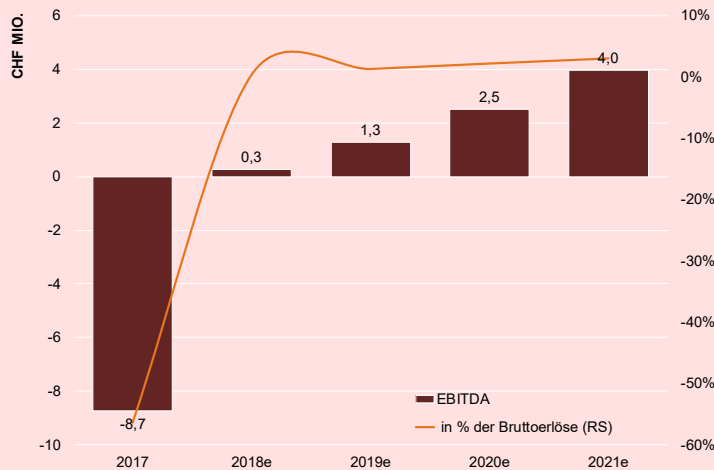


Gelingt es The Native, die Call-Option auf die ausstehenden 36% an P8H zeitnah zu ziehen, erwarteten wir durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von 25,6% (2017-21e) anstelle von 15,3% und damit eine noch dynamischere Entwicklung der Bruttoumsätze.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

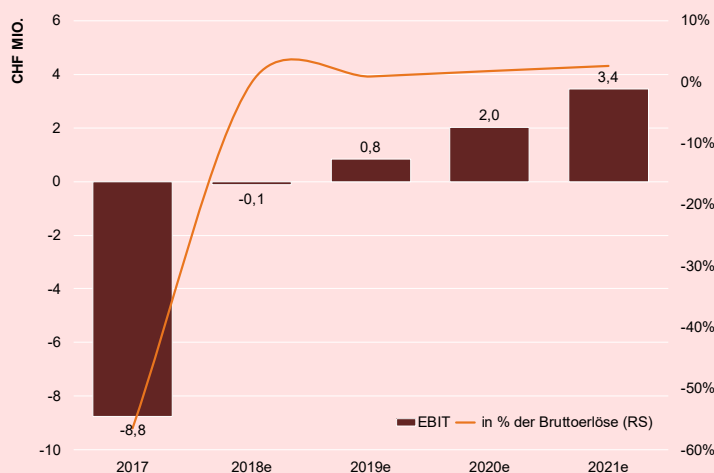
## Das Unternehmen in Bildern (Forts.)

EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2017-21E



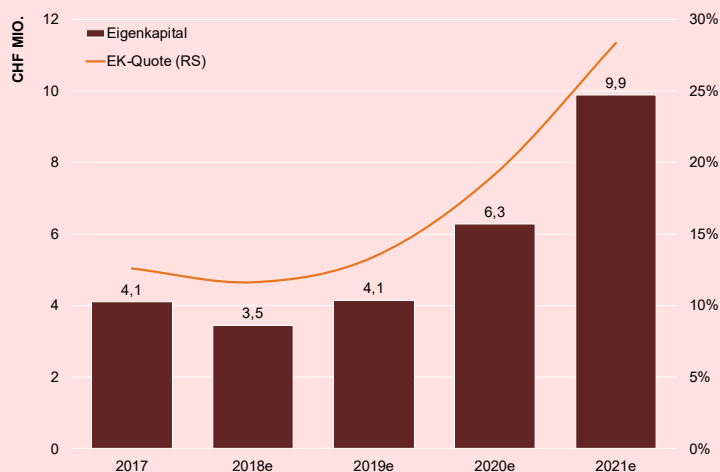
2017 musste The Native einen Verlust auf EBITDA-Ebene von CHF -8,7 Mio. aufgrund hoher Gründungskosten und nicht cash-relevanter Einmalaufwendungen vermelden. Bis 2021e rechnen wir vor dem Hintergrund der von uns prognostizierten Nutzung von Synergieeffekten mit einem Anstieg des EBITDA auf dann CHF 4,0 Mio., was einer EBITDA-Marge von 3,0% entspricht.

EBIT UND EBIT-MARGE, 2017-21E



Das Geschäftsmodell von The Native kann als asset-light beschrieben werden. Trotz des technologiebetonten Geschäftsmodells sind Investitionen in den Aufbau von Großrechnern oder Servern oder sonstigen Sachanlagen aus unserer Sicht überschaubar. Insofern erwarten wir eine parallele Entwicklung von EBITDA und EBIT. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT auf dann CHF 3,4 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 2,6%.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2017-21E

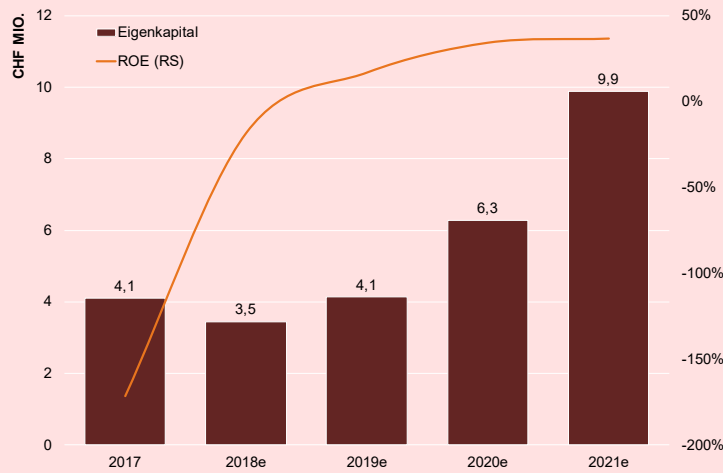


Aktuell besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 3,111 Mio. Aktien mit einem Nominalwert von CHF 3,50 je Aktie. Infolge erheblicher Gründungskosten belief sich das gesamte Eigenkapital zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres auf CHF 4,1 Mio. Unter Einbeziehung der beiden Wandelanleihen (beide in the money) ergibt sich eine adjustierte Eigenkapitalquote von 31,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

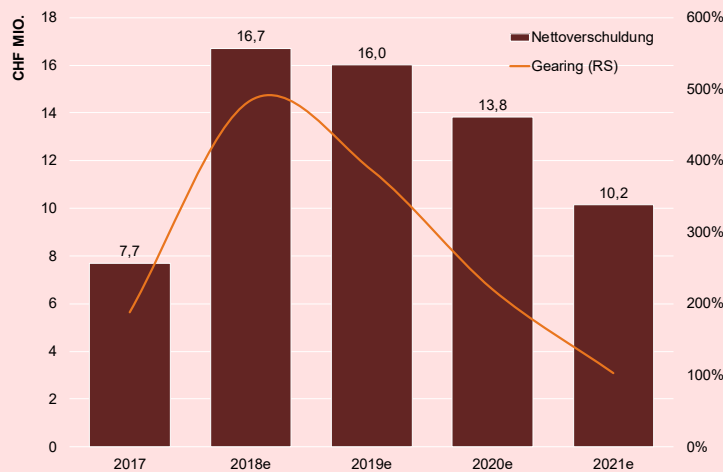
## Das Unternehmen in Bildern (Forts.)

### EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE, 2017-21E



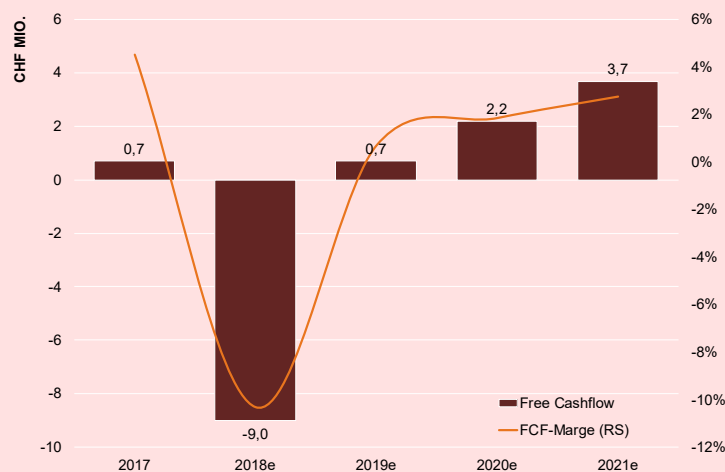
Unsere Finanzprognose unterstellt, dass die Finanzierung des erwarteten Wachstums ohne die Aufnahme von Fremdkapital möglich sein wird. Bis 2021e rechnen wir mit einem Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf dann CHF 3,6 Mio. Bezogen auf das dann erwartete Eigenkapital entspricht dies einer Eigenkapitalrendite (ROE) von 36,4%

### NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING, 2017-21E



Nebenstehende Graphik verdeutlicht eine Nettoverschuldung von CHF 16,7 Mio. zum Jahresende 2018e. Dabei haben wir in unserem Prognosemodell unterstellt, dass die Wandelanleihen durch Fremdkapital ersetzt werden. Durch die von uns erwartete Ertragsentwicklung gehen wir davon aus, dass The Native die Nettoverschuldung bis 2021e auf CHF 10,2 Mio. verringern wird.

### FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2017-21E



Im Jahr 2017 waren die Free Cash-Flow- und Free Cash-Flow-Margen negativ und sollten aus unserer Sicht auch im Jahr 2018e negativ bleiben. Die derzeitige Liquidität des Unternehmens und die erwartete Gewinnthesaurierung sollten nach unserer Einschätzung jedoch ausreichen, um die notwendigen Mittel für den Aufbau der Organisation und die Finanzierung des erwarteten organischen Wachstums bereitzustellen. Bis zum Jahr 2021e erwarten wir eine Free Cashflow-Marge von 2,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Unternehmenswert CHF 12,90 je Aktie – Buy

Wir nehmen die Aktien von The Native mit einem Kursziel von CHF 12,90 je Aktien und einem Buy-Rating in die Research Coverage auf. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von CHF 7,90 entspricht dies einem Kurspotenzial von 63,3%.

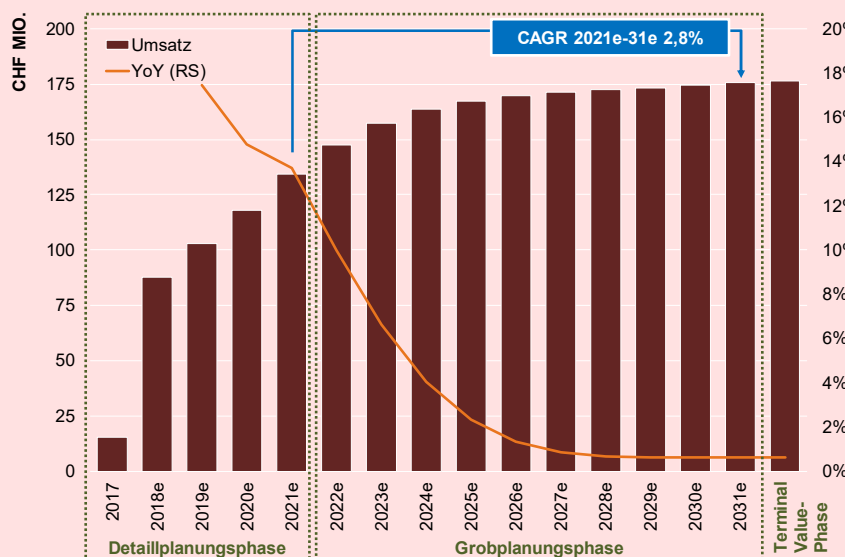
Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals von The Native SA anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Modells (Primärmethode), was angesichts der langfristigen Wachstumsmöglichkeiten der Gesellschaft in beiden Geschäftsbereichen, Software & Services sowie Marketplaces, aus unserer Sicht das geeignete Bewertungsverfahren ist. Aus einer Monte Carlo-Simulation ergeben sich Bear-Case- bzw. Bull-Case-Szenarien von CHF 11,30 bzw. CHF 15,80.

Unsere Unternehmensbewertung basiert auf dem Status quo des Konsolidierungskreises. Eine mögliche mehrheitliche Übernahme der bislang 15%igen Beteiligung an P8H durch das Ausüben der Call-Option für weitere 36% der Aktien wurde derzeit nicht berücksichtigt. Sollte The Native diese Call-Option zum Ende des Monats ausüben, sehen wir zusätzliches Kurspotenzial.

### Unser Hauptbewertungsverfahren für The Native ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von The Native ist aus unserer Sicht nur in geringem Ausmaß kapitalintensiv: Investition in das Sachanlagevermögen sind überschaubar und aus dem Working Capital ergibt sich demgegenüber sogar die Freisetzung von Kapital. Die Finanzierung weiteren Wachstums ist dementsprechend nicht mit hohen Nettoinvestitionen verbunden, woraus sich eine prinzipiell hohe Cash-Conversion-Rate ableiten lässt, zumal The Native aus unserer Sicht im laufenden Geschäftsjahr die Gewinnzone erreichen wird. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist demnach ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von The Native.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2017-31E



Für die Jahre 2018e-21e rechnen wir mit einer Fortsetzung des jüngsten Wachstumstrends und mit einem Anstieg der Erlöse auf CHF 134,2 Mio. (2021e). Nach dem Jahr 2021e haben wir die Grobplanungsphase modelliert, die 2031e endet. Während dieser Phase rechnen wir mit durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten von 2,8% (CAGR 2021e-31e). Für die abschließende Phase des Terminal Value haben wir ein jährliches Umsatzwachstum von 0,6% modelliert, die der risikolosen Verzinsung in der Euro-Zone entspricht.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

In unserem standardisierten dreistufigen DCF-Entity-Modell haben wir detaillierte Schätzungen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und des Cashflow-Statements für die „Detailplanungsphase“ (2018e-21e) verwendet. Dieser Phase hohen Umsatzwachstums folgt eine zweite Phase („Grobplanungsphase“), die 2031e endet und in der wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von

Überblick über unsere Annahmen



2,8% modelliert haben. Unsere Grobplanungsphase endet im Jahr 2031e. Anschließend bestimmen wir den Terminal Value. Im Detail unterstellen wir für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2018e-21e in Höhe von 15,3%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2028e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,8% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins dreißigjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen vor Steuern** (bezogen auf die Bruttoerlöse und ohne Berücksichtigung von Beteiligungserträgen) von 2,6% im Jahr 2021e auf 3,6% im Jahr 2028e (Peak Margins) sukzessive verbessern werden;
- ⑤ dass in der **Terminal Value-Phase** operative Vorsteuerrenditen von 3,0% erzielt werden können;
- ⑤ dass der **Grenzsteuersatz** über den gesamten Prognosezeitraum bei 20,0% liegt, da bei der wichtigsten operativen Tochter, der deutschen asknet AG, die Verlustvorträge nach der mehrheitlichen Übernahme durch The Native nicht länger genutzt werden können;
- ⑤ ein Fundamental-**beta** von 1,3, das wir bei der erst seit kurzem börsennotierten The Native SA in Ermangelung aussagekräftiger Börsenkurse aus nachstehenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableiten:

**TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
<b>Fundamental-beta</b>	<b>1,30</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ Als defizitäres Unternehmen in der Frühphase der unternehmerischen Entwicklung können nur grobe Annahmen über die wahrscheinliche Risikoprämie für die Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten gemacht werden. Aus unserem Credit-Rating-Modell ermitteln wir ein synthetisches Rating von B. Wir haben daher eine aus unserer Sicht konservative Kreditrisikoprämie von 7,0% angesetzt.
- ⑤ Unter Berücksichtigung einer Recovery Rate von 10,0% berechnen wir eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 6,3% pro Jahr.
- ⑤ Wir modellieren einen stetigen Rückgang der Umschlagshäufigkeit des Kapitals, so dass The Native das zukünftige Umsatzwachstum mit geringeren Nettoinvestitionen refinanzieren kann.
- ⑤ Ferner gehen wir davon aus, dass die von The Native die in den Jahren 2018e bis 2021e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichte-



ten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 7,2% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,3 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (dreißigjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 3,8% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 2,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem aktuellen Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Schließlich gehen wir davon aus, dass The Native eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 80%/20% anstrebt;

**TABELLE 2: WACC WÄHREND DER DETAILPLANUNGSPHASE, (2018E-21E)**

<b>Kosten des Eigenkapitals nach CAPM</b>		<b>5,5%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,3
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	3,8%
<b>Small Cap-Prämie</b>	<b>%</b>	<b>2,0%</b>
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	80,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>6,0%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		<b>1,2%</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz (30jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Grenzsteuersatz	%	20,0%
Zielkapitalstruktur	%	6,1%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>20,0%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>7,2%</b>

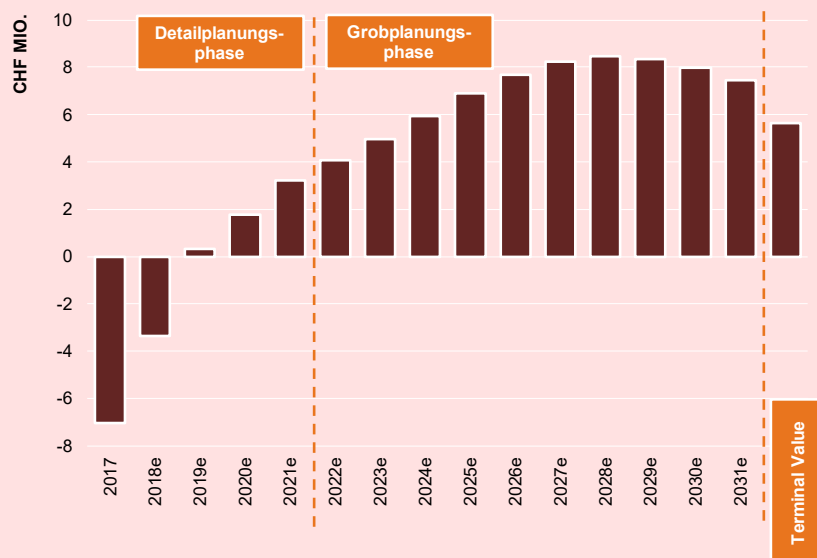
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ☉ Ferner gehen wir davon aus, dass The Native in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 7,2% (2021e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

#### **Dynamische Entwicklung der freien Cashflows**

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2017 bis 2031e. Durch den modellimmanenten Anstieg der Investitionsquote haben wir einen Rückgang der Freien Cashflows in der Phase des Terminal Value modelliert, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes stellt.

ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF), 2017-31E



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2018e bis 2021e haben wir rückläufige Investitionen in Sachanlagen und den Aufbau von Working Capital modelliert, während der anschließenden Grobplanungsphase 2022e-31e dagegen im Wesentlichen nur noch Erhaltungsinvestitionen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von CHF 12,90 je Aktie

Der Enterprise Value der The Native liegt in unserem Modell bei CHF 60,6 Mio. Aus diesem werden etwa 33,5% über den Terminal Value abgeleitet, 1,8% bzw. 64,6% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von CHF 12,90 je Aktie

Da die Berechnung des Enterprise Value auf einer 100%igen Konsolidierung von asknet basiert, müssen die Minderheitsanteile von 48,6% aus dem Konsolidierungskreis abgezogen werden. Darüber hinaus ist auch die Nettoverschuldung in Höhe von CHF 1,5 Mio. (ohne Berücksichtigung der Wandelanleihen) für die Berechnung des Wertes des Eigenkapitals zu berücksichtigen. Per Saldo errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals in Höhe von CHF 56,0 Mio. Basierend auf einer voll verwässerten Anzahl an Aktien entspricht dies bei 4,3 Mio. Aktien einem Wert von CHF 12,90 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Barwert FCFF Detailplanungsphase	CHF Mio.	20,3
in % des Gesamtwertes	%	33,5%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	CHF Mio.	1,1
in % des Gesamtwertes	%	1,8%
Barwert des Terminal Value	CHF Mio.	39,2
in % des Gesamtwertes	%	64,6%
<b>Summe der Barwerte (Enterprise Value)</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>60,6</b>
48,6% an asknet (Marktwert)	CHF Mio.	-3,1
Finanzschulden	CHF Mio.	-9,3
Cash	CHF Mio.	7,9
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>56,0</b>
Anzahl ausstehender Aktien (verwässert)	Mio.	4,3
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>CHF</b>	<b>12,90</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Gegenüber dem letzten Schlusskurs von CHF 7,90 entspricht der von uns ermittelte, fundamentalanalytische Unternehmenswert einem mittelfristigen Kurspotential von 63,3%. Wir nehmen die Aktien von The Native daher mit einem Buy-Rating in unsere Research-Coverage auf.

Auf der Basis unserer Finanzplanungen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von CHF 12,90 je Aktie wäre The Native mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

X	Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	73,0x	15,2x	n/a	n/a	24,8x
EV/Umsatz	0,4x	0,3x	0,3x	0,6x	0,5x	0,4x
EV/EBIT	n/a	40,1x	15,9x	n/a	58,5x	23,6x
KBV	12,4x	10,6x	6,2x	20,2x	17,3x	10,2x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Katalysatoren für die Kursentwicklung

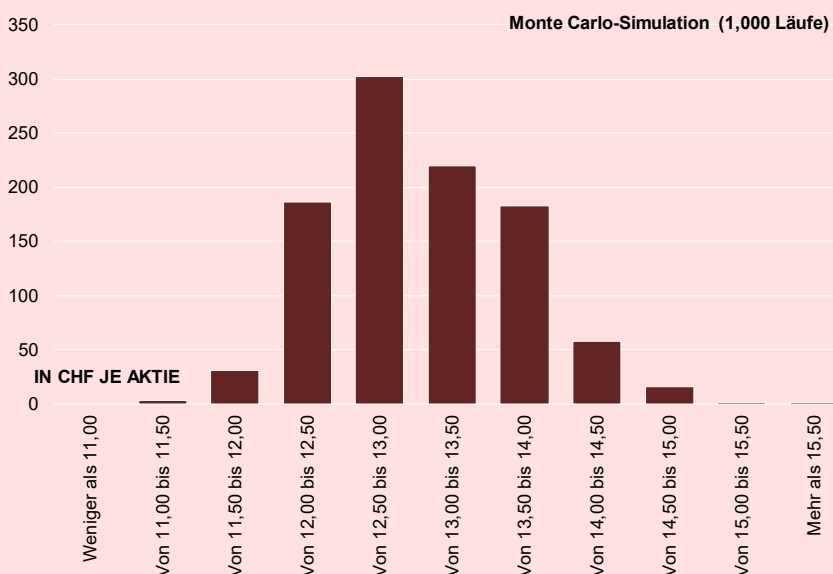
Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von The Native in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über die Ausübung der Call-Option auf 36% der Aktien an P8H, **(2)** eine deutliche Verbesserung der Ertragslage im laufenden Geschäftsjahr, und **(3)** Aussagen über die Bereitschaft des Vorstands zu nachhaltigen Investor Relations-Aktivitäten, etwa durch Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

## Erweiterte Szenarioanalyse einer Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 5 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Werte des Eigenkapitals von unter CHF 11,30 und über CHF 15,80 durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

**ABBILDUNG 3: MONTE CARLO-SIMULATION**



Zu sehen ist eine linkssteiles-rechtsschiefes Histogramm, mit einem Modus zwischen CHF 12,50 und 13,00 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Geschäftsmodell für die Millennials

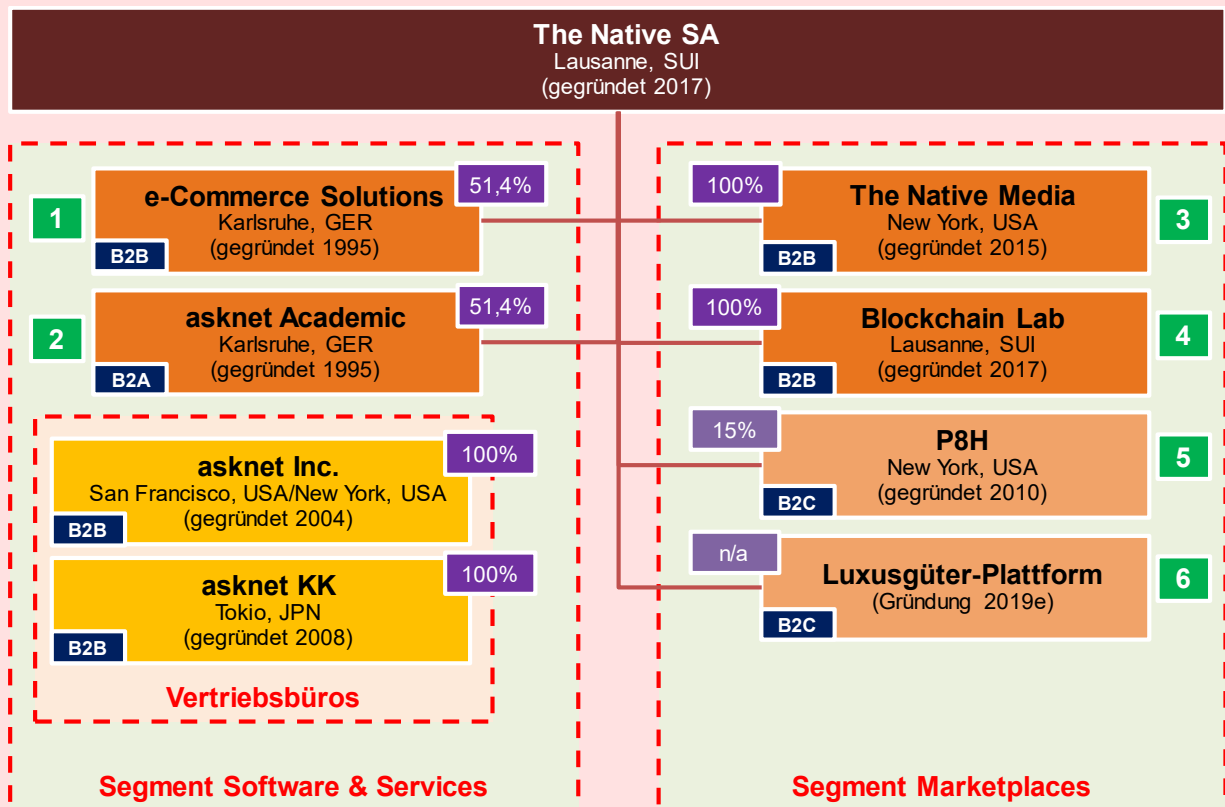
Mit mehr als 90 Mitarbeitern, hauptsächlich in Lausanne (Hauptsitz von The Native), Karlsruhe (Hauptsitz der asknet AG) und New York City (Hauptsitz von P8H), ist The Native eine Beteiligungsholding, die sich auf die Akquisition und das Management von Medien-, E-Commerce- und Technologieunternehmen spezialisiert hat. Derzeit ist The Native in drei Geschäftsbereichen tätig: Im Segment Software & Services ist The Native mit 51% an der deutschen asknet AG beteiligt, einem Anbieter von Dienstleistungen für die Entwicklung und den Betrieb von Online-Shops, die kleine bis mittlere, aber weltweit tätige Softwarehersteller beim Download ihrer Softwareprodukte unterstützt. Im zweiten Segment, den so genannten Marketplaces, hält The Native eine 100%-Beteiligung an der US-amerikanischen Content-Vermarktungstochter The Native Media Inc. und einen Anteil von 15% an P8H, einem weltweit führenden Online-Auktionshaus. Das kombinierte Angebot von Native Media/P8H bedient, (i) das weltweite Wohltätigkeitsgeschäft mit modernen Online-Kapitalbeschaffungstools und digitalem Marketing sowie (ii) den stark wachsenden Markt für neue Sammelkategorien für die Generation der Millennials und junge Konsumenten (inkl. Street-Art, Fotografie, limitierte Editionen von Markenartikeln und seltene Objekte). Schließlich hält The Native eine 100%-Beteiligung an der Blockchain Lab AG, einem Technologieunternehmen mit verschiedenen Projekten im Bereich der kommerziellen Blockchain-Technologie und einem Fokus auf nicht-finanzielle alternative Investmentideen.

### Beteiligungsholding mit Fokus auf online-Geschäftsmodelle

The Native ist eine Medien- und Technologie-Holding mit Fokus auf den E-Commerce-Bereich und andere online-basierte Geschäftsmodelle. Gegründet im November 2017 durch die mehrheitliche Übernahme und Integration bereits werthaltiger Unternehmensbeteiligungen aus dem E-Commerce-Umfeld beschäftigt das Unternehmen in verschiedenen Tochtergesellschaften zurzeit mehr als 90 Mitarbeiter vor allem in Lausanne (Headquarter), Karlsruhe und New York. Für das laufende Jahr rechnen wir mit Erlösen von CHF 87,6 Mio. (2018e).

Beteiligungsholding mit Fokus auf die Millennials

ABBILDUNG 4: ORGANIGRAMM (STAND 05/2018)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

1

## e-Commerce Solutions

Über die von der 51,4%igen und ebenfalls börsennotierten Tochtergesellschaft asknet angebotenen Produkte und Dienstleistungen wird es Softwareproduzenten ermöglicht, ihre Produkte und Updates weltweit über das Internet zu vertreiben. Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration des Online-Shops in den Webaufritt der Softwarehersteller fällt es den Käufern der jeweiligen Softwareprodukte in der Regel nicht unmittelbar auf, dass sie sich nicht mehr auf der ursprünglichen Website der Softwarehersteller befinden, sondern auf eine von asknet betriebene Webpage weitergeleitet wurden. Systembrüche treten bei den von asknet angebotenen Lösungen nicht auf. So unterstützt asknet nicht nur verschiedene Währungen und Sprachen, sondern auch mehr als 40 verschiedene Zahlungsmethoden. Nach der Einrichtung der Website übernimmt asknet die Abwicklung der im Online-Shop getätigten Softwareverkäufe. Dies beinhaltet unter anderem die Eingabe der Produktauswahl des Kunden in einen virtuellen Warenkorb, die Abwicklung der Zahlung und das Herunterladen der Software.

**Geschäftsmodell:** Konzeption, Errichtung und Betrieb von Shops zum Download der von Softwareunternehmen hergestellten Produkte

2

## Asknet Academic

Im Bereich Asknet Academic, der ebenfalls von der 51,4%igen Beteiligung asknet betrieben wird, werden zentrale Informations-, Beschaffungs- und Verteilungsportale für Universitäten, Hochschulen und Forschungseinrichtungen eingerichtet. Typische Nutzer der asknet-Produkte sind in der Regel professionelle (Groß-)Kunden aus Forschung und Lehre. Über diese zentralen Intranet-Portale können die User der Kunden Softwareprodukte erwerben, für die sie zuvor freigeschaltet und berechtigt wurden – und zwar zu meist günstigeren Konditionen als im Stand-Alone-Betrieb. asknet ist in diesem Geschäftsbereich bislang ausschließlich im deutschsprachigen Raum tätig, ist hier jedoch, anders als im Fall der e-Commerce-Solutions klarer Marktführer. Eine Ausweitung des Footprints wird derzeit im Unternehmen diskutiert.

**Geschäftsmodell:** Erstellung und Betrieb zentraler Informations-, Beschaffungs- und Verteilungsportale für Universitäten, Hochschulen und Forschungseinrichtungen

3

## The Native Media

The Native Media ist eine digital basierte Content- und Marketing-Agentur mit Niederlassungen in den USA und Polen, die sich auf integrierte Marketinglösungen für Kunden aus der Unterhaltungs-, Sport-, Luxus- und Medienbranche spezialisiert hat. Das Angebot von The Native Media umfasst sowohl die Technologie als auch Art Direction und Content-Produktion, mit dem Ziel ansprechende Online-Erlebnisse zu schaffen, die das Markenimage der Kunden verbessern und Wachstum und Umsatz bei digital orientierten Zielgruppen steigern.

**Geschäftsmodell:** Digital basierte Content- und Marketing-Agentur

Typische Beispiele für die Arbeit von The Native Media sind The Eurovision Fanhouse, eine Content-, Spiele-, Video- und Merchandising-Plattform für Fans des Eurovision Song Contest, und die P8H Content Marketing & Sponsorships, für die The Native Media das digitale Marketing, Markenpartnerschaften und Sponsorenverkäufe vorantreibt. Das kombinierte Angebot von Native Media/P8H ist darauf spezialisiert, (i) das weltweite Wohltätigkeitsgeschäft mit modernen Online-Kapitalbeschaffungstools und digitalem Marketing zu bedienen und (ii) den stark wachsenden Marktplatz für neue Sammelkategorien zu managen, die sich an die Generation der Millennials und junge Konsumenten richten (einschließlich Street Art, Fotografie, limitierte Editionen von Markenartikeln und seltene Objekte).

4

## Native Blockchain Lab

Die 100%ige Tochtergesellschaft The Native Blockchain Lab ist ein noch in der Frühphase befindliches Unternehmen mit verschiedenen laufenden Projekten in kommerziellen Anwendungen wie Blockchain, Machine Learning und anderen innovativen Technologien. Bislang ist Blockchain Lab. als interne Entwicklungsabteilung tätig, mittelfristig sollen Anwendungen auch externen Dritten angeboten werden.

**Geschäftsmodell:** Erstellung von Blockchain-Projekten

5

## P8H

Die bislang 15%ige Tochtergesellschaft P8H (vormals bekannt als Paddle8) ist ein Online-Auktionshaus, das sich auf Kunst, bevorzugt zeitgenössische Kunst, Drucke, Fotografien, Street-Art, Schmuck, Uhren und Sammlerstücke spezialisiert hat. Der durchschnittliche Verkaufspreis der Auktionsgegenstände liegt Angaben gemäß zwischen USD 1.000 und USD 100.000. Mit Büros in New York (Headquarter), Los Angeles, London und Hong Kong wurden im vergangenen Jahr Angaben gemäß Kunstgegenstände im Gesamtwert von USD 200 Mio. verkauft.

**Geschäftsmodell:** Betrieb eines Online-Auktionshauses

### Option, die Minderheitsbeteiligung in Mehrheitsbeteiligung auszubauen

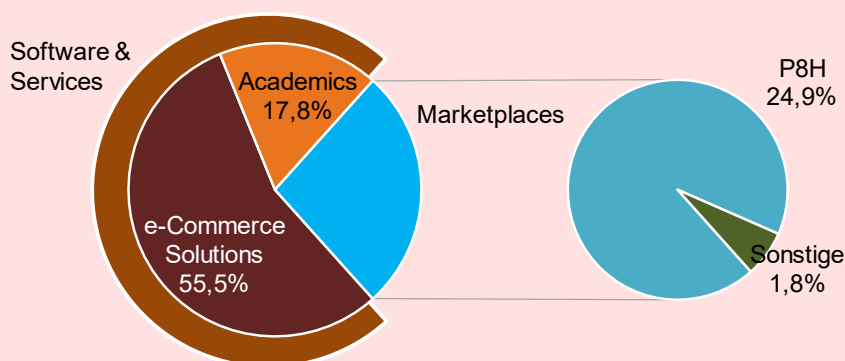
Übernommen wurde der 15%ige Anteil zum Jahresende 2017. Als Kaufpreis wurden CHF 8,5 Mio. angegeben, was einem Equity Value für 100% der Anteile von CHF 56,7 Mio. entspricht. Ebenfalls erworben wurde eine Call-Option (ausübbar bis zum 31.05.2018) zum Erwerb von weiteren 5,5 Mio. Stück Aktien (36,0%), was The Native die 51%ige Mehrheit der Anteile und einen Stimmanteil von 75% sichern und damit eine Vollkonsolidierung von P8H ermöglichen würde. Als Kaufpreis für diesen Anteil wurden CHF 24,5 Mio. vereinbart (Equity Value CHF 68,1 Mio.). Wir gehen davon aus, dass The Native diese Option in den kommenden Wochen ziehen wird.

5

## Luxusgüter-Plattform

The Native hat in einer Pressemeldung angekündigt, mittelfristig eine Luxusgüter-Plattform zu aufzubauen. Nähere Details zum Geschäftsmodell, Unternehmensgröße oder Profitabilität wurden bislang nicht bekannt gegeben.

**ABBILDUNG 5: UMSATZ NACH GESCHÄFTSBEREICHEN BEI VOLLKONSOLIDIERUNG VON P8H, 2018E\***



Sollte The Native die Call Option für die zusätzlichen Anteile an P8H ziehen, werden im laufenden Jahr nach unserer Einschätzung 73,3% der Erlöse im Bereich Software & Services erwirtschaftet, die verbleibenden 23,7% im Bereich Marketplaces.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

\*bei vollständiger Konsolidierung von P8H

### Übersicht über Kapitalanteile und Stimmrechte

Zusammengefasst hält The Native Beteiligungen an den folgenden Gesellschaften:

**TABELLE 5: ÜBERBLICK ÜBER DIE BETEILIGUNGEN VON THE NATIVE**

		Kapital	Anteile am Kapital	Stimmrechte
asknet AG	EUR	560.370	51,37%	51,37%
P8H Inc.	USD	152	15,00%	22,30%
Blockchain Lab SA	CHF	100.000	100,00%	100,00%
The Native Media Inc.	USD	80	100,00%	100,00%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

**Bislang wird der wesentliche Teil des Geschäftsvolumens von The Native von der 51,4%igen Tochtergesellschaft asknet AG durchgeführt. asknet wiederum ist in zwei Geschäftsbereiche untergliedert: Kerngeschäft des Geschäftsbereichs e-Commerce Solutions ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops, mit deren Hilfe der Download von Software für kleine bis mittlere, jedoch in der Regel global tätige Softwarehersteller ermöglicht wird. Der Geschäftsbereich Academic entwickelt und betreibt Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen, über die berechtigte User Softwareprodukte erwerben können.**

## **Erstellung und Betrieb von Online-Shops für Softwarehersteller**

e-Commerce Solutions übernimmt im Auftrag von Softwareentwicklern den weltweiten Vertrieb derer Produkte über das Internet. Dabei werden zunächst die Legacy-Datenbanken des Softwareentwicklers mit einem standardisierten Front-End verbunden. Zwar basiert die Einbindung des Front-Ends in die Systemumgebung der Kunden auf standardisierten Programmen, der einzelne Softwarekäufer blickt jedoch auf einen individualisierten Online-Shop, der sich für ihn nahtlos in die Corporate Identity des Softwareherstellers und die jeweiligen, regionaltypischen Gegebenheiten eingliedert (gleiches „Look and Feel“). Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration des Onlineshops fällt es dem Käufer nicht auf, dass er sich nicht mehr auf der Website des Softwareherstellers befindet, sondern auf einer von asknet gehosteten.

e-Commerce Solutions erstellt Shops in mehr als 30 Währungen und Sprachen, darunter deutsch, englisch, französisch, italienisch, spanisch, portugiesisch, niederländisch, russisch, japanisch und chinesisch (Mandarin)

## **Abwicklung der Softwareverkäufe auf eigene Rechnung**

Neben der Erstellung der Shops und deren Integration in die Website der Softwarehersteller, bietet der Bereich e-Commerce die Abwicklung sämtlicher im Onlineshop getätigten Softwareverkäufe. Diese werden von asknet auf eigenen Servern, im eigenen Namen und auf eigene Rechnung betrieben. Im Detail umfassen die Dienstleistungen die Erfassung der Produktauswahl der Käufer in einem virtuellen Warenkorb, Order-Management und -Fulfilment wie das Warehousing, Exportkontrolle, Steuer-Compliance, Betrugsmanagement, die Zahlungsabwicklung und den Download der Software, gegebenenfalls die Herstellung von CDs und DVDs, Druck- und Verpackungsdienstleistungen, Kundenservice, den Versand und das Retouren-Management. Die Zahlungsabwicklung erfolgt schließlich über spezialisierte Payment Provider, die die Schnittstelle zu Kreditkartenunternehmen und Banken bilden und im Namen von asknet die Kaufpreise vereinnahmen. Dabei unterstützt asknet nicht nur unterschiedliche Währungen und Sprachen, sondern auch mehr als 40 verschiedene Zahlungsmethoden, wie beispielsweise Kreditkarten, Lastschriften und vergleichbare Direct Debit-Verfahren im Ausland, Online-Überweisungen, Vorkasse, Zahlung per Rechnung oder per Nachnahme sowie Zahlung gegen elektronisches Cybergeld.

Angaben gemäß werden derzeit rund 1,4 Mio. Transaktionen pro Jahr über von asknet betriebenen Shops abgewickelt.

Darüber hinaus werden auch Abonnenten-Management, Online- und Affiliate-Marketing sowie die Optimierung der Websites und Website-Analytics angeboten.

## **Win-Win-Situation für den Softwareentwickler und den Softwarekäufer**

- ⑤ Für die Kunden, typischerweise kleine und mittelständische Softwareentwickler, ergeben sich Vorteile vor allem in der Erweiterung der Wertschöpfungskette um die Online-Komponente, dem Umgehen des stationären Vertriebskanals und den dadurch ermöglichten Margenverbesserungen sowie in der von asknet garantierten Skalierbarkeit der Shops, in Kostenvorteilen aus dem Shop-Betrieb und einer deutlich verbesserten Kundenbindung. Weitere Vorteile ergeben sich aus der Beibehaltung des Markenauftritts, im Compliance-Bereich, in Produktverkäufen in über 190 Ländern sowie der Währungstransformation aus 30 Währungen in die jeweilige Wunschwährung.
- ⑤ Für den Endkäufer entfallen durch den Online-Kauf die mit einem Erwerb und der Auslieferung der Software verbundenen (Reise-, Verpackungs- und Porto-) Kosten sowie Wartezeiten, die bei einem Softwareerwerb im stationären Handel anfallen würden.

Die Kunden von asknet bieten ihre Software in mehr als 190 Ländern an.

## **Angebot von Zusatz- und Marketingdienstleistungen**

Über den Software-Download hinaus bietet der Bereich e-Commerce den Kunden eine breite Palette nachgelagerter Dienstleistungen an:

- ⑤ **Implementierung eines Verwaltungsmoduls** (asknet Shop Cockpit ASC): Der Kunde erhält die Möglichkeit, selbst kleinere Änderungen in seinem Onlineshop vorzunehmen. Insbesondere die Eingabe neuer Produktdaten und Preisanpassungen sind für den Hersteller damit möglich.



- ⑤ **Extended Download Service:** Ebenfalls angeboten wird die Option, die gekaufte Software zu einem späteren Zeitpunkt erneut herunterzuladen („Extended Download Service“), oder neben der elektronischen Datenübertragung eine Backup-CD zu ordern, etwa im Falle eines Hardware-Schadens beim Käufer.
- ⑤ **Mehrsprachiger Kundenservice** per Telefon, Fax oder per E-Mail, 24/7 über Nordamerika, Europa und Asien.
- ⑤ **Bundling:** Im Onlineshop können Produkte zu Paketen zusammengestellt werden, die dann zu einem vergünstigten Paketpreis angeboten werden.
- ⑤ **Cross-Selling:** Entscheidet sich der Endkäufer für eine Software, werden ihm automatisch weitere komplementäre Produkte – eventuell zu einem vergünstigten Preis – angeboten.
- ⑤ **Website-Integration:** Integration von Komplementärprodukten anderer Softwarehersteller auf einem Onlineshop.
- ⑤ **Internet-Werbebanner:** Platzierung von Werbebanner auf der Benutzeroberfläche der Shop-Kunden.
- ⑤ **Search Engine Optimization (SEO):** Gesamtheit aller Maßnahmen, mit denen Webseiten in den organischen Suchergebnissen von Suchmaschinen auf höheren Plätzen rangieren.
- ⑤ **Benchmark-Informationen:** Softwarehersteller erhalten anonymisierte Vergleichsdaten zu Verkaufszahlen anderer Onlineshops.

### **Win-Win-Win: Vorteile des Outsourcings für alle beteiligten Parteien**

Der Betrieb von Onlineshops erfordert spezielle Kenntnisse wie Web Commerce Hosting, Order Management, Betrugsprävention (Fraud-Screening), Controlling und Reporting, die digitale und gegebenenfalls physische Auslieferung der Produkte, E-Marketing und spezielle Kundendienstleistungen wie Hotlines. Vor allem die technische Abbildung verschiedener Zahlungsmethoden und Währungen sowie die länderspezifische Behandlung der Umsatzsteuer sehen wir als starke Gründe dafür an, dass Softwarehersteller Lösungen für den Software-Download an asknet übertragen.

Es ist eine klare Win-Win-Win-Situation für die Softwareanbieter, die Käufer der Softwareprodukte und für asknet.

### **Tendenziell langfristige Kundenbeziehungen**

Kunden im Bereich e-Commerce sind in der Regel global tätige, kleine und mittelständische Softwareentwickler. Namhafte Kunden sind

- ⑤ **Abbyy**, ein führender Anbieter von Technologien für Dokumentenerkennung, Data Capture und Linguistik,
- ⑤ **GMAC**, die Vereinigung von Business Schools für Graduierte und Organisator des renommierten GMAT-Examens,
- ⑤ **CyberLink**, ein taiwanesischer Hersteller für Wiedergabe-Software für digitale Medien (Blu-ray Discs), hochauflösende Videos, DVDs, VCDs,
- ⑤ **Steinberg**, Anbieter von professioneller Software für Musiker und Musikproduzenten.

Die Kundenbeziehungen sind tendenziell langfristig, wenngleich asknet in den vergangenen Jahren auch Kunden verloren hat, darunter durch Abwerbungen von Wettbewerbern, durch Fusionen der Kunden aber auch durch die gezielte Beendigung der Kundenbeziehung seitens asknet aufgrund deren zu geringen Profitabilität. Ungeachtet dessen können aus unserer Sicht große Teile der E-Commerce-Umsätze als wiederkehrend bezeichnet werden.

### **Erlösmodell im Bereich e-Commerce Solutions**

Das Geschäftsmodell im Bereich e-Commerce Solutions besteht aus zwei Komponenten:

- ⑤ Für den laufenden Betrieb eines Shops erhält asknet eine **prozentuale Beteiligung an den Bruttoerlösen**, die durch den Vertrieb der jeweiligen Software oder durch Softwareaktualisierungen über den Onlineshop erzielt werden. In der Praxis sind die prozentualen Beteiligungsmodelle nach der Höhe des Jahresumsatzes gestaffelt. Der wirtschaftliche Erfolg von asknet ist damit unmittelbar mit den Absatzzahlen der Kunden verbunden.

Upstream-Integration ist zwar möglich, aber es gibt immer einen Anreiz für das Outsourcing von Download-Diensten.

- ⑤ Darüber hinaus erhält asknet gesondert Beträge aus Value Added Services etwa für die Transformation exotischer Währungen in die Wunschwährung oder für den Extended Download Service.

### Wettbewerbles Umfeld

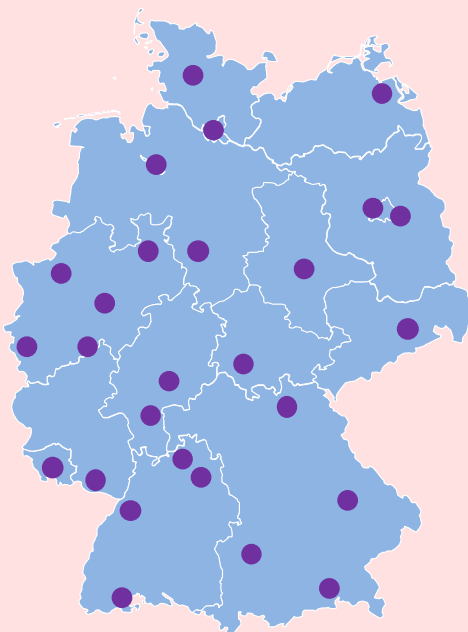
Weltweit teilen sich wenige Unternehmen den globalen Outsourcing-Markt für Software-Download untereinander auf. Ursächlich für die relativ niedrige Anzahl von Mitbewerbern sind hohe Markteintrittsbarrieren vor dem Hintergrund der geforderten Querschnittskompetenz aus IT, Internet, Logistik, Vertrieb, Marketing, Hosting und Kundenservice. Überdies wird spezialisiertes Know-how in Fragen weltweiter Bezahlverfahren und Steuerberechnungsmodelle sowie im Bereich der Sicherheit von Kundendaten, Zahlungsdaten und Downloads gefordert. Schließlich sind auch langfristig ausgelegte Kundenbeziehungen wesentlich.

Am Markt trifft asknet auf folgende Wettbewerber:

- ⑤ Unumstrittener Marktführer und Erfinder des Geschäftsmodells „Outsourcing des Downloads von Software“ ist das 1994 gegründete US-amerikanische Unternehmen Digital River.
- ⑤ Dahinter rangieren breit aufgestellte Outsourcing-Dienstleister wie GSI Commerce oder die Bertelsmann-Tochter Arvato, die ihren Kunden auch die Erstellung und den Betrieb von Internet-Shops anbieten.
- ⑤ Daneben gibt es verschiedene Spezialanbieter, die eine vergleichbare Größe und Kundenzahl haben wie asknet. Hierzu zählen die niederländisch-rumänische Avangate, die niederländische ESDNOW und die deutsche Cleverbridge.

**Zweiter Bereich von asknet ist Asknet Academic. Dieser erstellt zentrale Informations-, Beschaffungs- und Verteilungsportale für Universitäten, Hochschulen und Forschungseinrichtungen. Die zentralen Intranet-Portale versetzen berechnete User in die Lage, Soft- und Hardwareprodukte zu erwerben, und zwar zu meist günstigeren Konditionen als im stand-alone-Fall. Im Gegensatz zu e-Commerce Solutions ist Asknet Academic ausschließlich im deutschsprachigen Raum tätig. Ebenfalls im Gegensatz zu e-Commerce Solutions sind typische Nutzer keine Einzelkunden, sondern professionelle (Groß-)Kunden aus Forschung und Lehre.**

**ABBILDUNG 6: ASKNET ACADEMIC-BESCHAFFUNGSPORTALE IN DER DACH-REGION**



Aktuell hat asknet Angaben gemäß Geschäftsbeziehungen zu mehr als 80% der deutschen Hochschulen und Forschungseinrichtungen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## **Führendes Beschaffungsportal deutscher Universitäten**

Während der Geschäftsbereich e-Commerce Solutions privaten Nutzern den Download einer spezifischen Software von der Website eines bestimmten Softwareherstellers ermöglicht, steht im Geschäftsbereich Asknet Academic die Beschaffung unterschiedlicher Soft- und Hardwareprodukte durch einen einzelnen Großkunden im Mittelpunkt. Hierfür erstellt asknet für Unternehmen, wissenschaftliche Einrichtungen und öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaften so genannte Beschaffungsportale, die – ähnlich wie im Bereich e-Commerce Solutions – nahtlos verknüpft werden: Allerdings nicht mehr mit der Website des Softwareherstellers, sondern mit dem Intranet des Einkäufers.

## **Win-Win-Win: Vorteile eines zentralen Beschaffungsportals**

Nutzer, denen Zugriff auf diese Beschaffungsportale gewährt wird, haben dann die Möglichkeit, Soft- und Hardware effizient zu beziehen, zu verteilen und abzurechnen. Bei Software-Produkten müssen dabei nicht mehr für jeden einzelnen PC entsprechende Lizenzen erworben werden, sondern die Universitäten entrichten statt dessen Lizenzgebühren in Abhängigkeit von der Anzahl der Beschäftigten, die damit die lizenzierte Desktop-Software auf beliebigen Rechnern und Geräten der Hochschulen sowie zum Arbeiten auf ihren privaten Computern nutzen können. Überdies bieten die mit asknet, auf Hochschul- oder Landesebene abgeschlossenen Volumenlizenzverträge den Hochschulen einheitliche Konditionen an, wodurch das Lizenzmanagement erleichtert und ein höheres Maß an Standardisierung ermöglicht wird. Die Einsparpotenziale bei Beschaffungszeit und -kosten sind damit erheblich.

## **Klare Marktführerschaft in Deutschland**

Der Geschäftsbereich Asknet Academic ist ausschließlich im deutschsprachigen Raum präsent und hat mit mehr als 70 Universitäten und Hochschulen klar die Marktführerschaft inne. Der Wettbewerb besteht

- ⑤ im Bereich des elektronischen Softwarevertriebs an Verbraucher, Unternehmen bzw. Behörden und bei der Bereitstellung von Software-Beschaffungsportalen aus IT-Dienstleistern wie die ebenfalls börsennotierten Bechtle oder Cancom;
- ⑤ im Betrieb von Händlerportalen vor allem aus zahlreichen kleineren Anbietern.

## **Erlösmodell im Bereich Asknet Academic**

Wie der Bereich e-Commerce Solutions erhält auch der Bereich Academic vornehmlich eine prozentuale Beteiligung an den Bruttoerlösen, die durch den Vertrieb der Software über den Onlineshop erzielt werden. Darüber hinaus erhält asknet in zunehmendem Umfang Nutzungsgebühren der Portale.

Im Vergleich zum Geschäftsbereich eCommerce Solutions fällt die Wettbewerbsintensität im Bereich Academics deutlich niedriger aus.

Die 100%ige Tochtergesellschaft The Native Media Inc. ist eine digitale Content- und Marketing-Agentur, die sich auf integrierte Marketinglösungen für Kunden in der Unterhaltungs-, Sport-, Luxus- und Medienbranche spezialisiert hat. Das Angebot von The Native Media umfasst sowohl die Technologie als auch Art Direction und Content-Produktion, mit dem Ziel ansprechende Online-Erlebnisse zu schaffen, die das Markenimage der Kunden verbessern und Wachstum und Umsatz bei digital orientierten Zielgruppen steigern. Insofern sehen wir durchaus Synergieeffekte und Schnittstellen zum Bereich e-Commerce Solutions.

## Content- und Marketing-Agentur

Mit Sitz in Lausanne ist The Native Media eine digital basierte Content- und Marketing-Agentur mit Niederlassungen in den USA und Polen, die sich auf integrierte Marketinglösungen für Kunden aus der Unterhaltungs-, Sport-, Luxus- und Medienbranche spezialisiert hat. Das Angebot von The Native Media umfasst sowohl die Technologie als auch Art Direction und Content-Produktion, mit dem Ziel ansprechende Online-Erlebnisse zu schaffen, die das Markenimage der Kunden verbessern und Wachstum und Umsatz bei digital orientierten Zielgruppen steigern.

Beispiele der Arbeit von The Native Media sind

- ⑤ **The Eurovision Fanhouse**, eine Inhalte-, Spiele-, Video- und Merchandising-Plattform für die Fans des Eurovision Song Contest; hier ist The Native Media für die E-Commerce-Strategie, den Markenauftritt und die Content-Produktion verantwortlich;
- ⑤ **P8H Content Marketing & Sponsorships**, für die The Native Media das digitale Marketing, Markenpartnerschaften und Sponsorenverkäufe vorantreibt;
- ⑤ **Bang & Olufsen**, für die The Native Media Videos und eine Social Media-Kampagne durchgeführt hat;
- ⑤ **Genoa Cricket and Football Club**, für die The Native Media die Digitalisierung und Internationalisierung des Markennamens vorantreibt.

Die 100%ige Tochtergesellschaft The Native Blockchain Lab ist ein in der Frühphase befindliches Unternehmen mit verschiedenen laufenden Projekten in kommerziellen Anwendungen wie Blockchain, Machine Learning und anderen innovativen Technologien. Nach Angaben des Unternehmens hat Native Blockchain Lab mehrere laufende Projekte in kommerziellen Anwendungen wie z.B. Blockchain, maschinelles Lernen und andere innovative Technologien.

## Transfer der Blockchain-Technologie

Die 100%ige Tochtergesellschaft The Native Blockchain Lab ist ein in der Frühphase befindliches Unternehmen mit mehreren laufenden Projekten in kommerziellen Anwendungen wie Blockchain, Machine Learning und anderen innovativen Technologien. Diese Projekte werden innerhalb des Bereiches entwickelt und zur Marktreife gebracht, mit der Option diese zukünftig in eigene Unternehmensbereiche auszugliedern oder an Dritte zu verkaufen.

## Aufbau einer Weinhandelsplattform

Nachdem mit dem portugiesischen Finanzdienstleistungsunternehmen DIF und dem in London ansässigen Technologieunternehmen für Handelsinfrastrukturen Braveno eine strategische Partnerschaft eingegangen wurde, wird The Blockchain Lab. eine Weinhandelsplattform für seltene Weine entwickeln.

## Digitaler Pass für Kunst und Sammlerstücke

In Zusammenarbeit mit P8H hat The Blockchain Lab einen „digitalen Pass“ für Kunst und Sammlerstücke entwickelt, den P8Pass. Als kryptografisch abgesichertes "Gütesiegel", das nur im Zuge eines klar definierten, von den Netzwerkteilnehmern akzeptierten Verifizierungsprozess erteilt wird, enthält der P8Pass die universelle ID des jeweiligen Objekts, dessen allgemeine Beschreibung, eine Bildbibliothek und den bisherigen Transaktionsverlauf. Auf diese Weise wird eine Überprüfung der Originalität und ein Schutz vor möglichen Kopien ermöglicht.

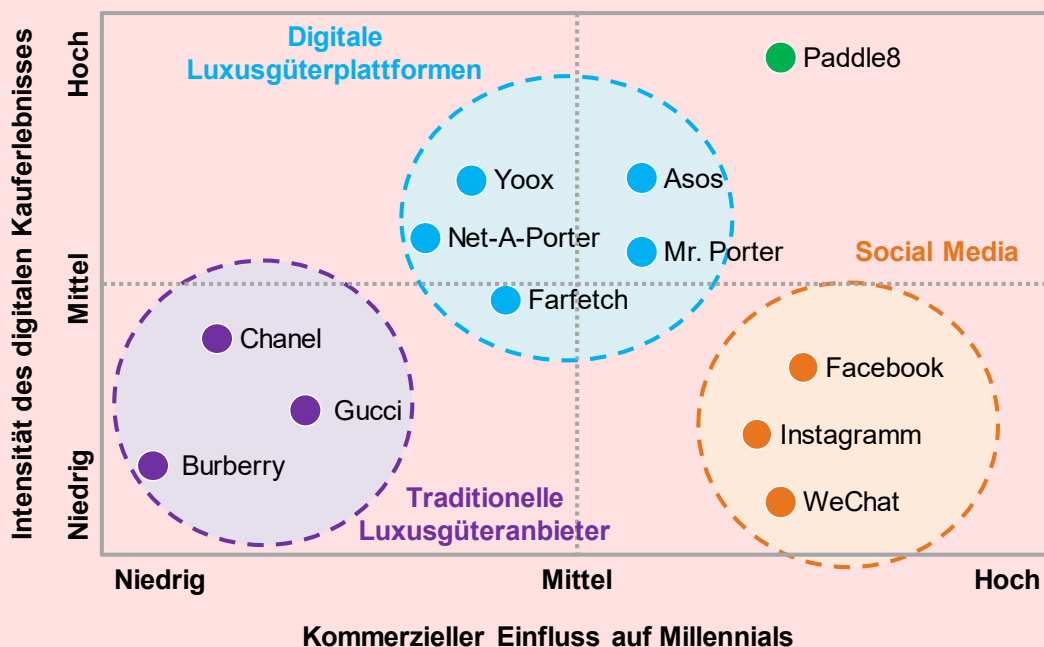
Die 15%ige Tochtergesellschaft P8H ist ein Online-Auktionshaus, das sich auf Kunst, insbesondere zeitgenössische Kunst, Drucke, Fotografien, Street-Art, Schmuck, Uhren und Sammlerstücke fokussiert hat. Der durchschnittliche Verkaufspreis liegt Angaben gemäß zwischen USD 1.000 und USD 100.000. Mit Sitz in New York und Büros in Los Angeles, London und Hong Kong wurden im vergangenen Jahr Angaben gemäß Kunstgegenstände im Gesamtwert von USD 200 Mio. verkauft.

### Online-Auktionshaus mit starkem Wachstum

Die bislang 15%ige Tochtergesellschaft P8H ist ein Online-Auktionshaus, das sich auf Kunst, insbesondere zeitgenössische Kunst, Drucke, Fotografien, Street-Art, Schmuck, Uhren und Sammlerstücke fokussiert hat. Der durchschnittliche Verkaufspreis der Auktionsgegenstände liegt Angaben gemäß zwischen USD 1.000 und USD 100.000. Mit Sitz in New York und Büros in Los Angeles, London und Hong Kong wurden im vergangenen Jahr Kunstgegenstände im Gesamtwert von USD 200 Mio. verkauft.

Neben dem Auktionsgeschäft, von The Native als „for profit“ bezeichnet, ist P8H auch als Service- und Technologie-Provider für Dritte tätig („not for profit“).

ABBILDUNG 7: WETTBEWERBLICHE POSITIONIERUNG



QUELLE: SPHENE CAPITAL

### Erhebliche Synergieeffekte mit asknet

Zwischen P8H und asknet können aus unserer Sicht mittelfristig erhebliche Synergieeffekte genutzt werden. So ist vorgesehen, die Curated und Benefit Auctions auf die Merchant of Record-Lösung von asknet umzustellen. Dadurch entfällt für P8H unter anderem die Eröffnung von Händlerkonten, die Einrichtung von Zahlungs-Gateways, die Verwaltung von Verträgen mit globalen Zahlungsdienstleistern, die Implementierung von Sicherheitsstandards für den Schutz von Kontodaten und die Sicherstellung der Einhaltung von globalen Steuervorschriften.

### Unternehmen mit schwieriger Vergangenheit

Gegründet 2010 fusionierte Paddle8 im Mai 2016 mit dem deutschen Wettbewerber Auctionata. Mit 800.000 Nutzern zählte die dadurch entstandene Auctionata Paddle8 AG zu den zehn größten Auktionshäusern der Welt (außerhalb Chinas). Anfang 2017 wurde eine vorläufige Insolvenzverwaltung über das Vermögen der Gesellschaft angeordnet und dieser ein allgemeines Verfügungsverbot auferlegt, nachdem Berichte des Wirtschaftsprüfers KPMG aus den Jahren 2013 und 2014 veröffentlicht worden waren, welcher Auctionata bzw. seinen Gründen unter ande-

rem vorwarf, bei eigenen Auktionen mitgeboten zu haben. Ein solches Verhalten ist laut Deutscher Gewerbeordnung ausdrücklich verboten. Im März 2017 erfolgte die Insolvenz von Auctionata Paddle8.

Anfang 2017 führten die Gründer, Alexander Gilkes und Osman Khan, einen Management-Buyout der Vermögenswerte von Paddle8 aus dem Auctionata-Verwaltungsprozess und, nach einer Stabilisierung des Geschäfts, die Transaktion mit The Native Ende 2017 durch.

## Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von The Native basiert auf zwei Säulen: Erstens einer Buy-and-Build-Strategie mit Fokus auf digital basierte Geschäftsmodelle, um die Wachstumschancen in diesen Märkten zu nutzen, sowie zweitens die sich bietenden Synergieeffekte im Rahmen der Holdingstruktur auszuschöpfen.

### Buy-and-Build-Strategie mit Fokus auf Mehrheitsbeteiligungen

Abgesehen von The Native Media und dem Blockchain Lab wurde das Unternehmen bislang durch Übernahmen aufgebaut. Auch zukünftig sollen weitere Übernahmen durchgeführt werden. Dabei werden Angaben gemäß grundsätzlich Mehrheitsbeteiligungen angestrebt.

**Erstens:** Buy-and-Build-Strategie im Bereich digital basierter Geschäftsmodelle

### Nutzung von Synergieeffekten

The Native ist eine Beteiligungsgesellschaft, die eine Buy-and-Build-Strategie verfolgt. Im Zentrum der Beteiligungsstrategie stehen dynamisch wachsende Geschäftsmodelle aus dem digitalen Umfeld, die zueinander Schnittstellen aufweisen. Insofern ist die Hebung von Synergieeffekten für The Native von erheblicher Bedeutung. Nachdem in den vergangenen beiden Jahren insgesamt vier Beteiligungen eingegangen wurden, ist es das strategische Ziel der Unternehmensführung, die Wachstumsraten der Beteiligungen in den kommenden Jahren nochmals zu erhöhen.

**Zweitens:** Beschleunigung des organischen Wachstums und Ausbau der Marktanteile durch Stärkung der Vertriebsaktivitäten und Fokussierung der Geschäftsaktivitäten

Eine beschleunigte Marktdurchdringung ist nach unserer Einschätzung in einem wettbewerbsintensiven Umfeld auch erforderlich, zumal von The Native nach unserer Einschätzung erhebliche organisatorische Skaleneffekte genutzt werden können.

Dabei sieht sich The Native durchaus als „aktivistischer Investor“, der die Beteiligungen nach seinen Vorstellungen umgestaltet. So wurde

- ⑤ der Bereich e-Commerce Solutions von asknet in das Content-Marketing-Know-how von The Native integriert, was deren Vertriebsaktivitäten signifikant verbesserte und in kurzer Zeit zur Gewinnung von bislang sechs Neukunden führte;
- ⑤ die Vertriebsmannschaft von asknet Academic in den Schlüsselprodukten IBM und Ansys mit neuen Mitarbeitern verstärkt, was einen Ausbau der Marktanteile zur Folge haben soll;
- ⑤ das Geschäftsmodell von P8H nach der Übernahme grundlegend überarbeitet: Zukünftig soll der Schwerpunkt auf das Online Charity-Produkt gelegt werden, in dem die Blockchain-Technologie des Blockchain Labs mit den Content Marketing-Aktivitäten von The Native und dem Merchant of Record-Geschäftsmodell von asknet kombiniert werden.



## Unternehmensgeschichte und Management

Formell wurde The Native SA (The Native) im Jahr 2017 durch die Übernahme eines seit Mai 2000 an der Schweizer SIX Swiss Exchange notierten Börsenmantels gegründet. Seither wurden verschiedene mehr- und minderheitliche Übernahmen getätigt, darunter asknet und P8H. Die Refinanzierung erfolgte durch eine Kapitalerhöhung im Volumen von CHF 10,0 Mio. Aktuell besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 3,111 Mio. Stück Aktien mit einem Nominalwert von CHF 3,50 je Aktie.

### Überblick über die Unternehmensgeschichte

Gegründet wurde The Native SA im Jahr 2017 durch die Übernahme der börsennotierten 5EL SA über eine Barkapitalerhöhung im Volumen von CHF 10,0 Mio., die von strategischen und von Finanzinvestoren gezeichnet wurde. Damit wurden die (bislang) minderheitliche Übernahme von P8H und die mehrheitliche Übernahme von asknet sowie der Einstieg in die Blockchain-Entwicklung refinanziert.

Nach Übernahme der 5eL SA und einer Kapitalerhöhung beträgt das Grundkapital der Gesellschaft aktuell CHF 3,111 Mio.

Wir gehen davon aus, dass zur Finanzierung der von uns erwarteten weiteren Unternehmensexpansion im kommenden Jahr eine neuerliche Kapitalerhöhung, womöglich im Rahmen eines Zweitlistings an einer deutschen Börse erfolgen wird.

ABBILDUNG 8: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

Unternehmen	Software & Services	Marketplaces	
<b>06.05.2000</b> IPO von 5EL SA an der SIX Exchange	<b>1995</b> Gründung der asknet AG	<b>2010</b> Gründung von Paddle8	
<b>14.07.2017</b> Übernahme von 5EL durch Investorenkonsortium	<b>2002</b> Launch von eDistribution Network	<b>2016</b> Merger mit Auctionata	
<b>29.12.2017</b> Umbenennung von 5EL SA in The Native SA	<b>2006</b> IPO der asknet AG am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse	<b>2017</b> Insolvenz von Auctionata nach Betrugsvorwürfen von KPMG	<b>04.09.2017</b> Gründung von Blockchain Lab
<b>25.05.2018</b> Hauptversammlung	<b>2017</b> Wechsel an den Basic Board der Frankfurter Wertpapierbörse	<b>10.12.2017</b> Übernahme von 15% der Aktien von Paddle8 Call-Option für weitere 36%	<b>23.01.2018</b> Launch P8Pass in Zusammenarbeit mit Paddle8
	<b>08.11.2017</b> Übernahme von 51,4% der asknet AG Kapitalerhöhung der asknet AG	<b>03.2018</b> Carve-Out der Non-core Geschäftsbereiche in eine „Luxus-NewCo“	<b>15.03.2018</b> Strategische Partnerschaft mit DIF Lab und Braveno für seltene Weine

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Seit der Gründung ist The Native ein gründergeführtes Unternehmen. Derzeit setzt sich das Management aus sechs Vorständen und einem sechsköpfigen, nach unserer Einschätzung tendenziell interventionistisch handelnden Aufsichtsrat zusammen.

## Die Mehrheit der Mitarbeiter ist in den technologienahen Bereichen tätig

Zum Jahresende 2017 beschäftigte The Native mehr als 90 Mitarbeiter – gezählt auf Basis von FTEs (Full Time Equivalents). Von diesen waren 85 Mitarbeiter bei der vollkonsolidierten asknet tätig, fünf im Hauptsitz der Gesellschaft im schweizerischen Lausanne. Die Mitarbeiter der Beteiligungen sind zum überwiegenden Teil Ingenieure und Techniker.

Grundsätzlich schätzen wir das Management als kapitalmarktaffin ein, was sich durch die Bereitschaft belegen lässt, abweichend von den Regularien des SIX Finanzberichte auch für das erste und dritte Quartal zu veröffentlichen. Auch die regelmäßige Teilnahme an Kapitalmarktkonferenzen wurde uns zugesagt.

## Vorstand

Der Vorstand der Gesellschaft setzt sich aus drei Mitgliedern zusammen:

- ⑤ **Izabela Depczyk** ist CEO der Native SA und verantwortlich für Marketing und PR.
- ⑤ **Victor Iezuitov** ist CFO der The Native SA und verantwortlich für Investor Relations.
- ⑤ **Sergey Skaterschikov** ist einer der Gründer von The Native, Chairman of the board of directors der The Native und CEO/CFO der asknet AG.

## Advisory Board

Der aus unserer Sicht als aktionistisch einzuschätzende Advisory Board setzt sich sechs Mitgliedern zusammen:

- ⑤ **Daniel Wild** ist Vorstandsvorsitzender von Mountain Partners und Aktionär von Lighthouse Capital;
- ⑤ **Cameron Winklevoss** ist Vorstand bei Winklevoss Capital und einer der Gründer von Facebook;
- ⑤ **Michael Neises** ist Partner bei Heuking Kühn Lüer Wojtek, einer renommierten Anwaltskanzlei, mit Spezialisierung auf Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht;
- ⑤ **Andreas Benz** ist Vorstand bei Constantin Medien;
- ⑤ **David Zwirner** ist Gründer und Alleinaktionär von David Zwirner Galleries.

## Aktionärsstruktur

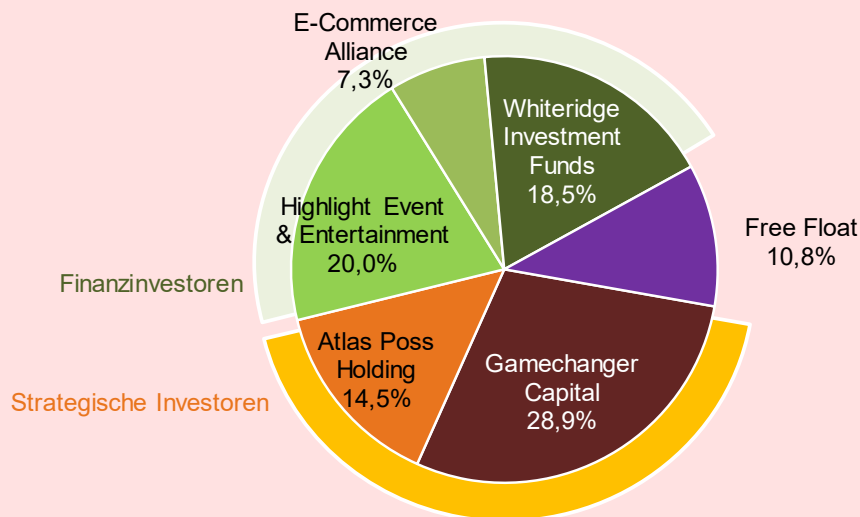
Derzeit besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus rund 3,111, Mio. Stück Aktien. Größter Einzelaktionär ist die Beteiligungsgesellschaft eines der Unternehmensgründer, der als Aufsichtsratsmitglied der Gesellschaft und CEO/CFO der Tochtergesellschaft aknet weiterhin operativ im Unternehmen tätig ist. Einschließlich der Finanzinvestoren beträgt der Streubesitz derzeit 56,6%.

### Performanceorientierte Eigentümerstruktur

Die Aktionärsstruktur des Unternehmens weist zurzeit einen Free Float von 56,6% aus. Mit 28,9% der Anteile ist das Investmentvehikel Gamechanger Capital des Gründers Sergey Skaterschikov der größte Einzelaktionär der Gesellschaft. Zweitgrößter Aktionär ist die börsennotierte Highlight Event & Entertainment AG aus der Schweiz (20,0%), weitere 40,3% der Anteile werden von drei Beteiligungsgesellschaften gehalten.

Sämtliche namentlich genannten Aktionäre stufen wir als performanceorientiert ein, die an steigenden Aktienkursen interessiert sind.

ABBILDUNG 9: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND MAI 2018)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

### Anzahl ausstehender Aktien

Aktuell sind zwei Verwässerungseffekte aus zwei Wandelanleihen zu berücksichtigen. Eine der Wandelanleihen wurde mit der MT Holding, die andere mit mehreren Kreditgebern begeben. Sollten sowohl das Darlehen als auch der Schuldschein „im Geld“ verbleiben (was sie zum heutigen Zeitpunkt sind), wird die Gesamtzahl der ausstehenden Aktien ab Dezember 2018 um 1.229.410 Aktien verwässert. Wir erwarten daher, dass sich die Gesamtzahl der ausstehenden Aktien bis Ende 2018e auf 4.340.600 erhöhen wird.

ABBILDUNG 10: VERWÄSSERUNGSEFFEKTE AUS WANDELANLEIHEN

	Volumen (CHF)	Zinssatz		Emission	Laufzeit	Ausübungs-	
		Fix (%)	Variabel (%)			kurs (CHF)	Verwässerung (# Aktien)
Wandelanleihe	1.120.000	2,5%	0,75%	05.09.13	30.12.18	3,50	320.000
Wandelschuldschein	4.310.000	6,0%	n/a	15.12.17	15.12.18	5,50	909.410

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von The Native:

### Stärken

- ⑤ **Beteiligungsstrategie mit klarem Nischenfokus:** The Native weist aus unserer Sicht eine stimmige Buy-and-Build-Strategie in innovativen Nischen auf. Nach Nutzung von aus unserer Sicht möglichen Synergieeffekten gehen wir davon aus, dass sich diese Beteiligungsstrategie mittelfristig in Form überdurchschnittlicher Profitabilitätskennzahlen niederschlagen und The Native auch unter ökonomischen Aspekten Wettbewerbsvorteile sichern wird.
- ⑤ **Breite Zielkundenstruktur bei hoher Kundentreue:** Als global aufgestelltes Unternehmen bietet The Native seinen Kunden eine breite Palette an digitalen Dienstleistungen an. Außer bei The Native Media (Umsatzanteil <1%) schätzen wir die eingesetzte Technologie in allen Bereichen als hoch skalierbar ein.
- ⑤ **Hohe Markteintrittsbarrieren:** Die Markteintrittsbarrieren für eventuelle Newcomer sehen wir in den von The Native adressierten Geschäftsbereichen als vergleichsweise hoch an. Markteintrittsbarrieren ergeben sich zum einen aus dem technologischen Know-how, insbesondere im Segment Software & Services, aber auch aus den langfristig gewachsenen Kundenbeziehungen und dem innovativen Geschäftsmodell im Bereich Marketplaces. Ungeachtet dessen steht The Native als Technologieunternehmen nach unserer Einschätzung vor der dauernden Aufgabe, sich von bestehenden und zukünftigen Wettbewerbern durch die Antizipation neuer Trends und Tendenzen abzuheben und neue Dienstleistungen und Produkte auf den Markt zu bringen, die diese zukünftigen Bedürfnisse befriedigen.
- ⑤ **Hohe Bonität der Kunden:** Das Kundenportefeuille von The Native zeichnet sich nach Einschätzung des Managements durch seine hohe Bonität aus. Der Forderungsausfall sowohl im Bereich Software & Services als auch im Segment Marketplaces war in der Vergangenheit vernachlässigbar.
- ⑤ **Langjähriges Branchen-Know-how:** Management und Aufsichtsrat von The Native weisen in der E-Commerce- und Luxusgüterbranche langjährige Erfahrungen auf. Dieses Know-how kann The Native insbesondere bei der Auswahl neuer Beteiligungsgesellschaften im Rahmen seiner Buy-and-Build-Strategie nutzen.
- ⑤ **Steigende Profitabilität:** Bereits in der aktuellen Frühphase der Unternehmensentwicklung ist The Native nach unserer Einschätzung profitabel und wird nach unserer Einschätzung die Ertragslage weiter ausbauen. Wir gehen davon aus, dass die bislang eingegangenen Beteiligungen bereits unmittelbar nach der Übernahme positiv zur Ertragslage beitragen.
- ⑤ **Solide Bilanzstruktur nach Adjustierung durch Wandelanleihen:** Mit einer adjustierten Eigenkapitalquote von 31,7% nach Wandlung der Wandelanleihen (die bereits im Geld notieren) zeigt The Native aus unserer Sicht bilanzielle Stärke. Diese eröffnet dem Unternehmen aus unserer Sicht den notwendigen Spielraum, um weitere Beteiligungsgesellschaften zu akquirieren.
- ⑤ **Potenzieller Übernahmekandidat:** Als Small Cap-Unternehmen in marktführender Stellung mit einer Marktkapitalisierung von unter CHF 25 Mio. und Wachstumsmöglichkeiten in zahlreichen attraktiven Nischen ist The Native ein grundsätzliches Übernahmeziel für die global tätigen E-Commerce-Unternehmen.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von The Native:

### Schwächen

- ⑤ **Risiken aus externem Wachstum:** Als Beteiligungsgesellschaft ist The Native dem Risiko ausgesetzt, dass die übernommenen Gesellschaften nicht die erwartete operative Performance erbringen. Im Bereich Software & Services können zudem Integrationsprobleme hinzukommen.
- ⑤ **Abhängigkeiten von Einzelkunden:** Insbesondere im Bereich Software & Services ist The Native von Einzelkunden abhängig. Hier dürften die bedeutendsten fünf Kunden im vergangenen Jahr nach unserer Einschätzung für mehr als die Hälfte der Bereichserlöse verantwortlich gewesen sein. Zwar sind die Kundenbeziehungen langfristig ausgelegt, doch kann eine Abhängigkeit

von diesen Kunden nicht bestritten werden.

- Ⓢ **Abhängigkeiten vom Management:** The Native wird von einem Team von geschäftsführenden Gesellschaftern geleitet. Vorstand und Aufsichtsrat der Beteiligungsgesellschaften sind erfahren, lassen jedoch Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen vermuten.
- Ⓢ **Schwierige Planbarkeit der Umsatz- und Ertragslage:** Risiken sehen wir hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen nicht nur infolge von exogenen Faktoren wie die Konjunktur- oder Währungsentwicklung, sondern auch aufgrund des Frühphasencharakters des Geschäftsmodells.
- Ⓢ The Native ist **Währungsrisiken** ausgesetzt: Sowohl auf der Kosten- als auch auf der Umsatzseite wird größtenteils in Euro kontrahiert, die Konzernberichterstattung erfolgt jedoch in CHF.
- Ⓢ **Erwartung weiterer Kapitalmaßnahmen:** Durch die Übernahme eines Börsenmantels hat The Native den Zugang zum Kapitalmarkt geöffnet. Wir gehen jedoch davon aus, dass dies nur ein erster Schritt für zukünftige Kapitalmarktaktivitäten (Unternehmens- oder Wandelanleihe, Kapitalerhöhung etc.) war, so dass Verwässerungen nicht auszuschließen sind.
- Ⓢ **Fehlender Track-Record:** Vor dem Hintergrund der jungen Unternehmenshistorie hat The Native noch keinen Nachweis seiner Profitabilität geliefert. So konnte die derzeit wichtigste Beteiligungsgesellschaft, asknet, in den vergangenen 15 Jahren nur vier Mal ein (jeweils geringes) positives Betriebsergebnis erzielen. Dies ist aus unserer Sicht nicht allein auf Marktgegebenheiten zurückzuführen, sondern auch auf zu geringe Umsätze bei einem zu hohen Personalbestand.
- Ⓢ **Potenzieller Stock Overhang:** Trotz der zwar stabilen und zugleich nach unserer Einschätzung dezidiert performanceorientierten Eigentümerstruktur, die sich seit der Mantelübernahme auch nicht wesentlich geändert hat, könnte ein möglicher Stock Overhang der Aktie abgeleitet werden.
- Ⓢ **Liquiditätsrisiko der Aktie:** Die Marktkapitalisierung des Free Floats von CHF 13,9 Mio. wird für ein Engagement seitens institutioneller Investoren häufig als zu gering eingeschätzt. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von nur 500 Stück Aktien oder etwa CHF 4.000 pro Tag während der letzten 52 Wochen muss auch die geringe Liquidität der Aktie beachtet werden.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie The Native tätig ist:

## Chancen

- Ⓢ **Profiteur einer anhaltend hohen Marktdynamik:** Unverändert ist der E-Commerce-Markt von hohen durchschnittlichen Wachstumsraten geprägt. Als Unternehmen, das unter anderem den Software-Download ermöglicht, wird The Native von dieser Marktentwicklung nach unserer Einschätzung weiterhin profitieren.
- Ⓢ **Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Durch die niedrige Kapitalbindung ist das Geschäftsmodell von The Native grundsätzlich stark skalierbar, wodurch nach unserer Einschätzung hohe organische Wachstumsraten erzielt werden können.
- Ⓢ **Geringe Preissensitivität der Kunden in den Bereichen e-Commerce Solutions und Asknet Academic:** Vor dem Hintergrund des hohen strategischen Stellenwertes des Software-Downloads sind die Kunden von The Native nach unserer Einschätzung wenig preissensitiv.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie The Native tätig ist:

## Risiken

- Ⓢ **Starke Marktasymmetrie im Bereich Software & Services:** Der Bereich Software & Services wird vom Marktführer Digital River dominiert, der von diversen kleineren Nischenanbietern wie Avangate oder Cleverbridge flankiert wird. Produktseitig scheint sich keiner der Anbieter einen echten Wettbewerbsvorteil verschaffen können. Damit kann sowohl unter den kleineren Anbietern als auch gegenüber Digital River aus unserer Sicht eine hohe Wettbewerbsintensität festgestellt werden.

- ⑤ **Abhängigkeit von der operativen Entwicklung der Kunden:** Durch das transaktionsbasierte Geschäftsmodell ist der Bereich Software & Services von der operativen Entwicklung seiner Kunden abhängig. Eine unausgewogene oder marktferne Preis- oder Produktpolitik der Kunden würde sich nach unserer Einschätzung ebenso in den Bereichszahlen niederschlagen wie eine makroökonomische Abschwächung.
- ⑤ **Zeitliche Befristung der Verträge:** Die Verträge mit den Kunden im Segment Software & Services werden zwar de facto regelmäßig verlängert, sind jedoch de jure zeitlich befristet, in der Regel auf ein Jahr.

## Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

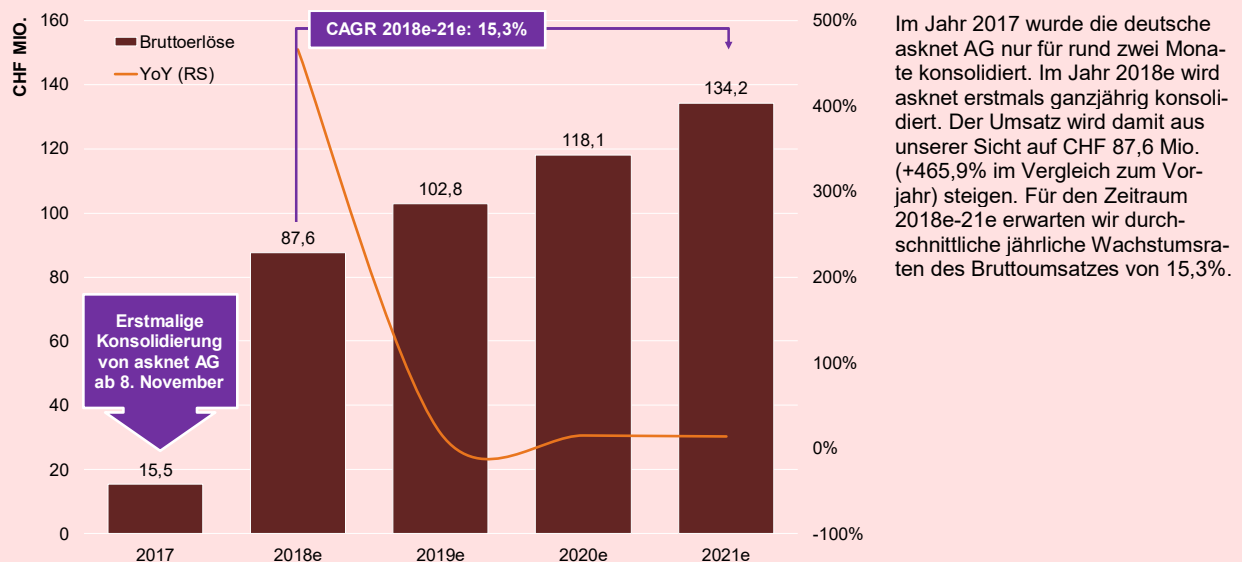
The Native generiert bislang nahezu ausschließlich Erlöse aus der Beteiligung an asknet, das heißt aus der Erstellung und dem Betrieb von Shops für Softwarehersteller zum globalen Software-Download und von Informations-, Beschaffungs- und Verteilungsportalen für Hochschulen, Universitäten und sonstigen Forschungseinrichtungen. Mittelfristig soll auch die Beteiligung an dem Online-Auktionshaus P8H durch mehrheitliche Übernahme vollkonsolidiert werden. Die Kostenseite wird von Materialaufwendungen dominiert, die im vergangenen Geschäftsjahr 86,7% der Gesamtumsätze ausmachten. In weniger als zwei Monaten erwirtschaftete The Native im vergangenen Jahr Konzernbruttoumsätze von CHF 15,5 Mio., das operative Ergebnis lag infolge von Einmaleffekten bei CHF -8,8 Mio. Getrieben von weiteren Kundengewinnungen in allen Bereichen und einer ganzjährigen Konsolidierung der Tochterunternehmen erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg der Bruttoumsätze auf CHF 87,6 Mio., beim betriebliche Ergebnis rechnen wir mit einer „schwarzen Null“. Für 2019e rechnen wir mit einer Verbesserung von Umsatz und Betriebsergebnis auf dann CHF 102,8 Mio. (+17,4% YoY) bzw. CHF 0,8 Mio.

### Zweistellige durchschnittliche Bruttoumsatzwachstumsraten

Durch die mehrheitliche Übernahme von asknet erwirtschaftet The Native bereits im ersten Jahr nach seiner Gründung Bruttoerlöse von nach unserer Einschätzung CHF 87,6 Mio. Die Erlöse von asknet sind dabei mit einem Konzernanteil von 94,2% dominierend für den Konzernenerfolg. In geringerem Maße werden Erlöse aus der Content- und Marketing-Agentur The Native Media und dem Blockchain Lab erwirtschaftet. Umsätze aus der 15%igen Beteiligung an P8H sind nicht in unser konsolidiertes Modell eingegangen.

In den kommenden vier Jahren, die unseren Detailplanungshorizont definieren, rechnen wir mit einem Anstieg der Bruttoerlöse auf bis zu CHF 134,2 Mio. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate 2018e-21e von 15,3%. Wir gehen ferner davon aus, dass für The Native externes Wachstum weiterhin eine sinnvolle Option darstellt, etwaige Übernahmen haben wir jedoch derzeit nicht modelliert.

ABBILDUNG 11: BRUTTOUMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE (RS), 2017-21E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



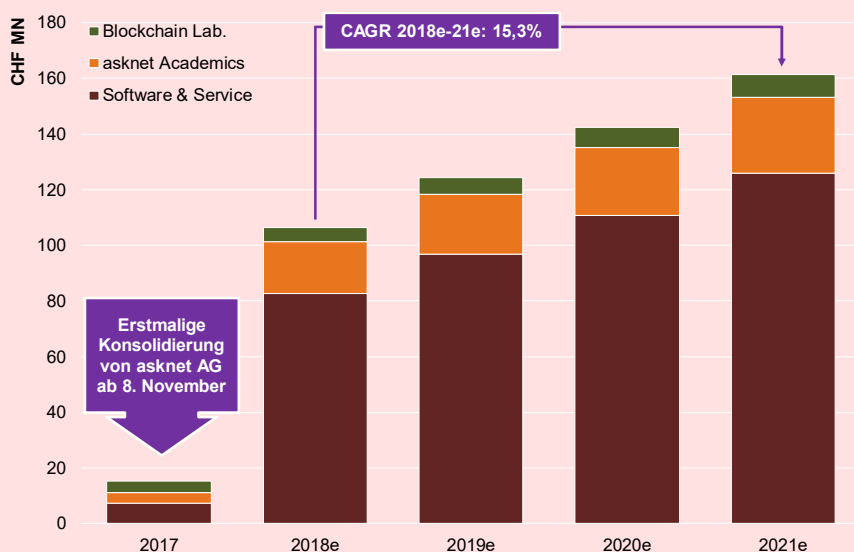
## Erlöse nach Segmenten

Der Native ist in drei Segmente gegliedert:

- eCommerce Solutions:** Im Jahr 2018e werden nach unserer Einschätzung 72,9% des Konzernumsatzes durch volumenbasierte Transaktionserlöse aus der Entwicklung und dem Betrieb von Online-Shops für Softwarehersteller generiert. The Native berechnet ihren Kunden, kleinen und mittleren Softwareanbietern, eine Provision, nachdem deren Software über einen von der Tochtergesellschaft asknet AG entwickelten und betriebenen Shop heruntergeladen wurde. Die durch den Download erzielten Einnahmen werden dann durch eine von The Native beanspruchte Provision gekürzt und schließlich an die Softwarehersteller weitergeleitet.
- asknet Academic:** Im Jahr 2018e werden nach unserer Einschätzung 21,4% des Konzernumsatzes von asknet Academic erwirtschaftet. Hier vertreibt The Native Software- und ausgewählte Hardwareprodukte unterschiedlicher Hersteller im eigenen Namen und auf eigene Rechnung an Kunden im deutschsprachigen Raum. Darüber hinaus bietet The Native über die Wiederverkaufsportale Software zu vergünstigten Preisen an. Die Höhe des Rabatts richtet sich nach dem erwarteten Softwareumsatz des Kunden. Darüber hinaus hat The Native die Genehmigung von ausgewählten Softwareherstellern erhalten, unter ihnen Microsoft und Adobe, Software an bestimmte akademische Einrichtungen unter bestimmten Lizenzmodellen zu verkaufen.
- Blockchain Lab:** Der verbleibende Rest von 5,8% des Konzernumsatzes wird nach unseren Schätzungen von The Native Media erwirtschaftet werden, einem Entwickler von Blockchain- und maschinellen Lerntechnologien, die The Native an Konzern- und externe Kunden verkauft.

Im laufenden Geschäftsjahr werden nach unseren Schätzungen 94,2% der Konzern Erlöse aus der Beteiligung an der deutschen asknet AG erwirtschaftet.

**ABBILDUNG 12: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2017-21E**



Aufgrund der bislang nur 15%igen Beteiligung an P8H können deren Erlöse nicht vollkonsolidiert werden. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Jahr die mehrheitliche Übernahme von P8H gelingen wird, was nach unserer Einschätzung substantielle Auswirkungen auf die Umsatzentwicklung haben wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Materialaufwandsquote dominiert die Gewinn- und Verlustrechnung

Die Materialaufwendungen bestehen im Wesentlichen aus jenen Umsatzanteilen, die The Native an die Softwareentwickler weiterleiten muss. Im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre lag die Materialaufwandsquote zwischen 84% und 88% der Bruttoerlöse, zuletzt mit deutlich sinkenden Tendenz. Für die Jahre 2018e bis 2021e rechnen wir mit Materialaufwandsquoten zwischen 84% und 85%.

Die Materialaufwandsquote hat eine ähnliche Bedeutung für den Unternehmenserfolg wie bei einem Einzelhändler.

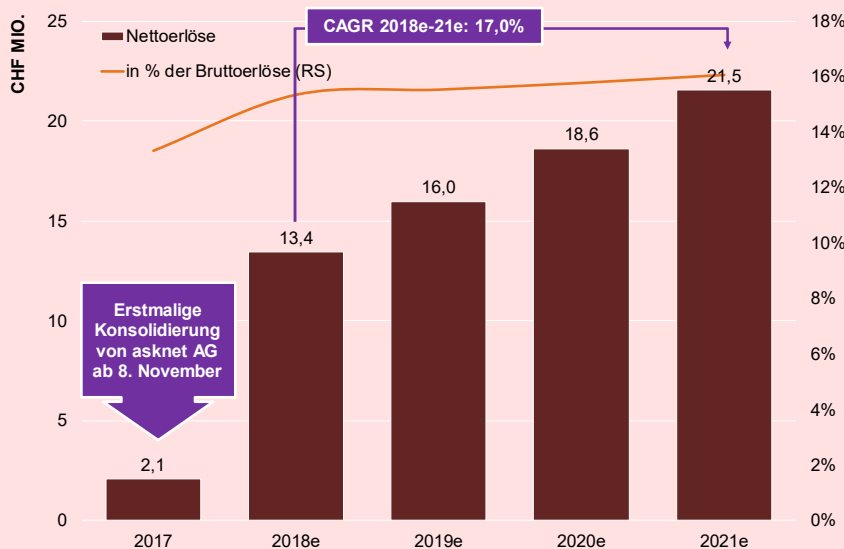
## Nettoerlöse sind die für das Management relevante Steuerungskennzahl

Nach Abzug der Materialaufwendungen erhalten wir die Nettoerlöse. Diese lagen im vergangenen Jahr bei CHF 2,1 Mio., basierend auf einer zweimonatigen Konsolidierung der asknet AG und einigen kleineren Umsatzbeiträgen von Blockchain

Lab. Für 2018e erwarten wir bei vollkonsolidierter asknet einen Anstieg des Nettoumsatzes auf CHF 13,4 Mio., was einer Marge gemessen an den Bruttoumsätzen von 15,3% entspricht.

Für unseren Planungshorizont erwarten wir ähnliche Nettomargen, so dass die Nettoerlöse zwischen 2018e und 2021e mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 17,0% ansteigen sollten.

**ABBILDUNG 13: NETTOUMSATZ UND NETTOMARGE (RS), 2017-21E**



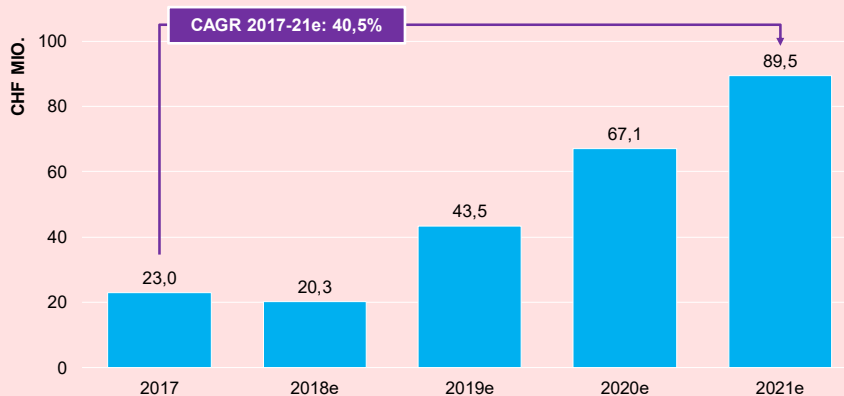
Insgesamt rechnen wir für den Zeitraum 2017-21e mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten der Nettoerlöse von 17,0%. Damit rechnen wir damit, dass The Native die Nettoerlöse bis zum Jahr 2021e auf CHF 21,5 Mio. von CHF 13,4 Mio. (2018e) erhöhen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Umsatzprognose P8H (Bereich Marketplaces)

Bislang nicht vollkonsolidiert werden die Erlöse der 15%igen Minderheitsbeteiligung an der Online-Auktionsplattform P8H. Im vergangenen Jahr dürfte P8H nach unseren Schätzungen bei Bruttoerlösen von CHF 23,0 Mio. ein EBITDA in Höhe von CHF -1,5 Mio. erzielt haben. Erwartungen des Unternehmens zufolge wird P8H in den kommenden Jahren deutlich dynamischer wachsen als der Bereich Software & Services. Insgesamt erwarten wir bei P8H folgende Umsatz- und Ertragsentwicklung:

**ABBILDUNG 14: BRUTTOUMSATZ PADDLE8, 2017-21E**



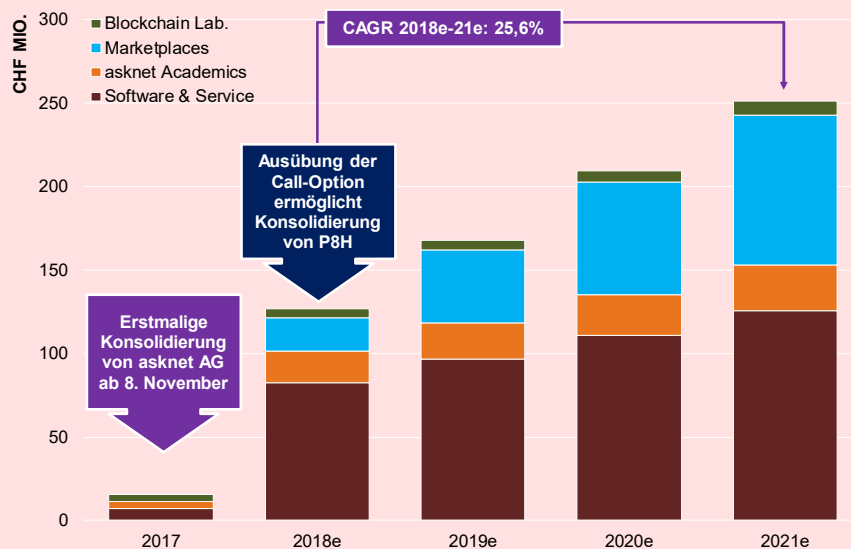
Im Prognosezeitraum 2017-21e rechnen wir mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der Bruttoerlöse von 40,5%. Damit wächst P8H deutlich dynamischer als das Segment Software & Services.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Umsatzprognose inklusive einer vollkonsolidierten P8H

Welchen Einfluss die Beteiligung an P8H für den Gesamterfolg von The Native hat, zeigt nachstehende Abbildung, in der eine Vollkonsolidierung von P8H unterstellt wurde. Sollte es The Native gelingen, die Call-Option auf die ausstehenden 36% an P8H zeitnah zu ziehen, ergäbe sich nach unserer Einschätzung mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 25,6% eine dynamischere Entwicklung der Bruttoumsätze. Diese würden bis 2021e auf dann CHF 250,9 Mio. ansteigen.

ABBILDUNG 15: BRUTTOUMSATZ NACH SEGMENTEN, 2017-21E



Sollte The Native in der Lage sein, die Call-Option auf P8H im Jahr 2018 zu ziehen, würden die Bruttoeinnahmen einen dynamischeren Wachstumspfad einschlagen. Insgesamt würde der Bruttoumsatz mit Vollkonsolidierung von P8H nach unseren Schätzungen um 25,6% statt um 15,3% pro Jahr wachsen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\* bei unterstellter Vollkonsolidierung von P8H

## Personalaufwandsquote von nur geringer Bedeutung

Trotz eines personalintensiven Geschäftsmodells ist die Personalaufwandsquote am Umsatz mit 6,7% (2017) für The Native nach unserer Einschätzung von eher untergeordneter Bedeutung für den Unternehmenserfolg. Gemessen in Vollzeit-äquivalenten beschäftigte The Native zum Jahresende 2017 95 Mitarbeiter. Der personalintensivste Standort ist Karlsruhe (80 Mitarbeiter), dem Firmensitz der Tochter asknet AG. Die anderen Standorte Lausanne (5 Mitarbeiter), New York (5 Mitarbeiter), San Francisco (3 Mitarbeiter) und Tokyo (2 Mitarbeiter) sind demgegenüber von geringerer Bedeutung.

Bedingt durch die Realisierung von Skalen- und Synergieeffekten haben wir für die kommenden Jahre eine in Relation zum Umsatz rückläufigen Personalaufwandsquote modelliert, die in den Jahren 2018e-21e auf bis zu 3,5% vom Umsatz zurückgehen sollte.

## Sonstiger betrieblicher Aufwand

Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen finden sich vor allem die klassischen betrieblichen Aufwendungen (insbesondere Miet- und Pacht aufwendungen, Werbe- und Reisekosten sowie Versicherungs- und Instandhaltungskosten). Allerdings gibt es auch andere betriebliche Aufwendungen, die spezifisch für die Tochtergesellschaft asknet sind: So muss asknet ca. 2,0% des Bruttoumsatzes an externe Zahlungsanbieter und Kreditkartenunternehmen abtreten.

Im vergangenen Geschäftsjahr lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nach unseren Schätzungen mit CHF 5,3 Mio. bei 6,0% der Bruttoumsatzerlöse. Mit dem von uns erwarteten Anstieg des Geschäftsvolumens gehen wir in den folgenden Jahren von einer zum Umsatz deutlich unterproportionalen Entwicklung aus; bis 2021e rechnen wir mit einem Rückgang der Quote auf 5,7% der Bruttoumsätze.

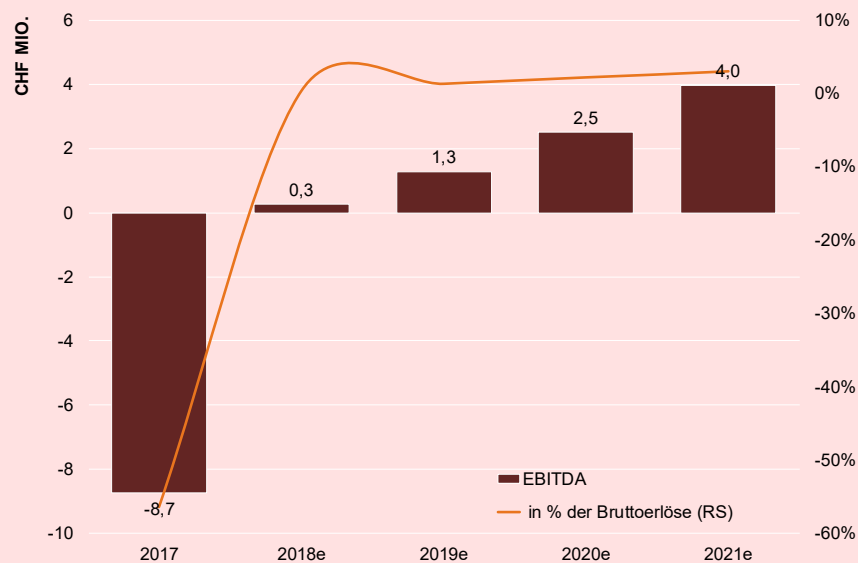
## Anhaltende Verbesserung von EBITDA und EBIT erwartet

Im vergangenen Jahr erwirtschaftete The Native ein negatives EBITDA von CHF -8,7 Mio., was auf verschiedene nicht zahlungswirksame und einmalige Anpassungen aus den Akquisitions- und Restrukturierungsaktivitäten der Gruppe im Laufe des Jahres 2017 sowie auf bestimmte Altlasten wie z.B. eine Wertminderung von CHF 2,1 Mio. aus der Übernahme des börsenkotierten Shells von 5EL zurückzuführen ist. Bezogen auf den Bruttoumsatz lag die EBITDA-Marge damit bei -56,4%, eine wenig aussagekräftige Ziffer.

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir eine Steigerung des EBITDA auf CHF 0,3 Mio. und eine weitere Verbesserung in den nächsten drei Jahren auf knapp CHF 4,0 Mio. (2021e). Bezogen auf den Bruttoumsatz entspricht dies einem erwarteten Anstieg der EBITDA-Marge auf 3,0% des Bruttoumsatzes (2021e).

Der operative Verlust resultiert im Wesentlichen aus Einmalaufwendungen aus der Aufnahme der Geschäftstätigkeit und der anschließenden Integration der erworbenen Gesellschaften.

ABBILDUNG 16: EBITDA UND EBITDA-MARGE (RS), 2017-21E



Im Jahr 2017 erzielte The Native ein EBITDA von CHF -8.7 Mio. Ursächlich für den hohen Verlust waren hohe Anlaufkosten. Aufgrund der von uns prognostizierten Nutzung von Synergien erwarten wir bis zum Jahr 2021e einen Anstieg des EBITDA auf CHF 4,0 Mio., was einer EBITDA-Marge von 3,0% entspricht.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Ab 2019e auf allen Ertragsebenen profitabel

Zum Jahresende 2017 wies The Native nach unserer Einschätzung eine Nettoverschuldung von CHF 7,7 Mio. aus. Die lang- und kurzfristigen Bankverbindlichkeiten betragen CHF 8,6 Mio. bzw. CHF 0,7 Mio. Zusätzlich waren eine Wandelanleihe und ein Wandelschuldschein im Gesamtwert von CHF 6,2 Mio. ausstehend (Details siehe Seite 27), die wir in die Berechnung der Nettoverschuldung einbezogen haben.

In unserem Finanzmodell gehen wir formal davon aus, dass The Native die ausstehenden Wandelanleihen durch Aufnahme von Fremdkapital zurückzahlt, anstatt diese – wie vorgesehen – in Eigenkapital umzuwandeln. Aufgrund der erwarteten Verbesserung der Profitabilität erwarten wir, dass The Native seine Nettoverschuldung bis Ende 2021e deutlich auf CHF 10,2 Mio. reduzieren wird. Aus dieser Bilanzstruktur leiten wir ein synthetisches Rating von B ab.

Daher erwarten wir eine Entwicklung des Ergebnisses vor Steuern im Gleichklang mit dem operativen Ergebnis. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Vorsteuererlust von CHF -0,8 Mio. (Vorjahr: CHF -6,4 Mio.). Bis 2019e sollte das Ergebnis vor Steuern mit CHF 0,9 Mio. erstmals in die Gewinnzone geführt werden.

## Steuerliche Verlustvorträge auf asknet-Ebene nicht mehr nutzbar

Die aktuell werthaltigste Beteiligung des Portfolios, die asknet AG, hatte seit ihrem Börsengang 2006 erhebliche Verlustvorträge angesammelt. Nach deutschem Steuerrecht verliert ein Unternehmen jedoch den Anspruch auf Steuervorteile aus Verlustvorträgen nach einem Mehrheitswechsel - genau wie dies bei asknet durch

die Übernahme von The Native eingetreten ist. Ungeachtet dessen wird die Native Group als Schweizer Unternehmen unserer Meinung nach nur einem Steuersatz von ca. 20,0% unterliegen.

### Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Unter Ausklammerung der Minderheitsanteile aus der Beteiligung an asknet erwarten wir für 2018e einen Nachsteuerverlust von CHF -0,6 Mio. Das Nachsteuerergebnis von asknet beträgt nach unserer Einschätzung rund CHF 0,4 Mio., was einer Minderheitsbeteiligung von CHF -0,2 Mio. entspricht. Bezogen auf 4,341 Mio. voll verwässerter Aktien entspricht dies im laufenden Geschäftsjahr einem erwarteten Gewinn pro Aktie (inkl. Minderheitsanteile) von CHF -0,20.

Für die Folgejahre erwarten wir eine Ergebnisverbesserung auf allen Ebenen. Insgesamt erwarten wir bis zum Jahr 2021e einen Anstieg des voll verwässerten Gewinns pro Aktie auf CHF 0,65.

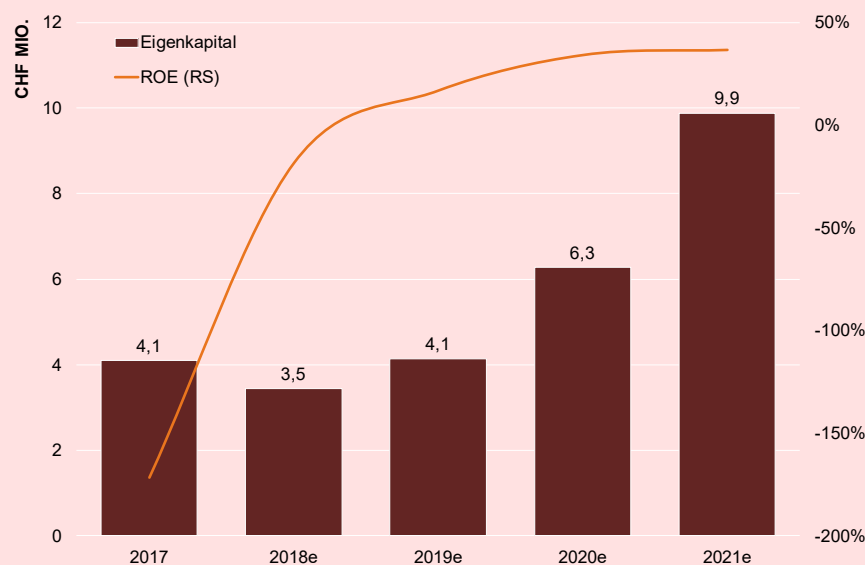
### Deutlich steigende Eigenkapitalrendite erwartet

Bei einem Grundkapital von CHF 10,9 Mio. betrug das Eigenkapital am Ende des vergangenen Geschäftsjahres CHF 4,1 Mio. Zusätzlich besteht ein genehmigtes Kapital von CHF 5,4 Mio. (d. h. 50% des bestehenden Aktienkapitals) und ein bedingtes Kapital von CHF 3,9 Mio. Das Vorkaufsrecht der Altaktionäre im Zusammenhang mit dem Bezug dieses genehmigten Aktienkapitals ist bei einem Erwerb von Unternehmen, beim Erwerb von Beteiligungen an Unternehmen oder bei strategischen Partnerschaften ausgeschlossen.

Die Eigenkapitalrendite war im abgelaufenen Geschäftsjahr negativ. Wir gehen jedoch davon aus, dass The Native ein grundsätzlich wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Wie in Abbildung 17 dargestellt, erwarten wir für die nächsten vier Jahre einen Anstieg der Eigenkapitalrendite auf 36,4 %:

In den kommenden drei Jahren wird sich das Nettoergebnis nach unseren Schätzungen auf bis zu CHF 3,6 Mio. (2021e) verbessern.

ABBILDUNG 17: EIGENKAPITAL UND ROE (RS), 2017-21E



Unsere Finanzprognose geht davon aus, dass die Finanzierung des erwarteten Wachstums ohne weitere Kapitalerhöhung möglich sein wird. Bis 2021e erwarten wir einen Anstieg des Ergebnisses nach Steuern auf CHF 3,6 Mio. Basierend auf unseren Erwartungen wird der ROE im Jahr 2021e auf 36,4% steigen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wir rechnen bis 2021e nicht mit Dividendenzahlungen

Investitionen in das zukünftige Wachstum stehen aus unserer Sicht klar im Vordergrund der Gewinnverwendung. Wir gehen daher bis 2021e nicht von einer Ausschüttung aus, sondern rechnen in den kommenden Jahren mit einer Thesaurierung der erwirtschafteten Erträge.

The Native wird nach unserer Einschätzung bis 2021e keine Dividende ausschütten.

### Net Working Capital

Das Geschäftsmodell der Tochtergesellschaft asknet weist eine weitere Besonderheit auf: Da die Zahlungseingänge der Endkäufer vor der Bezahlung der Softwareentwickler durch asknet eingehen und geringen Vorräten ist das Net Working Capital von asknet negativ. Da asknet derzeit für den überwiegenden Teil des

In der Vergangenheit lagen bei asknet die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen jeweils unter den Verbindlichkeiten aus

Geschäftsvolumens verantwortlich ist, war auch das Net Working Capital von The Native im vergangenen Jahr mit CHF -3,5 Mio. auf Konzernebene negativ.

Lieferungen und Leistungen. Dies hatte ein negatives Working Capital zur Folge.

Abgesehen von Sachanlageinvestitionen hat The Native aus unserer Sicht keinen zusätzlichen Finanzierungsbedarf. Bei einem Geschäftsvolumen von CHF 87,6 Mio. sollte die Net Working Capital-Quote im laufenden Geschäftsjahr nach unserer Einschätzung nur 2,6% betragen.

### Management Guidance

In seiner aktuellen Investorenpräsentation hat das Management eine mittelfristige Guidance für das Geschäftsjahr 2020e ausgesprochen, die von einer vollständigen Konsolidierung der Beteiligung an P8H ausgeht. Insgesamt rechnet das Management mit folgender Entwicklung:

**TABELLE 6: MANAGEMENT-GUIDANCE**

		2017	2020e	CAGR
Bruttoumsätze	CHF Mio.	101,0	200,0	25,5%
Nettoumsätze	CHF Mio.	13,0	36,0	40,4%
EBITDA	CHF Mio.	-3,5	14,0	n/a
EBITDA-Marge (bezogen auf Nettoumsätze)	%	-3,5%	7,0%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>15,5</b>	<b>87,6</b>	<b>102,8</b>	<b>118,1</b>	<b>134,2</b>
YoY	%	n/a	465,9%	17,4%	14,8%	13,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>15,5</b>	<b>87,6</b>	<b>102,9</b>	<b>118,1</b>	<b>134,3</b>
YoY	%	n/a	465,5%	17,4%	14,8%	13,7%
Materialaufwand	CHF Mio.	-13,4	-74,2	-86,9	-99,5	-112,7
in % der Gesamtleistung	%	-86,7%	-84,7%	-84,5%	-84,2%	-84,0%
<b>Nettoerlöse</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>2,1</b>	<b>13,4</b>	<b>16,0</b>	<b>18,6</b>	<b>21,5</b>
YoY	%	n/a	551,3%	18,8%	16,6%	15,7%
in % der Gesamtleistung	%	13,3%	15,3%	15,5%	15,8%	16,0%
Personalaufwand	CHF Mio.	-1,0	-4,0	-4,3	-4,5	-4,7
in % der Bruttoerlöse	%	-6,7%	-4,5%	-4,1%	-3,8%	-3,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	CHF Mio.	-1,6	-5,3	-6,1	-6,8	-7,6
in % der Bruttoerlöse	%	-10,5%	-6,0%	-5,9%	-5,8%	-5,7%
<b>EBITDA</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-8,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-56,4%	0,3%	1,2%	2,1%	3,0%
Abschreibungen	CHF Mio.	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-8,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>
YoY	%	n/a	-98,5%	-740,1%	139,5%	69,8%
YoY	CHF Mio.	-8,8	8,6	1,0	1,2	1,4
in % der Bruttoerlöse	%	-56,5%	-0,2%	0,8%	1,7%	2,6%
Ergebnis aus Beteiligungen	CHF Mio.	0,0	-0,5	-0,1	0,6	1,0
Nettofinanzergebnis	CHF Mio.	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1
A. o. Ergebnis	CHF Mio.	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Bruttoerlöse	%	14,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-41,5%	-0,9%	0,8%	2,3%	3,4%
Steuern	CHF Mio.	-0,6	0,2	-0,2	-0,5	-0,9
in % des EBT	%	9,2%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-7,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-45,4%	-0,7%	0,7%	1,8%	2,7%
Ergebnisanteile Dritter	CHF Mio.	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,8
Anzahl der Aktien	Mio.	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
<b>EPS</b>	<b>CHF</b>	<b>-2,28</b>	<b>-0,28</b>	<b>0,11</b>	<b>0,52</b>	<b>0,91</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>CHF</b>	<b>-1,63</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,08</b>	<b>0,37</b>	<b>0,65</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Bilanz (Aktiva), 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>20,3</b>	<b>20,6</b>	<b>21,0</b>	<b>21,5</b>	<b>21,9</b>
Immaterielles Vermögen	CHF Mio.	3,4	3,8	4,2	4,6	5,0
Goodwill	CHF Mio.	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Sachanlagevermögen	CHF Mio.	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Beteiligungen	CHF Mio.	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Sonstige finanzielle Assets	CHF Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Geleistete Anzahlungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>12,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>13,0</b>
Vorräte	CHF Mio.	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5
DIO	d	1	1	1	1	1
Forderungen aus Lieferung und Leistung	CHF Mio.	4,2	7,1	7,9	8,6	9,3
DSO	d	97	29	28	26	25
Forderungen an Beteiligungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	CHF Mio.	0,2	0,9	1,1	1,2	1,4
Liquide Mittel	CHF Mio.	7,9	0,8	0,5	1,1	1,8
davon verpfändet	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>32,5</b>	<b>29,7</b>	<b>30,9</b>	<b>32,7</b>	<b>34,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz (Passiva), 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>6,3</b>	<b>9,9</b>
EK-Quote	%	12,6%	11,6%	13,4%	19,2%	28,3%
Grundkapital	CHF Mio.	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
Kapitalrücklage	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	CHF Mio.	-0,7	-7,8	-8,6	-8,3	-6,7
Bilanzverlust/-gewinn	CHF Mio.	-7,1	-0,9	0,3	1,6	2,8
Nicht gedecktes Eigenkapital	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	CHF Mio.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Anteile anderer Gesellschafter	CHF Mio.	1,2	1,5	1,8	2,3	3,1
Sonderposten mit Rücklageanteil	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>19,2</b>	<b>9,4</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>	<b>13,5</b>
Bankschulden	CHF Mio.	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
0	CHF Mio.	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
0	CHF Mio.	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	CHF Mio.	7,7	8,8	10,2	11,6	13,0
DPO	d	180	36	36	35	35
Sonstige Verbindlichkeiten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>8,6</b>	<b>16,8</b>	<b>16,0</b>	<b>14,4</b>	<b>11,5</b>
Bankschulden	CHF Mio.	8,6	16,8	16,0	14,4	11,5
Sonstige Verbindlichkeiten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	CHF Mio.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>32,5</b>	<b>29,7</b>	<b>30,9</b>	<b>32,7</b>	<b>34,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>62,3%</b>	<b>69,6%</b>	<b>68,1%</b>	<b>65,5%</b>	<b>62,9%</b>
Immaterielles Vermögen	%	10,6%	12,8%	13,5%	14,0%	14,4%
Goodwill	%	24,3%	26,6%	25,6%	24,1%	22,6%
Sachanlagevermögen	%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%
Beteiligungen	%	26,1%	28,7%	27,5%	26,0%	24,4%
Sonstige finanzielle Assets	%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>37,7%</b>	<b>30,4%</b>	<b>31,9%</b>	<b>34,5%</b>	<b>37,1%</b>
Vorräte	%	0,2%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	12,8%	23,9%	25,6%	26,3%	26,7%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,5%	3,0%	3,4%	3,7%	4,0%
Liquide Mittel	%	24,2%	2,5%	1,8%	3,3%	5,2%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>12,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>19,2%</b>	<b>28,3%</b>
Grundkapital	%	33,5%	36,7%	35,3%	33,2%	31,2%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	-2,1%	-26,2%	-28,0%	-25,4%	-19,2%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-21,8%	-2,9%	1,1%	4,9%	8,1%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	-0,8%	-0,9%	-0,8%	-0,8%	-0,7%
Anteile anderer Gesellschafter	%	3,8%	4,9%	5,9%	7,1%	8,9%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>59,1%</b>	<b>31,7%</b>	<b>34,9%</b>	<b>36,9%</b>	<b>38,7%</b>
Bankschulden	%	2,2%	2,2%	1,9%	1,6%	1,3%
0	%	14,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
0	%	19,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	23,8%	29,5%	33,0%	35,3%	37,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>26,5%</b>	<b>56,7%</b>	<b>51,7%</b>	<b>43,9%</b>	<b>33,0%</b>
Bankschulden	%	26,5%	56,7%	51,7%	43,9%	33,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Cashflow-Statement, 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	CHF Mio.	-7,0	-0,6	0,7	2,1	3,6
Abschreibungen	CHF Mio.	5,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	CHF Mio.	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	CHF Mio.	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	CHF Mio.	-0,3	-2,9	-0,8	-0,7	-0,7
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	CHF Mio.	2,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2
Δ Aktive RaP / latente Steuern	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	CHF Mio.	3,5	-3,5	1,4	1,4	1,5
Δ Sonderposten	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	CHF Mio.	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	CHF Mio.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>
Investitionen in Finanzanlagen	CHF Mio.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	CHF Mio.	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Investitionen in Sachanlagevermögen	CHF Mio.	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Sonstige operative Anpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>0,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>
Δ Grundkapital	CHF Mio.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	CHF Mio.	0,1	8,1	-0,9	-1,7	-2,9
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	CHF Mio.	5,1	-6,2	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>7,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,9</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	CHF Mio.	7,7	-7,1	-0,2	0,5	0,7
Währungsanpassungen	CHF Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	CHF Mio.	0,0	7,9	0,8	0,5	1,1
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>7,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Segmente, 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>15,5</b>	<b>87,6</b>	<b>102,8</b>	<b>118,1</b>	<b>134,2</b>
Software & Services: Ecommerce services	CHF Mio.	7,3	63,8	75,3	86,6	98,6
Software & Services: asknet Academics	CHF Mio.	4,0	18,7	21,5	24,3	27,2
Marketplaces: Paddle8 for Profit	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marketplaces: Paddle8 for benefit	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	CHF Mio.	4,2	5,0	6,0	7,1	8,5
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>465,9%</b>	<b>17,4%</b>	<b>14,8%</b>	<b>13,7%</b>
Software & Services: Ecommerce services	%	n/a	772,8%	18,0%	15,0%	13,9%
Software & Services: asknet Academics	%	n/a	372,1%	15,0%	13,0%	11,9%
Marketplaces: Paddle8 for Profit	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marketplaces: Paddle8 for benefit	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	n/a	20,0%	19,4%	18,8%	18,2%
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Software & Services: Ecommerce services	%	47,3%	72,9%	73,2%	73,4%	73,5%
Software & Services: asknet Academics	%	25,6%	21,4%	20,9%	20,6%	20,3%
Marketplaces: Paddle8 for Profit	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marketplaces: Paddle8 for benefit	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	27,1%	5,8%	5,9%	6,1%	6,3%
<b>Nettoerlöse</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>2,1</b>	<b>13,4</b>	<b>15,9</b>	<b>18,6</b>	<b>21,5</b>
Software & Services: Ecommerce services	CHF Mio.	2,1	7,3	8,7	10,1	11,7
Software & Services: asknet Academics	CHF Mio.	0,0	3,6	4,2	4,9	5,6
Marketplaces: Paddle8 for Profit	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marketplaces: Paddle8 for benefit	CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	CHF Mio.	0,0	2,5	3,0	3,6	4,3
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>550,5%</b>	<b>18,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>15,7%</b>
Software & Services: Ecommerce services	%	n/a	254,8%	19,2%	16,2%	15,0%
Software & Services: asknet Academics	%	n/a	n/a	17,3%	15,3%	14,1%
Marketplaces: Paddle8 for Profit	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marketplaces: Paddle8 for benefit	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	n/a	n/a	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Software & Services: Ecommerce services	%	100,0%	54,5%	54,7%	54,5%	54,1%
Software & Services: asknet Academics	%	0,0%	26,8%	26,5%	26,2%	25,8%
Marketplaces: Paddle8 for Profit	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marketplaces: Paddle8 for benefit	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	0,0%	18,6%	18,8%	19,4%	20,1%
<b>in % der Bruttoerlöse</b>	<b>%</b>	<b>13,3%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,0%</b>
Software & Services: Ecommerce services	%	28,2%	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%
Software & Services: asknet Academics	%	0,0%	19,2%	19,6%	20,0%	20,4%
Marketplaces: Paddle8 for Profit	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Marketplaces: Paddle8 for benefit	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	0,0%	49,6%	49,9%	50,4%	51,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## One view I, 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Eckdaten</b>						
Umsatz	CHF mn	15,5	87,6	102,8	118,1	134,2
Rohrertrag	CHF mn	2,1	13,4	16,0	18,6	21,5
EBITDA	CHF mn	-8,7	0,3	1,3	2,5	4,0
EBIT	CHF mn	-8,8	-0,1	0,8	2,0	3,4
EBT	CHF mn	-6,4	-0,8	0,9	2,7	4,5
Nettoergebnis	CHF mn	-7,0	-0,6	0,7	2,1	3,6
Anzahl Mitarbeiter		130	130	130	130	130
<b>Je Aktie</b>						
Kurs Hoch	CHF	17,00	10,10			
Kurs Tief	CHF	9,55	7,90			
Kurs Durchschnitt	CHF	13,25	9,33			
Kurs Schlusskurs	CHF	7,90	7,90	7,90	7,90	7,90
EPS	CHF	-2,28	-0,28	0,11	0,52	0,91
BVPS	CHF	0,92	0,64	0,75	1,27	2,18
CFPS	CHF	0,61	-2,66	0,49	0,99	1,50
Dividende	CHF	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	CHF					12,90
Performance bis Kursziel	%					63,3%
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Bruttoumsatz)</b>						
EBITDA-Marge	%	-56,4%	0,3%	1,2%	2,1%	3,0%
EBIT-Marge	%	-56,6%	-0,2%	0,8%	1,7%	2,6%
EBT-Marge	%	-41,6%	-0,9%	0,8%	2,3%	3,4%
Netto-Marge	%	-45,4%	-0,7%	0,7%	1,8%	2,7%
FCF-Marge	%	4,5%	-10,3%	0,7%	1,8%	2,7%
ROE	%	-171,5%	-18,5%	16,7%	34,1%	36,4%
NWC/Umsatz	%	-22,7%	2,6%	2,0%	1,6%	1,2%
Pro-Kopf-Umsatz	CHFk	119	674	791	908	1.033
Pro-Kopf-EBIT	CHFk	-67,3	-1,0	6,5	15,6	26,4
Capex/Umsatz	%	0,0%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Wachstumsraten</b>						
Umsatz	%	n/a	465,9%	17,4%	14,8%	13,7%
Rohrertrag	%	n/a	551,3%	18,8%	16,6%	15,7%
EBITDA	%	n/a	n/a	386,7%	95,5%	58,4%
EBIT	%	n/a	-98,5%	n/a	139,5%	69,8%
EBT	%	n/a	-87,6%	n/a	209,7%	68,2%
Nettoergebnis	%	n/a	-90,9%	n/a	209,7%	68,2%
EPS	%	n/a	-87,8%	n/a	380,7%	75,2%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	102,7%	51,4%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

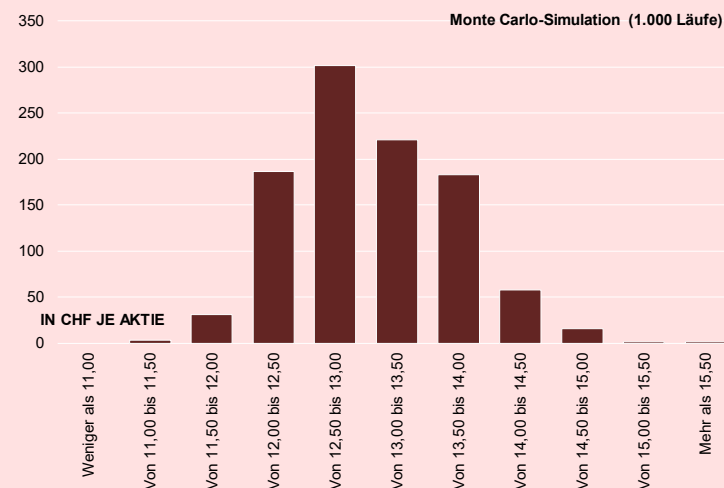
## One view II, 2017-21e

SWISS GAAP (31/12)		2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Sachanlagevermögen	CHF mn	20,3	20,6	21,0	21,5	21,9
Umlaufvermögen	CHF mn	12,3	9,0	9,9	11,3	13,0
Eigenkapital	CHF mn	4,1	3,5	4,1	6,3	9,9
Verbindlichkeiten	CHF mn	28,4	26,2	26,7	26,5	25,0
EK-Quote	%	12,6%	11,6%	13,4%	19,2%	28,3%
Gearing	%	187,6%	483,9%	386,4%	220,0%	102,7%
Working Capital	CHF mn	-3,5	-1,4	-1,9	-2,6	-3,3
Capital Employed	CHF mn	-3,5	2,3	2,1	1,8	1,6
Asset Turnover	x	0,5	3,0	3,3	3,6	3,8
<b>Enterprise Value</b>						
Anzahl Aktien	1.000	3.111	3.111	3.111	3.111	3.111
Marktkapitalisierung Hoch	CHF mn	52,9				
Marktkapitalisierung Tief	CHF mn	29,7				
Marktkapitalisierung Durchschnitt	CHF mn	41,2				
Marktkapitalisierung Schlusskurs	CHF mn	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
Nettoverschuldung	CHF mn	7,7	16,7	16,0	13,8	10,2
Pensionsrückstellungen	CHF mn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	CHF mn	1,2	1,5	1,8	2,3	3,1
Finanzanlagen Anlagevermögen	CHF mn	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5
Enterprise Value Hoch		53,3				
Enterprise Value Tief		30,1				
Enterprise Value Durchschnitt		41,6				
Enterprise Value Schlusskurs	CHF mn	25,0	34,2	33,9	32,2	29,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz Hoch	x	3,45	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,95	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,69	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,62	0,39	0,33	0,27	0,22
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	130,2	26,5	12,9	7,4
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	40,1	15,9	8,5
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	73,0	15,2	8,7
KBV Schlusskurs	x	8,6	12,4	10,6	6,2	3,6
KCF Durchschnitt	x	21,7	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	2,8%	-36,7%	2,8%	8,9%	14,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						



## DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>87,6</b>	<b>102,8</b>	<b>118,1</b>	<b>134,2</b>	<b>147,6</b>	<b>157,4</b>	<b>163,8</b>	<b>167,5</b>	<b>169,8</b>	<b>171,3</b>	<b>172,4</b>	<b>173,5</b>	<b>174,5</b>	<b>175,6</b>	<b>176,6</b>
YoY	%	465,9%	17,4%	14,8%	13,7%	10,0%	6,6%	4,0%	2,3%	1,3%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>
EBIT-Marge	%	-0,2%	0,8%	1,7%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,0%
Steuern	CHF Mio.	0,1	-0,2	-0,5	-0,9	-1,1	-1,3	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-1,6
Steuerquote (τ)	%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>6,3</b>
Reinvestitionen	CHF Mio.	-2,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7
<b>FCFF</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>	<b>5,6</b>
WACC	%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	93,2%	86,9%	81,1%	75,9%	71,0%	66,4%	62,2%	58,4%	54,8%	51,5%	48,5%	45,7%	43,3%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	6,3%														
Terminal Cost of capital	CHF Mio.	5,6%														
Barwert Terminal Value	CHF Mio.	20,3														
in % des Enterprise Value	%	33,5%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	CHF Mio.	1,1														
in % des Enterprise Value	%	1,8%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	CHF Mio.	39,2														
in % des Enterprise Value	%	64,6%														
<b>Enterprise Value</b>	<b>CHF Mio.</b>	<b>60,6</b>														
48,6% an asknet (Marktwert)	CHF Mio.	-3,1														
Finanzschulden	CHF Mio.	-9,3														
Excess Cash	CHF Mio.	7,9														
Wert des Eigenkapitals	CHF Mio.	<b>56,0</b>														
Anzahl Aktien	Mio.	4,3														
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>CHF</b>	<b>12,90</b>														



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

## Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

**Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.**

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

## Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.  
**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.  
**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

## Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

## Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ☉ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ☉ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ☉ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ☉ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ☉ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ☉ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ☉ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

**Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenkonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:**

**Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
15.05.2018/08:30 Uhr	CHF 12,90/CHF 7,90	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:**

**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 14.05.2018 um 18:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung CHF 7,90.