

## Pantaflix

Reuters: PALG.XE

Bloomberg: PAL:GR

Rating: Sell Risiko: Sehr hoch  
Kurs: EUR 154,00  
Kursziel: EUR 46,00

### „Rethinking Entertainment“ oder Me-Too-Produkt?

Die Aktie von Pantaflix hat in den vergangenen 18 Monaten eine bemerkenswerte Kursentwicklung vollzogen und sich in der Spitze mehr als verdreifacht. Auslöser dieser Outperformance war die Ankündigung des Unternehmens, neben der traditionellen Filmproduktion ein zweites Standbein im Bereich Transactional Video on Demand (TVoD) aufzubauen. Aus unserer Sicht ist der Wertbeitrag dieses Geschäftsmodells jedoch überschaubar: Im Streaming von B- und C-Movies wird Pantaflix unseres Erachtens nicht die Größenordnungen erreichen, die eine Marktkapitalisierung von rund EUR 200 Mio. rechtfertigen, im Streaming von Blockbustern steht Pantaflix in einem intensiven Wettbewerb mit Medienunternehmen wie Netflix oder Amazon, die über eine wesentlich höhere Finanzkraft verfügen als Pantaflix. Unsere Analyse zeigt, dass der Einstieg in das Streaming von Blockbustern unter bestimmten Annahmen sogar wertmindernd ist. Daher ergibt unsere DCF-basierte Unternehmensbewertung ein Kursziel von EUR 46,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). Gegenüber dem aktuellen Aktienkurs von EUR 154,00 entspricht dies einer von uns erwarteten Kursentwicklung von -75,7%. Wir nehmen die Aktien der Pantaflix AG mit einem Sell-Rating in die Research-Coverage auf.

#### Nischengeschäftsmodell mit B- und C-Filmen

Basierend auf der Geschäftsidee, wonach bis zu 90% der weltweit produzierten Filme nicht für den internationalen Vertrieb zugänglich sind, hat Pantaflix eine VoD-Plattform aufgebaut, die sich an Zuwanderer, sogenannte Expatriates, aber auch an andere globale Konsumenten richtet. Ihnen soll es ermöglicht werden, B- und C-Filme aus ihrer Heimat zu konsumieren, auf die sie ansonsten keinen Zugriff hätten, da diese für die global agierenden Filmverleiher aufgrund ihres lokalen Contents einerseits unattraktiv sind und die lokal tätigen, zumeist mittelständisch organisierten Filmverleiher andererseits keine globalen Auswertungsmöglichkeiten unterhalten können. Unsere Google-Suchen zeigen jedoch, dass selbst die Angaben gemäß am häufigsten gesehenen B- und C-Filme nicht zu visiblen Google-Treffern führen.

#### Me-Too-Produkt in wettbewerbsintensivem Markt

Zur Generierung von Traffic auf der Plattform hat Pantaflix in den vergangenen Monaten mehrere Content-Distributionsvereinbarungen mit Disney und Studiocanal abgeschlossen, die von einigen Marktteilnehmern voreilig bereits als „Ritterschlag“ gefeiert und als Anlass für massive Kurszielanhebungen genommen wurden. Zwar sind die meisten der auf der Startseite von Pantaflix angebotenen Top-Seller Hollywood-Mainstream-Filme, diese werden den interessierten Nutzern jedoch auch von zahlreichen anderen, ungleich bekannteren Plattformen wie iTunes, Google Play oder Amazon zu denselben Konditionen angeboten. Dadurch wurde das ursprünglich spitze, weil auf Expats zugeschnittene Geschäftsmodell nach u. E. ohne Not zu einem schwerlich massentauglichen Me-Too-Produkt ohne Alleinstellungsmerkmal gewandelt. Überdies dürften mit Blockbustern nach unserer Einschätzung aufgrund der hohen Lizenzgebühren bzw. Suchmaschinenkosten auf absehbare Zeit bestenfalls geringe Deckungsbeiträge erzielt werden.

ISIN/WKN: DE000A12UPJ7 / A12UPJ  
Indizes: -  
Transparenzlevel: Scale  
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,271 Mio.  
Marktkapitalisierung: EUR 195,7 Mio.  
Handelsvolumen/Tag: n/a  
Jahresabschluss 2017: voraussichtlich April 2018

EUR Mio. (31/12)	2016	2017e	2018e	2019e
Nettoumsatz	15,1	34,9	42,9	53,3
EBITDA	9,2	17,5	20,2	24,1
EBIT	-1,7	1,2	0,5	2,8
EBT	-1,6	1,2	0,5	2,8
EAT	-1,7	0,8	0,4	1,9

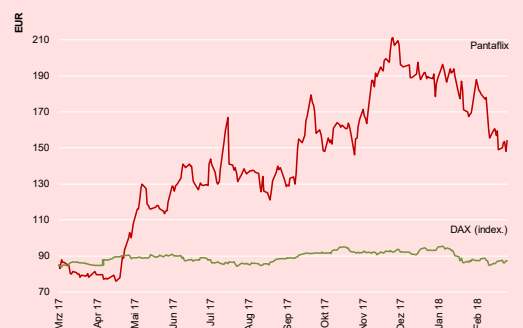
% vom Umsatz	2016	2017e	2018e	2019e
EBITDA	60,5%	50,3%	47,1%	45,3%
EBIT	-11,4%	3,4%	1,2%	5,3%
EBT	-10,8%	3,4%	1,2%	5,3%
EAT	-11,1%	2,4%	0,8%	3,7%

Je Aktie/EUR	2016	2017e	2018e	2019e
EPS	-1,52	0,69	0,32	1,58
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	2,80	21,48	21,71	23,20
Cashflow	10,55	7,17	13,63	15,56

%	2016	2017e	2018e	2019e
EK-Quote	17,0%	66,7%	67,4%	69,2%
Gearing	128%	-42%	-29%	-18%

x	2016	2017e	2018e	2019e
KGV	n/a	n/a	n/a	97,4
EV/Umsatz	6,29	6,56	4,37	3,57
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	67,6
KBV	29,6	8,8	7,1	6,6

EUR Mio.	2018e	2019e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a
Guidance: EBIT	n/a	n/a



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Peter Thilo Hasler, CEFA**  
+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553  
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de  
**Susanne Hasler, CFA**  
+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266  
susanne.hasler@sphene-capital.de

## Executive Summary

### Geringer Wertbeitrag durch Streaming von Blockbustern

Google-Anfragen zu den von Pantaflix vertriebenen Blockbustern führen zwar zu Treffern – auch weit oben in der Google-Rangliste –, diese dürften allerdings ungleich teurer sein als Google-Suchen nach B- und C-Movies. Nach eigenen Angaben beläuft sich die Lizenzgebühr für das Streaming eines B- oder C-Movies auf durchschnittlich 75% des Nettoverkaufspreises. Wir gehen davon aus, dass die Lizenzgebühren für Blockbuster deutlich höher liegen. Hinzu kommt, dass Pantaflix bei Blockbustern im Gegensatz zu den bislang angebotenen B- und C-Movies deutlich höhere Kosten für das Suchmaschinenmarketing zu tragen hat. Setzen wir diese – wie vom Unternehmen genannt – bei etwa EUR 0,50 je Click an, ergeben sich nach unserer Berechnung bestenfalls geringe Wertbeiträge aus dem Blockbuster-Streaming (vgl. Tabelle 1). Die Euphorie, die die jüngsten Vertragsabschlüsse etwa mit Disney bei manchen Marktteilnehmern ausgelöst haben, können wir daher nicht nachvollziehen.

### Verkauf von Aktien der Altaktionäre

Zum Börsengang 2015 wurde der Aktienbesitz des Großaktionärs BlackMars Capital mit 90,0% des damaligen Grundkapitals (insgesamt also 900.000 Aktien) angegeben. Aktuell wird für BlackMars noch ein Anteilsbesitz von 60,0% des derzeitigen Grundkapitals (entsprechend 762.000 Aktien) gemeldet. Insider-Verkäufe müssen seit der Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) auch im Freiverkehrssegment Scale der Deutschen Börse gemeldet werden. Da CEO Dan Maag jedoch nur einen Minderheitsanteil an BlackMars hält und die beiden anderen Gesellschafter nicht bzw. nicht mehr als Direktoren von Pantaflix geführt werden, unterliegen Aktienverkäufe von BlackMars nicht der Director's Dealings-Meldepflichtung des MAR. Insofern kann nach u. E. nicht ausgeschlossen werden, dass der bisherige Großaktionär weitere Aktienbestände in steigende Kurse verkauft (hat).

### Mangelnde Transparenz

Das Unternehmen weist weder eine Segmentberichterstattung aus, noch wird die u. E. zentrale Kennzahl zur Bewertung der Streaming-Aktivitäten, nämlich die Anzahl der Streams, veröffentlicht. Ebenfalls verzichtet das Unternehmen auf die Veröffentlichung von Q1- oder Q3-Berichten sowie im Halbjahresbericht auf die für eine Unternehmensbewertung elementare Kapitalflussrechnung; dies steht in Einklang mit den Berichtsverpflichtungen des Scale, mehr Transparenz sollte jedoch von den Aktionären und Analysten dringend eingefordert werden.

### Kapitalflussrechnung mit merkwürdiger Besonderheit

Wir stellen eine bemerkenswerte Eigenheit im geprüften Jahresabschluss der Gesellschaft fest. So wird im Cashflow-Statement des letzten, verfügbaren Jahresabschlusses die Liquidität zum Ende des Geschäftsjahres 2016 mit EUR -3,936 Mio. angegeben. Vergleichbare Werte finden sich auch in den Vorjahren.

### Deutliche Überbewertung der Aktie

Wir haben in unseren Prognosen ein „Blue-Sky-Szenario“ angesetzt, in dem Pantaflix bis 2021e eine deutliche Verbesserung der Ertragsentwicklung gelingen wird. Aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell, das dem langfristigen Charakter des Geschäftsmodells von Pantaflix nach unserer Einschätzung am besten gerecht wird, ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 46,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). In einer Monte-Carlo-Simulation ermitteln wir in einem Bear-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 31,00 je Aktie, in einem Bull-Case-Szenario von EUR 62,00 je Aktie. Angesichts eines im Base-Case-Szenario erwarteten Kursrückgangs von -75,7% nehmen wir die Aktien der Pantaflix AG mit einem Sell-Rating in unsere Research-Coverage auf.

### Risiken für unser Anlageurteil und Kursziel

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Upside-Risiken: **(1)** Deutlich höherer Anteil an höhermargigen B- und C-Movies im Streaming-Bereich durch forcierte Ansprache der 250 Mio. Expatriates; **(2)** Produktion von Spielfilmen und TV-Serien mit Blockbuster-Potenzial; **(3)** niedrigere als von uns erwartete Costs per Click im Streaming von Blockbustern; **(4)** weitere nicht-exklusive Vertragsabschlüsse mit attraktiven Content-Lieferanten; **(5)** mögliche Übernahme des Unternehmens.

## Unternehmenswert EUR 46,00 je Aktie – Sell

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der Pantaflix AG anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted-Cashflow- (DCF-) Entity-Modells.

Bezogen auf den Umsatz kann Pantaflix durchaus als Wachstumsunternehmen qualifiziert werden: In den vergangenen sechs Jahren (2011-17e) konnte Pantaflix eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 156,4% erzielen und den Umsatz auf EUR 34,9 Mio. (2017e) verbessern. Ursächlich für dieses hohe Wachstum war insbesondere eine starke Pipeline in der Filmproduktion sowie, von niedrigem Niveau aus startend, der Einstieg in das Video-Streaming. Auch ertragsseitig gehen wir davon aus, dass Pantaflix im vergangenen Jahr die Gewinnzone erreicht hat.

Für die kommenden vier Jahre (Detailplanungsperiode) rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Umsatztrends und modellieren eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 23,2%. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2031e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Erlöswachstumsrate von 2,7% angesetzt, was dem Niveau entspricht, das Marktforscher für den TVoD-Markt erwarten. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einer Monte-Carlo-Simulation haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Per Saldo ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 46,00 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir einen Wert des Eigenkapitals von EUR 31,00 je Aktie, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 62,00 je Aktie. Sämtliche Wertansätze liegen deutlich unter dem aktuellen Aktienkurs von EUR 154,00.

### Bewertungsansatz für Pantaflix

Pantaflix bietet ein transaktionsbasiertes Video-on-Demand- (VoD-) Modell an. Im Gegensatz zum Streaming-Weltmarktführer Netflix, der ein abonnentenbasiertes Geschäftsmodell vermarktet, muss bei Pantaflix jeder Film-Download separat bezahlt werden. Neben der TVoD-Plattform ist Pantaflix über die 100%ige Tochtergesellschaft Pantaleon Films ein Full-Service-Dienstleister für die gesamte Abwicklung von filmischen Produktionen. Dabei ist Pantaflix für die Entwicklung, Finanzierung, Produktion und Kontrolle der Rechte verantwortlich, für Dritte ist Pantaleon Films als Auftragsproduzent tätig. Sonstige Aktivitäten des Unternehmens (PantaSounds und March & Friends) sind in bewertungstechnischer Hinsicht von unmaßgeblicher Bedeutung.

Der Wert von Pantaflix setzt sich damit aus den folgenden Komponenten zusammen:

- ⑤ Der Anzahl an Streams und
- ⑤ dem durchschnittlichen Wertbeitrag eines Streams,
- ⑤ dem Wertbeitrag des Geschäftsbereichs Filmproduktion.

### Kann die Anzahl der Streams seriös prognostiziert werden?

Aus unserer Sicht ist diese Frage mit einem klaren Nein zu beantworten. Es ist trivial, eine Prognose von beispielsweise 1 Mio. (2018e), 10 Mio. (2019e) und 100 Mio. (2020e) abzugeben (wahlweise 1, 30 und 400 oder jede andere Zahl) und darauf aufbauend eine Unterbewertung der Pantaflix-Aktie zu verargumentieren. Als problematisch werten wir es zum einen, wenn eine Kaufempfehlung der Aktie nur auf nicht prognostizierbaren Schätzungen der Streaming-Erlöse basiert, ohne dass von der Gesellschaft Vergangenheitsdaten veröffentlicht werden, und diese Kurszielfindung implodiert, wenn eine deutliche Unterschreitung der geschätzten Zahlen eintritt. Diese Vorgehensweise entspricht eher einem Roulette-Spiel.

### Wie viel ist ein Transaktionskunde wert?

Zum anderen zeigt eine Analyse der Wertbeiträge der einzelnen Streams, dass die korrekte Prognose der Anzahl an Streams weniger wichtig ist, als deren Struktur. Hierfür ist es aus unserer Sicht notwendig, zwischen B- bzw. C-Movies auf der einen und Blockbustern auf der anderen Seite zu unterscheiden, da für letztere zusätzlich die Gebühren der Google-Suche miteinbezogen werden müssen. Eine Zusammenfassung der Wertbeiträge der beiden Streaming-Modelle liefert folgende Tabelle:

**TABELLE 1: DURCHSCHNITTLICHER WERTBEITRAG EINES TVOD-STREAMS**

Preis je Film (brutto)	EUR	3,99			
Mehrwertsteuer	%	19,0%			
<b>Preis je Film (netto)</b>	<b>EUR</b>	<b>3,23</b>			
		<b>B- und C-Movies</b>		<b>Blockbuster</b>	
Durchschnittliche Lizenzgebühr	%	75,0%	75,0%	80,0%	85,0%
Durchschnittliche Costs per Click		-	0,50	0,50	0,50
<b>Rohrertrag Pantaflix</b>	<b>EUR</b>	<b>0,81</b>	<b>0,31</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,02</b>

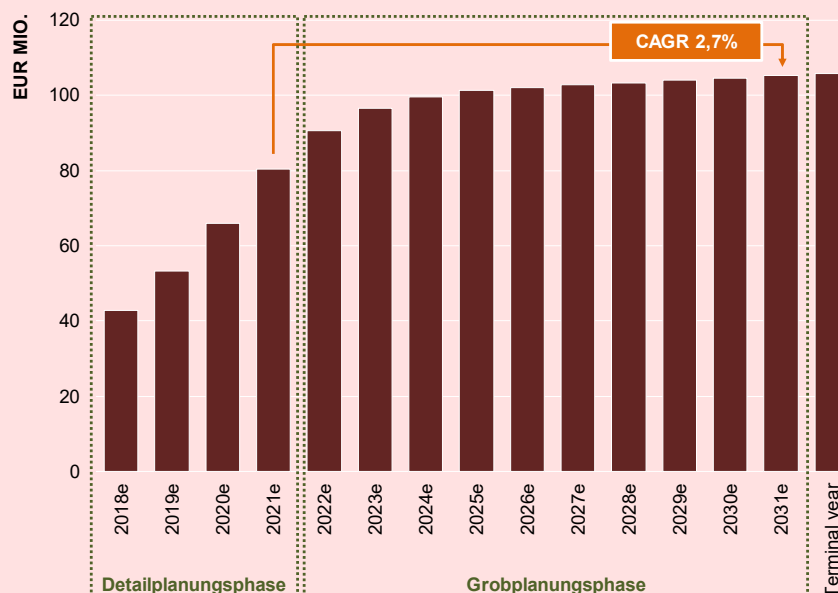
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Rohrertrag zwischen EUR 0,31 und EUR -0,02 je Stream

In der Vergangenheit hat Pantaflix angegeben, dass die Lizenzgebühr für das Streaming eines Films bei durchschnittlich 75% liegt. Da wir davon ausgehen, dass die Lizenzgebühren für die unlängst abgeschlossenen Blockbuster-Deals deutlich höher liegen, haben wir eine Szenarioanalyse vorgenommen und zusätzliche Berechnungen für 80% und 85% erstellt.

Hinzu kommt, dass Pantaflix bei Blockbustern aufgrund des intensiven Wettbewerbs im Gegensatz zu den bislang angebotenen B- und C-Movies Kosten für das Suchmaschinenmarketing (SEM) zu tragen hat. Da diese selbst von Insidern nur schwer zu quantifizieren sind, haben wir die SEM-Kosten pauschal bei dem vom Unternehmen genannten Betrag von EUR 0,50 je Click angesetzt. Aus obenstehender Tabelle wird deutlich, dass bei einer Lizenzgebühr von 85% der bei Pantaflix verbleibende Rohrertrag aus dem Vertrieb eines Blockbusters negativ ist. Selbst bei einer Lizenzgebühr von 80%, die unser Base-Case-Szenario darstellt, verbleibt bei Pantaflix lediglich ein Rohrertrag von EUR 0,15 je Stream. Bei 1,0 Mio. Streams – einem deutlich visibleren Marktanteil als dem zurzeit von Pantaflix eingenommenen – errechnet sich dementsprechend ein Rohrertrag von lediglich EUR 150.000.

**ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2018E-31E**



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 23,2% bzw. 2,7%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Unser Hauptbewertungsverfahren für Pantaflix ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell der Filmproduktion ist kapitalintensiv: Wachstum wird in erster Linie durch die Ausweitung des Angebots von Filmen auf der VoD-Plattform pantaflix.com (sowie deren länderspezifischen Derivaten) erreicht. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist demnach ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der Pantaflix AG.

Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2031e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

## Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen 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 2017e-21e in Höhe von 23,2%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 2,7% 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 zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

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

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** (ohne Berücksichtigung von Beteiligungserträgen) von 11,2% in 2021e auf 24,2% in 2031e (Peak-Margins) infolge rückläufiger Nettoinvestitionen sukzessive mehr als verdoppeln werden;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 20,0% liegen;
- ⑤ ein **Fundamental-beta** von 1,3, das sich in Ermangelung von Börsenkursen aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

Unsere Annahmen unterstellen eine deutliche Marktdurchdringung in Deutschland (Details siehe Kapitel „Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen“)

## TABELLE 2: 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 eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- ⑤ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode mit 31,0% auf dem bereits in der Detailplanungsphase zuletzt zu beobachtenden Durchschnittswert einpendelt;
- ⑤ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 4,1% pro Jahr, der ein von uns für Pantaflix abgeleitetes synthetisches Rating von BB zugrunde liegt;

- ☉ dass die von Pantaflix in diesem Jahr erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 6,4% 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 (zehnjähriger) 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 1,5% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) und einer (aus dem aktuellen Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (0,5%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von BB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 6,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Pantaflix eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 75%/25% anstrebt;

**TABELLE 3: WACC (2018E)**

<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>1,5%</b>
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	75,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>5,3%</b>
<b>Kosten der Verschuldung</b>		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	6,0%
Grenzsteuersatz	%	31,0%
Zielkapitalstruktur	%	25,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>1,1%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>6,4%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

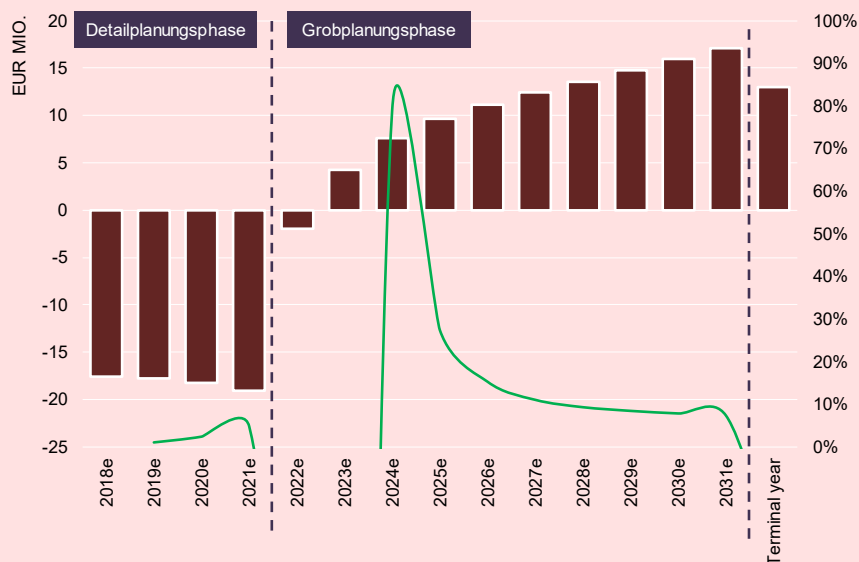
- ☉ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr mit ihrem Nennwert angesetzt werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies betrifft insbesondere die Jahre der Detailplanungsphase, in der wir aufgrund der hohen Investitionen in den Aufbau des Filmrechttestocks (wir gehen davon aus, dass Pantaflix zukünftig tendenziell größere Filmprojekte umsetzen wird) negative Free Cashflows erwarten.
- ☉ dass Pantaflix 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 6,4% (2018e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

### Klassisches Hockeystick-Muster der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2018e bis 2031e. Erkennbar ist, wie die Anfangs- oder Detailplanungsphase nach unseren Schätzungen von den erheblichen Investitionen in den Aufbau der Pantaflix-Plattform sowie in den Filmrechtekatalog des Produktionsbereichs belastet sein wird, was durchgängig negative Free Cashflows zur Folge haben sollte. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir demgegenüber nur noch Investitionen in Working Capital modelliert, jedoch keine weiteren Großprojekte. Im Terminal Value

schließlich modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen leichten Rückgang der Free Cashflows, welcher dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellt.

**ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF)**



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2018e bis 2021e haben wir erhebliche Investitionen in den Aufbau der Plattform sowie in den Filmrechtebestand modelliert, während der anschließenden Grobplanungsphase dagegen im Wesentlichen nur noch Erhaltungsinvestitionen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 46,00 je Aktie**

Der Enterprise Value der Pantaflix liegt in unserem Modell bei EUR 46,6 Mio. Aus diesem werden etwa 124,3% über den Terminal Value abgeleitet, -146,7% bzw. 122,4% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der negative Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase ergibt sich aufgrund der von uns prognostizierten hohen Abflüsse aus dem Auf- und Ausbau der Plattform und dem Aufbau des Filmrechtekatalogs. Zuzüglich der von uns geschätzten Nettofinanzposition von EUR 11,5 Mio. (per Ende 2017e) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 58,1 Mio. Bei 1,271 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von rund EUR 46,00 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 46,00 je Aktie

**TABELLE 4: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

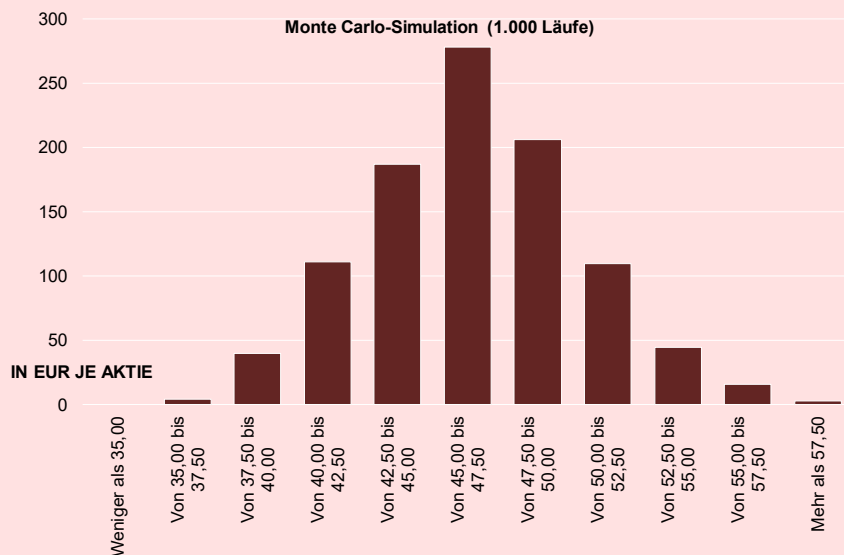
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	57,9
in % des Gesamtwertes	%	124,3%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	-68,3
in % des Gesamtwertes	%	-146,7%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	57,0
in % des Gesamtwertes	%	122,4%
<b>Summe der Barwerte (Enterprise Value)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>46,6</b>
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,2
Cash	EUR Mio.	16,7
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>58,1</b>
<b>Anzahl ausstehender Aktien</b>	<b>Mio.</b>	<b>1,3</b>
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>46,00</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Erweiterte Szenarioanalyse einer Monte-Carlo-Simulation**

In der nachfolgenden Abbildung 3 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 Enterprise Values von unter EUR 39,5 Mio. und über EUR 78,9 Mio. bzw. von unter EUR 31,00 und über EUR 62,00 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

**ABBILDUNG 3: ERWEITERTE SZENARIOANALYSE**



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung**

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 46,00 je Aktie wäre Pantaflix mit folgenden Multiples bewertet:

**TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN**

X	Bewertung mit EUR 46,00 je Aktie		
	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	29,1x	14,2x
EV/Umsatz	1,2x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA	n/a	18,9x	9,4x
KBV	2,1x	2,0x	1,7x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes**

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Upside-Risiken: **(1)** Deutlich höherer Anteil an höhermargigen B- und C-Movies im Streaming-Bereich durch forcierte Ansprache der 250 Mio. Expatriates; **(2)** Produktion von Spielfilmen und TV-Serien mit Blockbuster-Potenzial; **(3)** niedrigere als von uns erwartete Costs per Click im Streaming von Blockbustern; **(4)** weitere nicht-exklusive Vertragsabschlüsse mit Content-Lieferanten; **(5)** mögliche Übernahme des Unternehmens.



# „Rethinking Entertainment“?

Pantaflix hat sich zum Ziel gesetzt, der „global führende Video-On-Demand-Dienst der Filmbranche“ zu werden. Im zukünftigen Kerngeschäft werden in der hierfür ausgegebenen Roll-Out-Strategie im ersten Schritt rund 250 Mio. Expatriates angesprochen, im zweiten Schritt alle Film-Fans weltweit. Damit strebt Pantaflix nach unserer Einschätzung die Erreichung eines de facto-Standards im Bereich des transaktionsbedingten VoD (TVoD) an und stellt sich damit auf die Ebene des Marktführers im Bereich des abonnentenbasierten VoD, des US-amerikanischen Unternehmens Netflix.

### Ein Vertriebsmodell, das „Entertainment neu definieren“ will

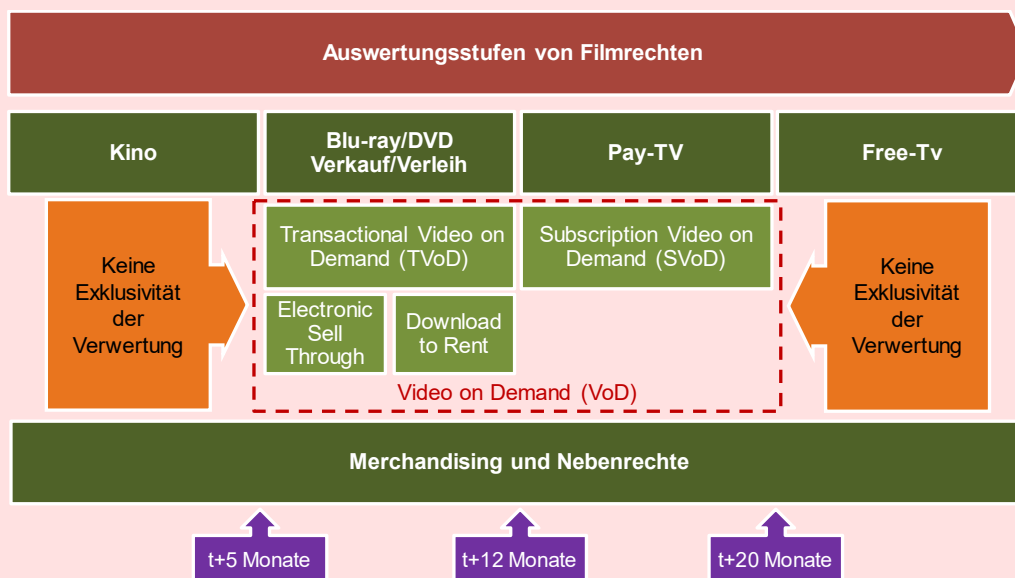
Pantaflix hat innerhalb kürzester Zeit eine beeindruckende Streaming-Plattform aufgebaut. Angaben gemäß können Produzenten und Lizenzrechteinhaber auf diese ihre Filme eigenständig und Angaben gemäß komfortabel hochladen, von wo aus sie von Filmkonsumenten in aller Welt nach Bezahlung einer vom Rechteinhaber festgesetzten Leihgebühr gestreamt werden können. Angesichts des in kurzer Zeit Erreichten wird die eingeschlagene Strategie, „das globale Video-on-Demand-Geschäft auf den Kopf zu stellen“ (H1/2017-Bericht), von einigen Marktteilnehmern als realistisch eingestuft.

„Die Namensänderung von PANTALEON Entertainment AG in PANTAFLIX AG im August 2017 repräsentiert den Anspruch der VoD-Plattform PANTAFLIX, aus einem lokalen Geschäft ein globalisiertes zu machen und die territorialen Vermarktungsgrenzen für Filmproduktionen einzureißen“  
Aus dem Bericht zum ersten Halbjahr 2017

### Alleinstellungsmerkmal bei exotischen B- und C-Movies

Tatsächlich weist das Geschäftsmodell von Pantaflix (das seit dem Börsengang mehrmals leicht „arrondiert“ wurde) auf den ersten Blick einige Alleinstellungsmerkmale auf: Primärer Fokus des Geschäftsmodells waren zunächst die rund 250 Mio. Menschen, die außerhalb ihres Heimatlandes leben (sog. „Expatriates“ oder kurz „Expats“), denen Pantaflix Spielfilme ihres jeweiligen, unter Umständen aus unserer Sicht „exotischen“ Heimatlandes zum Online-Streaming zur Verfügung stellt. Damit sollte es den Expats ermöglicht werden, Filme zu konsumieren, auf die sie ansonsten keinen Zugriff hätten, da diese einerseits für die global agierenden Filmverleiher aufgrund ihres lokalen Contents unattraktiv sind und andererseits die meist lokal oder regional tätigen, häufig mittelständisch organisierten Filmverleiher keine globalen Auswertungsmöglichkeiten unterhalten können. Die Gesellschaft beruft sich dabei auf ein Marktvolumen dieses Geschäftsmodells von aktuell knapp USD 60 Mrd. für das bis zum Jahr 2022e ein Anstieg auf USD 90 Mrd. erwartet (CAGR 2017e-22e 9,2%) wird.

ABBILDUNG 4: IDEALTYPISCHE VERWERTUNG VON FILMRECHTEN

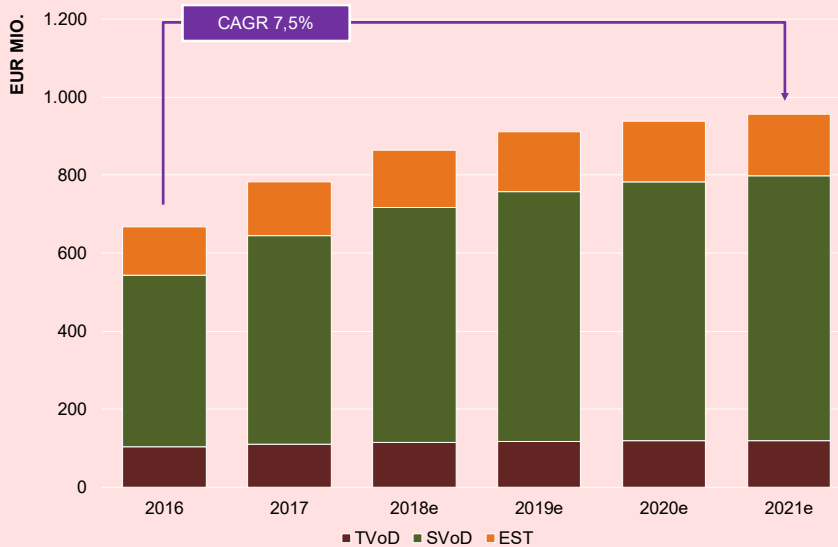


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Rechnerisch hohe Wachstumspotenziale**

In der Tat sind viele der auf der Plattform pantaflix.com angebotenen Filme diesen B- und C-Movies zuzuordnen, die etwa in Persisch, Mongolisch oder Kalaallisut (einer Sprache, die auf Grönland gesprochen wird) gestreamt werden können. In dieser Nische konnte sich Pantaflix gut positionieren und könnte nach unserer Einschätzung an dem erwarteten Marktwachstum von TVoD von durchschnittlich 2,8% p. a. (Quelle: Bitcom) überproportional partizipieren. Mit von uns geschätzten VoD-Erlösen von EUR 3,5 Mio. (2017e) und einem Weltmarktanteil von deutlich unter 0,01% bestehen zumindest rechnerisch hohe langfristige Wachstumspotenziale.

**ABBILDUNG 5: VOD-PLATTFORMEN IN DEUTSCHLAND**



Die Streaming-Modelle zeigen unterschiedliche Wachstumsraten. In Deutschland wird die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate 2016-21e im Subscription VoD (SVoD) mit 9,2% deutlich über den Werten aus Electronic Sell Through (EST, 4,8%) sowie dem von Pantaflix bevorzugten Transactional VoD (TVoD, 2,8%) liegen (Quelle: BITCOM).

Nach dieser Markteinschätzung hätte sich Pantaflix mit seinem TVoD-Angebot auf das behäbigste Teilssegment fokussiert, während sich Netflix mit seinem SVoD-Angebot im dynamischen Segment positioniert hätte.

QUELLE: BITCOM, SPHENE CAPITAL

**Ein Angebot, das gefunden werden will**

Vom Streaming-Weltmarktführer Netflix, der ein abonnentenbasiertes Geschäftsmodell anbietet, differenziert sich Pantaflix durch ein transaktionsbasiertes Geschäftsmodell: Jeder Film-Download muss damit separat vergütet werden. Im Gegensatz zu Netflix muss ein Nutzer, damit er einen Film von der Pantaflix-Website herunterladen kann, auch Kenntnis von deren Existenz haben. Da Pantaflix nach eigenem Anspruch weltweit 250 Mio. Expatriates ansprechen will, ist hierfür nach unserer Einschätzung ein global ausgerichtetes Marketing-Budget erforderlich. Über die absolute Höhe der Marketing-Ausgaben werden in der Finanzberichterstattung des Unternehmens allerdings keine Angaben gemacht; wir vermuten, dass diese in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (H1/2017: EUR 1,6 Mio.) enthalten sind.

**Nur eine geringe Zahl an Google-Treffer**

Wenn wir unterstellen, dass dieser Betrag von Pantaflix effizient eingesetzt wird, sollte ein interessierter Nutzer auf der Pantaflix-Webseite landen, nachdem er einen Film gegoogelt hat. Ein nicht-repräsentativer Selbstversuch zeigt jedoch, dass dies nicht der Fall ist. Die Google-Suche etwa nach „Babam ve Oglum“ („My Father and my son“), Angaben gemäß der am häufigsten gesehene türkischsprachige Film auf der Pantaflix-Plattform, führt ebenso wenig zu Google-Treffern wie die nach „Call if you need me“, dem meist gesehenen chinesischen Film auf der Pantaflix-Plattform. Zu einem vergleichbaren Ergebnis kamen auch die Suchanfragen nach „The Silent Heroes“, dem Angaben gemäß am häufigsten gesehenen indischen Film der Plattform, sowie zahlreichen anderen Suchanfragen nach B- und C-Movies der Plattform. Selbst unsere Suche nach Filmen aus „exotischen“ Ländern wie etwa Suaheli, Amharisch oder Tagalog erbrachte keine visiblen Google-Treffer.

Wie also kann der Aufstieg zum „global führenden VoD-Dienst der Filmbranche“

„Erste und für uns mangels Wettbewerb sehr einfach zu erreichende Zielgruppe sind daher alle Konsumenten, die ihren Lebensmittelpunkt im Ausland gefunden haben. Sie haben dort nur die Möglichkeit, einen kleinen Ausschnitt aus dem reichhaltigen Filmangebot ihres Heimatlandes zu sehen. Beispielsweise leben etwa drei Millionen türkischstämmige Menschen in Deutschland, die nicht auf das uneingeschränkte Filmprogramm aus der Türkei zugreifen können.“  
Aus dem Jahresabschluss 2016

(aus der Pressemeldung vom 27.11.2017) gelingen? Immerhin stehen im Welt-Ranking vor Pantaflix Unternehmen wie Netflix, Amazon oder iTunes, die vergleichbare VoD-Dienstleistungen anbieten wie Pantaflix, aber über ungleich größere finanzielle Mittel und einen deutlich besseren Marktzugang verfügen als Pantaflix?

**Mit Blockbustern ist zwar Aufmerksamkeit, aber kein Alleinstellungsmerkmal möglich**

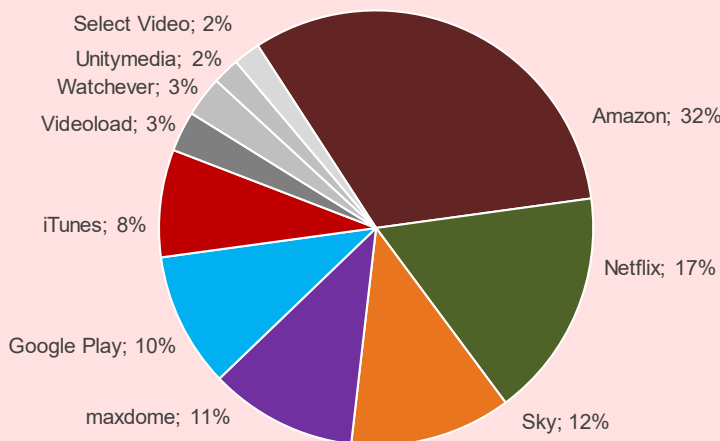
Um dies zu erreichen hat sich das Management im vergangenen Jahr für eine abermalige Neuausrichtung der Unternehmensstrategie entschieden. Als regelmäßiger Besucher der Pantaflix-Website kommen wir nicht umhin zu notieren, dass in den vergangenen Monaten ein Wandel der angebotenen Inhalte stattgefunden hat: In der Rangliste der am meisten gesehenen Filme ähnelt Pantaflix inzwischen anderen Download-Plattformen wie iTunes oder Amazon zum Verwechseln: „The Avengers“, „Fluch der Karibik“, „La La Land“ oder „Findet Nemo“, um nur die aktuellen Top 4 zu nennen, sind aus unserer Sicht keine Videoinhalte, die exklusiv für Expatriates attraktiv sind oder für die Pantaflix Exklusivität beanspruchen könnte. Offenbar sieht sich Pantaflix bereits im zweiten Teil der Roll-Out-Strategie, in der nach den Expatriates alle Film-Fans der Welt angesprochen werden sollen.

„...zugleich ist die Zusammenarbeit [mit Disney] ein eindrucksvoller Beleg für die einzigartige PANTAFlix-Technologie und unser innovatives Vertriebs- und Verwertungsmodell“  
Aus der Pressemeldung vom 27.11.2017

**„Ritterschlag“ durch Me-Too-Produkte?**

Nahe legen diese Annahme mehrere Content-Distributionsvereinbarungen, die Pantaflix in den vergangenen Monaten etwa mit Disney oder Studiocanal für den deutschen Markt abgeschlossen hat und die von einigen Marktteilnehmern aus unserer Sicht voreilig bereits als „Ritterschlag“ gefeiert wurden. Google-Anfragen zu den von Pantaflix vertriebenen Blockbustern führen nun zwar zu den ersehnten Treffern – zuweilen auch weit oben in der Google-Rangliste –, allerdings gehen wir davon aus, dass diese ungleich teurer sind als Google-Suchen nach den bislang vertriebenen B- und C-Movies. Wenn also die globale Visibilität inzwischen zumindest in Teilen gegeben ist, ist die Frage nach ihrer Bedeutung auf die Ertragslage von Pantaflix zu klären.

**ABBILDUNG 6: VIDEO-STREAM-PLATTFORMEN IN DEUTSCHLAND, 2016**



Sowohl SVoD als auch TVoD konnten in den vergangenen Jahren in Deutschland zulegen. Zukünftig jedoch werden aus unserer Sicht nur diejenigen Anbieter Marktanteile hinzugewinnen können, die neben günstigen Preisen auch attraktive Serien und Spielfilme, eine hohe Aktualisierungsrate, einen hohen Anteil an Original Content, redaktionell gestützte Empfehlungen und eine geräteübergreifende Nutzbarkeit anbieten können.

QUELLE: GOLDMEDIA

**Im Wettbewerb mit den finanzstärksten Medienunternehmen der Welt**

Im Streaming von Spielfilmen und Serien werden, anders als in den anderen Stufen der medialen Verwertungskette (vgl. Abb. 4), keine exklusiven Auswertungsrechte vergeben. Für Pantaflix hat dies den Vorteil, dass der „Erwerb“ von Verwertungsrechten nicht mit einem übermäßigen Kapitalbedarf verbunden ist, wie dies in den anderen Stufen der Film-Verwertungskette etwa dem Kino oder DVD/Blu-ray erforderlich ist.

Vom Nischenfilm- zum Mainstream-Anbieter

Nachteil der Nicht-Exklusivität ist, dass die Rechte eben nicht exklusiv vergeben

werden. So sind die meisten der inzwischen auf der Startseite von Pantaflix angebotenen Top-Seller Hollywood-Mainstream-Filme, die interessierte Nutzer auf zahlreichen anderen Plattformen wie iTunes, Google Play oder Amazon zu denselben oder ähnlichen Konditionen ausleihen können. So ist etwa der Blockbuster „Marvel’s The Avengers“ in Deutschland neben Pantaflix unter anderem auch bei Amazon, iTunes, maxdome, Netflix, Google Play, Sky, Microsoft, Videoload, Videociety, Sony, Chili oder Rakuten erhältlich. Damit tritt Pantaflix in Wettbewerb mit den mächtigsten internationalen Medienkonzernen, die mit einer ungleich größeren Kapitalkraft ausgestattet sind als Pantaflix. Überdies werden die Filme auf den Konkurrenz-Angeboten im Gegensatz zu Pantaflix nicht nur zum Verleih, sondern häufig auch zum Kauf angeboten. Ein echtes Alleinstellungsmerkmal können wir daher im VoD-Angebot von Pantaflix nicht ausmachen.

**Bis vor kurzem war nicht die VoD-Plattform Pantaflix.com Kern der Geschäftstätigkeit des Unternehmens, sondern die Entwicklung und Herstellung von Kinofilmen sowie die Verwertung der daraus entstehenden Rechte, sowohl auf eigene Rechnung in Eigen- und Koproduktion als auch als Auftragsproduzent für Dritte. Noch im vergangenen Jahr dürfte dieser kapitalintensive Bereich nach unserer Einschätzung für mehr als 80% der Konzern Erlöse verantwortlich gewesen sein.**

**Filmproduktion auf eigene Rechnung sowie für Dritte**

Neben der VoD-Plattform ist Pantaflix über die 100%ige Tochtergesellschaft Pantaleon Films ein Full-Service-Dienstleister für die gesamte Abwicklung von filmischen Produktionen. Für die unternehmenseigenen Filme übernimmt Pantaleon Films die Entwicklung, Finanzierung, Produktion und Kontrolle der Rechte, für Dritte ist Pantaleon Films als Auftragsproduzent tätig.

**TABELLE 6: FILME UND SERIEN VON PANTALEON FILMS**

	Kinostart	TV Premiere	Eigen-/Auftragsproduktion
Die letzte Sau	29.09.2016	08.02.2018	Eigenproduktion
Der geilste Tag	25.02.2016	27.11.2016	Eigenproduktion
You are wanted	17.03.2017 (Amazon Prime)	18.09.2017	Auftragsproduktion
Jack the Ripper		19.12.2017	Eigenproduktion
Rockstars zählt man nicht	22.08.2017	22.08.2017	Eigenproduktion
Hot Dog	18.01.2018	n/a	Eigenproduktion
Vielmachglas	08.03.2018	n/a	Eigenproduktion
You are wanted - 2. Staffel	2018e	n/a	Eigenproduktion
Die Lochis	2018e	n/a	Eigenproduktion
Generation Beziehungsunfähig	2018e	n/a	Eigenproduktion

QUELLE: SPHENE CAPITAL

**Vorverkäufe machen das kapitalintensive Geschäftsmodell erst möglich...**

Die Produktion von Spielfilmen ist ein kapitalintensives Geschäftsmodell. Zu seiner Refinanzierung überlässt Pantaleon weltweit agierenden Distributoren die nationalen Verwertungsrechte gegen Zahlung einer sogenannten Minimumgarantie („MG“). Dabei erwerben Distributoren die Auswertungsrechte an einem Film für ein abgegrenztes Territorium, einen limitierten Auswertungszeitraum (marktüblich sind hier zehn bis 20 Jahre) sowie für exakt definierte Verwertungsstufen.

**...begrenzen jedoch auch das Upside für Pantaflix**

Die Höhe der Minimumgarantie richtet sich nach dem Umfang der erworbenen Rechte und wird als Prozentsatz der Negativkosten des Films verhandelt. Angaben gemäß hat Pantaleon in der Vergangenheit erst mit der Produktion eines Filmprojektes begonnen, nachdem mindestens 95% der Produktionskosten durch Minimumgarantien abgedeckt werden konnten. Diese Quote soll Angaben gemäß auch bei zukünftigen Produktionen mindestens erreicht werden. Dadurch

kann Pantaleon bereits vor dem Produktionsstart das mögliche Verlustrisiko aus jeder einzelnen Produktion limitieren und steht nur für einen kleinen Restbetrag mit eigenem Eigenkapital im Risiko.

Durch den Verkauf von weiten Teilen der Verwertungsrechte ist damit aber auch das mögliche Upside begrenzt bzw. kann dieses erst nach Ablauf der Lizenzzeiträume von zehn bis 20 Jahren von Pantaflix realisiert werden.

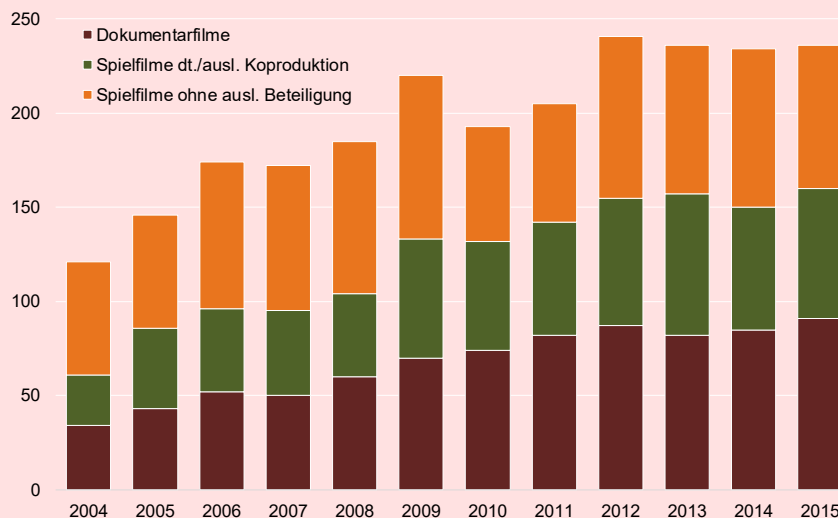
### Die deutsche Kinoproduktion boomt

Das Gesamtmarktumfeld in der Filmproduktion ist attraktiv und zeigt deutliches Wachstum auf. Im Jahr 2015 wurden in Deutschland 236 deutsche Kinoproduktionen (ohne Einbeziehung von Kurzfilmen) herausgebracht. Davon waren 91 Dokumentarfilme, 69 deutsch-ausländische Koproduktionen und 76 rein deutsche Produktionen. Seit dem Jahr 2004 hat sich die Anzahl damit nahezu verdoppelt.

### Pantaflix liegt im Trend, Kino- und TV-Produktionen aus einer Hand anzubieten

Von den in Deutschland beheimateten rund 1.250 „klassischen“ Filmproduzenten stellen etwa ein Drittel überwiegend Kinofilme und zwei Drittel Fernsehproduktionen her. In den vergangenen Jahren war ein klarer Trend dahingehend festzustellen, dass eine eindeutige Zuordnung der Produzenten schwieriger wird; immer mehr Filmproduktionsunternehmen sind sowohl für den Kino- als auch den TV-Bereich tätig.

ABBILDUNG 7: ANZAHL DER FILMPRODUKTIONEN IN DEUTSCHLAND



QUELLE: SPIO, GOLD-MEDIA, SPHENE CAPITAL

### Verringerung der Vorverkaufsquote kann das Risiko signifikant erhöhen

Häufig unterschlagen wird jedoch, dass die Filmproduktion auf eigene Rechnung ohne umfangreiche Vorabverkäufe ein hochriskantes Geschäftsmodell darstellt. Trotz des Versuchs vieler Filmproduzenten, Finanzierungslücken durch Vorverkäufe (Presales) der Filmrechte an Teilhaber der Wertungskette wie regionale Film- oder Videoverleiher, Pay-TV- und Free-TV-Sender sowie Koproduktionspartner zu schließen, stellen Insolvenzen von Filmproduzenten eher die Regel als die Ausnahme dar. Allein unter den kapitalstarken börsennotierten deutschen Filmproduzenten mussten in den vergangenen 20 Jahren folgende Unternehmen Insolvenz anmelden; im Übrigen waren auch unter diesen hohe Vorverkaufsquoten (zumindest in den ersten Jahren nach dem Börsengang) der Normalfall.

**TABELLE 7: INSOLVENZEN BÖRSENNOTIERTER FILMPRODUZENTEN**

<b>Unternehmen</b>	<b>Jahr der Insolvenz</b>
Advanced Medien	2001
Helkon Media	2002
Kinowelt	2002
Senator Entertainment	2004
Intertainment	2006
TV Loonland	2009
e-m-s new media	2010
VCI Film + Medien	2010
CineMedia Film AG	2013

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Nach zwei Kapitalerhöhungen besteht das Grundkapital der Gesellschaft zurzeit aus 1,271 Mio. Stück Aktien. Hauptaktionär des im Freiverkehrssegment Scale notierten Unternehmens sind unverändert die Unternehmensgründer, die jedoch seit dem Börsengang 2015 in beträchtlichem Maße eigene Aktien verkauft haben. Angaben gemäß liegt der Free Float aktuell bei 40,0%.

### Massive Abgabe von Aktien der Altaktionäre

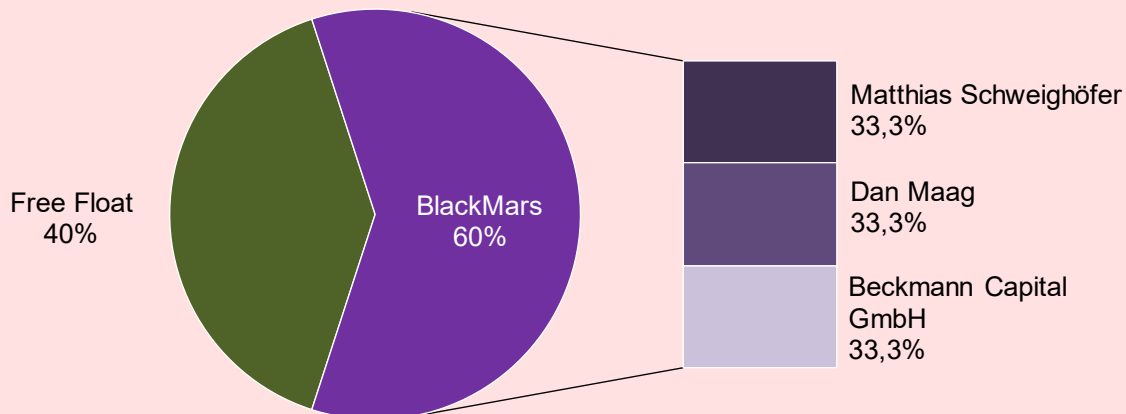
Zum Börsengang 2015 wurde der Aktienbesitz des Großaktionärs BlackMars Capital mit 900.000 Stück Aktien (90,0% des damaligen Grundkapitals) angegeben. Gesellschafter der BlackMars Capital GmbH waren zum Zeitpunkt des Börsengangs mit jeweils einem Drittel der Geschäftsanteile der Filmproduzent Dan Maag (derzeit CEO der Pantaflix AG), der Schauspieler Matthias Schweighöfer sowie die Beckmann Capital GmbH von Marco Beckmann, der zuvor vor allem als Gründer von Nanotechnologieunternehmen bekannt war.

Insider-Verkäufe müssen seit der Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) auch im Freiverkehrssegment Scale der Deutschen Börse gemeldet werden. Da Dan Maag mit einem Drittel der Anteile von BlackMars nur den Status eines Minderheitsgesellschafters hat und die beiden anderen BlackMars-Gesellschafter keine Direktoren der Pantaflix AG (mehr) sind, unterliegen Aktienverkäufe von BlackMars nicht den Director's Dealings-Berichtspflichten des MAR. Insofern kann nach unserer Einschätzung nicht ausgeschlossen werden, dass BlackMars weitere Aktienpakete verkauft hat.

Indizien hierfür liefert die Homepage der Emittentin: Hier wird ist BlackMars derzeit noch mit einem Anteilsbesitz 60,0% gemeldet. Da das Grundkapital nach mehreren Kapitalerhöhungen auf aktuell EUR 1,271 Mio. angestiegen ist, entspricht dies einem rechnerischen Aktienbesitz von 762.000 Stück Aktien. Damit hat der Großaktionär in zumeist steigende Börsenkurse rund 138.000 Aktien verkauft, was aus unserer Sicht kein festes Commitment zu einem Unternehmen darstellt, das eine „wegweisende Zukunftstechnologie“ besitzt und konstatiert, dass mit seinem „talentierten Team die Reise der PANTAFLIX-Rakete gerade erst begonnen“ hat (Zitate aus dem Halbjahresbericht 2017).

“Anfang August erfolgte eine Umplatzierung von 10 Prozent der Anteile am Grundkapital an weitere strategische Anleger. Auf diese Weise konnten wir den viel beachteten Streubesitz erhöhen und gleichzeitig neue institutionelle Investoren in Deutschland und dem europäischen Ausland gewinnen, die für PANTAFLIX AG eine große Bereicherung darstellen”  
Aus dem Bericht zum ersten Halbjahr 2017

ABBILDUNG 8: AKTUELLE AKTIONÄRSSTRUKTUR



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Stärken- und Schwächen-Analyse

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Pantaflix:

Stärken

- ⑤ **Alleinstellungsmerkmal bei Expatriates:** Pantaflix ist aus unserer Sicht Innovationsführer am Markt für Video-Online-Streaming für Nischenfilme mit Fokus auf Expatriates. Basierend auf einem Geschäftsmodell, wonach bis zu 90% der weltweit produzierten Filme nicht für den internationalen Vertrieb zugänglich sind, hat Pantaflix eine VoD-Plattform aufgebaut, die sich an Zuwanderer, sogenannte Expatriates, aber auch an andere globale Konsumenten richtet. Dabei verfolgt Pantaflix ein transaktionsbasiertes Geschäftsmodell, wodurch sich das Unternehmen bewusst von Netflix abhebt, die ein abonnementbasiertes Geschäftsmodell verfolgt.
- ⑤ **Erfolgreicher deutscher Filmproduzent:** Mit der Fertigstellung von etwa einem Dutzend Spielfilmen und Serien in Eigen- und Auftragsproduktion für Dritte hat sich Pantaflix in Deutschland in kurzer Zeit aus unserer Sicht als ernst zu nehmender Filmproduzent etabliert.
- ⑤ **Langjähriges Know-how in der Medienbranche:** Das Management von Pantaflix hat langjährige Erfahrung in der Filmproduktion und war federführend in der Einführung von iTunes in mehr als 60 Ländern. So ist CEO Dan Maag seit vielen Jahren als Filmproduzent tätig. COO Stefan Langefeld hatte Führungspositionen bei Apple inne und war u. a. mehrere Jahre als iTunes Head of TV and Movies Central and Eastern Europe für das TV- und Filmgeschäft von iTunes in Zentral- und Osteuropa verantwortlich.
- ⑤ **Solide Bilanzstruktur:** Mit einer Eigenkapitalquote von 33,2% (per H1/2017) und einer von uns geschätzten Nettoliquiditätsposition von EUR 11,5 Mio. (2017e) weist Pantaflix nach unserer Einschätzung eine auskömmliche bilanzielle Stärke auf.
- ⑤ **Rein organisches Wachstum:** Die bislang erreichte Marktstellung wurde ausschließlich durch organisches Wachstum erreicht. Risiken aus externem Wachstum bestehen daher bislang nicht.
- ⑤ Pantaflix ist **nur in geringem Maße Währungsrisiken** ausgesetzt: Sowohl auf der Kosten- als auch auf der Umsatzseite wird bislang nahezu vollständig in Euro kontrahiert.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Pantaflix:

Schwächen

- ⑤ **Me-Too-Produkt in wettbewerbsintensiver Branche:** Wenn man den Filmkatalog der Website nach „Most popular“ sortiert, wird deutlich, dass die überwiegende Mehrheit der VoD-Erlöse durch das Streaming von Blockbustern generiert wird. Nischenfilme für Expatriates, bis vor kurzem das eigentliche Geschäftsmodell des Unternehmens, tauchen dagegen erst auf tiefer liegenden Seiten der Plattform auf. Damit ähnelt die Pantaflix-Plattform anderen VoD-Angeboten wie Amazon, Netflix oder iTunes. Alleinstellungsmerkmale in den Streaming-Angeboten von Pantaflix können wir nicht ausmachen. Aus unserer Sicht ist der zukünftige Erfolg der Streaming-Plattform ist eine unmittelbare Funktion der Höhe der Werbeausgaben des Unternehmens.
- ⑤ **Besonderheiten in der Rechnungslegung:** Wir stellen eine bemerkenswerte Besonderheit im geprüften Jahresabschluss (Wirtschaftsprüfer war die Votum AG) der Gesellschaft fest. Aus dem Cashflow-Statement des letzten, verfügbaren Jahresabschlusses für das Geschäftsjahr 2016 geht hervor, dass die Liquidität zum Ende des Geschäftsjahres 2016 bei einem negativen Wert von EUR -3,936 Mio. gelegen hat. Ursächlich für diesen Wert ist, dass die Gesellschaft Veränderungen der Bankverbindlichkeiten nicht in der Kapitalflussrechnung berücksichtigt.
- ⑤ **Mangelnde Transparenz:** Das Unternehmen weist weder eine Segmentberichterstattung aus noch wird bislang die zentrale Kennzahl zur Bewertung der Streaming-Aktivitäten, nämlich die Anzahl der Streams, veröffentlicht. Damit ist es u. E. nicht möglich, die tatsächlichen Umsätze im Streaming-Geschäft abzuschätzen – was dazu führt, dass bei der Bewertung des Un-



ternehmens ein erheblicher Sicherheitsabschlag vorgenommen werden müsste. Darüber hinaus enthält sich das Unternehmen der Veröffentlichung von Finanzberichten zum ersten und dritten Quartal eines Jahres. Schließlich hat sich das Unternehmen zu entschlossen, übrigens ebenfalls in Einklang mit den Folgeverpflichtungen des Freiverkehrssegments Scale der Frankfurter Wertpapierbörse, auf die Veröffentlichung der Kapitalflussrechnung im Halbjahresbericht zu verzichten.

- ⑤ **Aggressive Pressemeldungen:** Wie von anderen Medienunternehmen – unter anderem des ehemaligen Neuen Marktes bekannt –, ist in der Medienbranche eine aggressive Sprache durchaus an der Tagesordnung. Dennoch sind aus unserer Sicht Aussagen wie „eindrucksvoller Beleg für die einzigartige PANTAFLIX-Technologie und [...] innovatives Vertriebs- und Verwertungsmodell“ gewöhnungsbedürftig, vor allem, wenn man sich vergegenwärtigt, dass dahinter nicht viel mehr als ein nicht-exklusiver Content-Deal steht, den Disney zuvor bereits mit anderen Auswertungsplattformen abgeschlossen hat.
- ⑤ **Bis H1/2017 fehlende Profitabilität:** Seit dem Börsengang ist Pantaflix nicht nur den Beweis schuldig geblieben, ein profitables Geschäftsmodell zu unterhalten, die Ertragslage hat sich nach dem IPO im Jahr 2016 zeitweise markant verschlechtert. Wir gehen allerdings davon aus, dass Pantaflix das vergangene Geschäftsjahr mit einem leichten Gewinn abgeschlossen hat. Dieser ist jedoch allein auf das Segment Film- und Serienproduktion zurückzuführen, die VoD-Plattform dürfte nach unserer Einschätzung noch für längere Zeit defizitär sein.
- ⑤ **Schwierige Planbarkeit der Ertragslage:** Das Geschäftsmodell der Filmproduktion ist kapitalintensiv und selbst im Fall von Vorabverkäufen mit Risiken verbunden. Darüber hinaus sind die Projekte in der Produktion sowohl in Bezug auf ihre Anzahl als auch ihr Budget großen Schwankungen, so dass die Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen im Segment Film- und Serienproduktion mit erheblichen Risiken verbunden ist.
- ⑤ **Hoher Fixkostenblock:** Als junges Unternehmen im Wachstumsmodus würden wir es begrüßen, wenn Pantaflix ein entsprechendes Kostenbewusstsein etabliert hätte. Mit nicht weniger als vier Standorten in München, Berlin, Köln und Frankfurt und rund 90 Mitarbeitern hat das Unternehmen inzwischen einen aus unserer Sicht hohen Fixkostenblock aufgebaut, der für den Fall, dass keine weitere Refinanzierung über den Kapitalmarkt möglich sein sollte, einen zeitnahen Erfolg der Streaming-Plattform unumgänglich macht.
- ⑤ **Abhängigkeiten von Amazon und Warner:** Im Filmproduktionsbereich wurde ein Teil der Erlöse mit Amazon und der Serie „You Are Wanted“ erzielt. Die in Zukunft erzielbaren Erlöse können durch die starke Stellung von Amazon geringer ausfallen, als geplant. Vergleichbare Abhängigkeiten bestehen aus unserer Sicht mit Warner Brothers.
- ⑤ **Netflix mit deutlich höheren Wachstumsraten als Pantaflix:** Marktforschern (Bitcom) zufolge weist das abonnementbasierte VoD (z. B. Netflix) in Deutschland deutlich höhere Marktwachstumsraten auf als das von Pantaflix bevorzugte transaktionsbasierte VoD.
- ⑤ **Abhängigkeiten vom Großaktionär:** Pantaflix ist aus unserer Sicht in erheblichem Maße von einem seiner Großaktionäre, dem Schauspieler Matthias Schweighöfer, abhängig. Dieser hatte Pantaflix 2010 gegründet, nicht zuletzt um damit eigene Filmprojekte umzusetzen. Sollte die Zusammenarbeit mit Matthias Schweighöfer beendet werden, würde dies nach unserer Einschätzung markant negative Auswirkungen auf den Umsatz und die Ertragslage der Folgeperioden haben.
- ⑤ **Großaktionäre haben sich von Teilen ihrer Aktien getrennt:** Angesichts der aus Sicht der Gesellschaft höchst aussichtsreichen Perspektiven ist es aus unserer Sicht verwunderlich, dass sich die Großaktionäre nach dem Börsengang in erheblichem Umfang von ihren Aktien getrennt haben. So wurde 2017 im Rahmen einer Umplatzierung ein Anteil von 10% an der Gesellschaft (zum damaligen Zeitpunkt 115.500 Stück Aktien) an „namhafte Finanzinvestoren“ abgegeben, die sich teilweise aufgrund von Größenbe-

schränkungen erst zu diesem Zeitpunkt an der Gesellschaft beteiligen konnten. Rechnerisch verringerte sich zum damaligen Zeitpunkt der Anteilsbesitz von BlackMars auf 784.500 Stück Aktien. Dass es möglicherweise nicht bei diesen Verkäufen geblieben sein könnte, zeigt ein Blick auf die aktuelle Aktionärsstruktur, die der Gründungsgesellschafterin BlackMars einen Anteilsbesitz von derzeit „rund 60,0%“ zuweist; bezogen auf aktuell 1.271 Mio. Aktien entspräche diese Angabe einem Aktienbesitz von 762.000 Stück Aktien. Präzise Daten stehen aktuell nicht zur Verfügung, da BlackMars mehrheitlich im Besitz von Nicht-Direktoren ist und dementsprechend nicht der Meldepflicht des MAR unterliegt.

## Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Pantaflix generiert zum überwiegenden Teil Umsätze aus dem Verkauf von Lizenzrechten für eigen erstellte Filme, aus Auftragsproduktionen, die Pantaflix für Dritte herstellt sowie durch die Erlöse aus dem Streaming von Filmen auf der eigenen Plattform pantaflix.de. Die Kostenseite wird wie bei vielen Medienunternehmen von Abschreibungen dominiert. Nach unseren Schätzungen haben die Umsätze im vergangenen Jahr bei EUR 34,9 Mio. gelegen, das operative Ergebnis (EBIT) schätzen wir mit EUR 1,2 Mio. deutlich im positiven Bereich. Bedingt durch einen steigenden Anteil von Streaming-Erlösen und deren deutlich geringere Rohertragsmarge erwarten wir für das laufende Jahr 2018e zwar erneut einen Anstieg der Umsätze auf dann EUR 42,9 Mio. (+23,2% YoY), beim operativen Ergebnis (EBIT) rechnen wir jedoch mit einer rückläufigen Entwicklung auf EUR 0,5 Mio. Für 2019e erwarten wir eine Verbesserung von Umsatz und operativem Ergebnis auf dann EUR 53,3 Mio. (+24,2% YoY) bzw. EUR 2,8 Mio.

### Schwerpunkt der Erlöse stammen aus der Filmproduktion

Insgesamt wurden für das erste Halbjahr 2017 Erlöse in Höhe von EUR 11,7 Mio. berichtet. Schwerpunkt der aktuellen Geschäftstätigkeit des Unternehmens ist die Filmproduktion auf eigene Rechnung sowie Auftragsarbeiten für Dritte, Angaben gemäß wurden im ersten Halbjahr 2017 auch erste Erlöse aus der Streaming-Plattform erzielt.

Eine Prognose der Erlöse ist unseres Erachtens selbst für Unternehmensvertreter mit erheblichen Unsicherheiten verbunden, insbesondere weil

- ⊖ die Erlöse und Erträge aus der Filmproduktion zum einen erratischen Schwankungen unterworfen sind, das Geschäftsmodell auf der anderen Seite einer hohen Kapitalintensität unterworfen ist, und
- ⊖ die Erlöse aus der transaktionsbasierten Streaming-Plattform von niedriger Basis aus zu prognostizieren sind.

### Erlöse aus der Filmproduktion unterliegen erratischen Schwankungen

Erlöse aus der Filmproduktion können aus dem Rechtstock und der aktuellen Projektpipeline der Filme abgeleitet werden, deren Drehbeginn noch nicht erfolgt ist. Auf dieser findet sich aktuell mit einer Verfilmung von Mozarts „Die Zauberflöte“ nur ein Projekt. Unbestätigt sind Internetberichte über eine Verfilmung von „Resistance“ (mit Jesse Eisenberg), „100 Dinge“ (mit Matthias Schweighöfer) und von „Generation Beziehungsunfähig“.

Ungeachtet der guten Pipeline kann es problematisch sein, von grundsätzlich steigenden Erlösen im Filmproduktionsbereich auszugehen. Erratische Schwankungen sind regelmäßig auch bei anderen Medienproduzenten zu beobachten. So lagen etwa die Segmenterlöse von Constantin Medien, dem größten Filmproduzenten Deutschlands, im Bereich Film im dritten Quartal 2017 um 12,2% und die Segmenterträge um 61,5% unter ihren vergleichbaren Vorjahreswerten.

TABELLE 8: ANZAHL AN STREAMS UND ERWARTETE STREAMING-ERLÖSE

		2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Streaming-Erlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,7</b>	<b>12,1</b>	<b>19,6</b>	<b>28,5</b>
Anzahl Streams	Mio.	0,0	1,0	2,0	3,6	5,8	8,5
YoY	&	n/a	n/a	100,0%	80,0%	62,0%	45,8%
Preis pro Stream (brutto)	EUR	n/a	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99
Preis pro Stream (netto)	EUR	n/a	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Prognose der Streaming-Erlöse

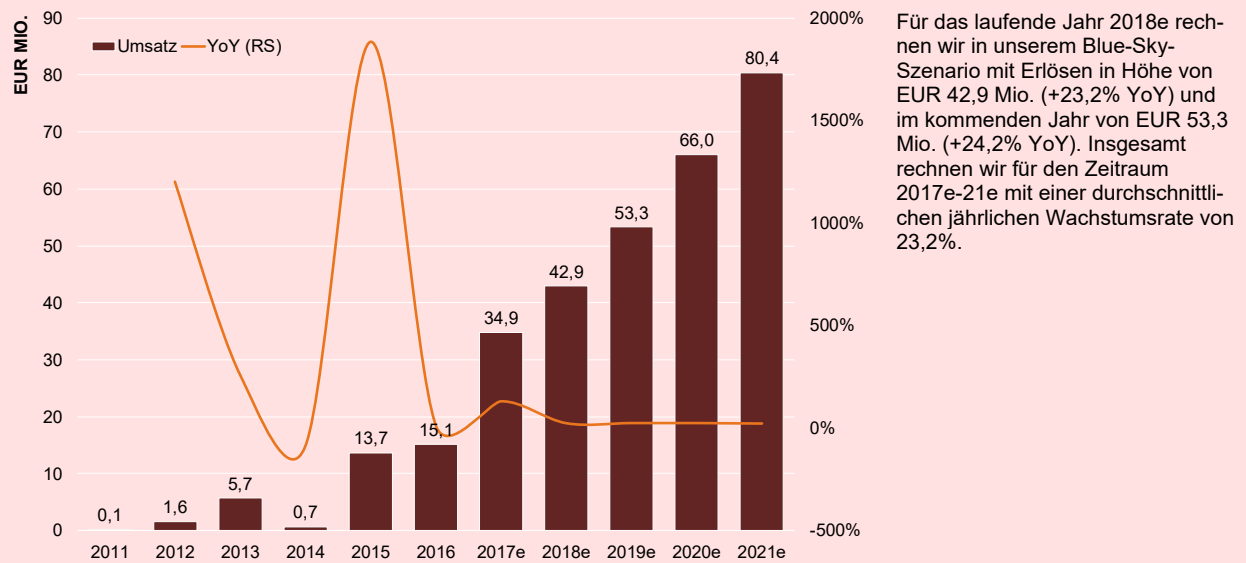
Bei den Streaming-Erlösen haben wir eine dynamische Entwicklung und den Gewinn von Marktanteilen modelliert. Wir betrachten unsere Prognosen als „Blue-Sky-Szenario“, da wir es durchaus für möglich halten, dass der zum Erreichen dieser Prognosen erforderliche Werbeetat nicht effizient genug eingesetzt werden wird., um diese Zahlen zu erreichen. Eine Analyse der Static OVI (Online Value Index), einer Kennzahl, mit der man auf einen Blick die Sichtbarkeit

einer Domain bei Google (und Bing Deutschland) erkennen kann, legt dies nahe. Mit einem aktuellen Wert von unter 0,15 liegt dieser aus unserer Sicht in einem nicht zufriedenstellenden Bereich.

### Umsatz-CAGR 2017e-21e von 23,2%

Insgesamt rechnen wir damit, dass Pantaflix die Erlöse bis 2021e auf EUR 80,4 Mio. ausdehnen wird. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir diese Schätzung als ein Blue-Sky-Szenario ansehen, in dem es Pantaflix gelingt, nicht nur die Filmpipeline erfolgreich auszubauen, sondern auch gegenüber Amazon, Netflix und anderen Streaming-Anbietern erhebliche Marktanteile zu gewinnen.

**ABBILDUNG 9: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2011-21E**

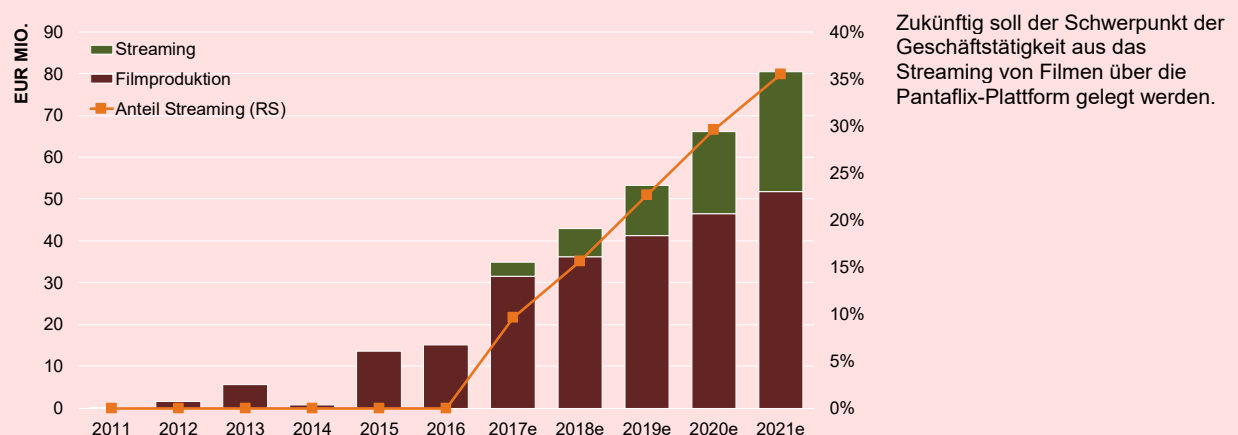


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Prognose der Segmenterlöse bis 2021e

Im vergangenen Jahr wurden nach unserer Einschätzung rund 90,4% der Konzernerlöse aus der Filmproduktion erzielt. Das verbleibende Zehntel entfiel dementsprechend auf weltweite Streaming-Erlöse.

**ABBILDUNG 10: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2015-21E**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

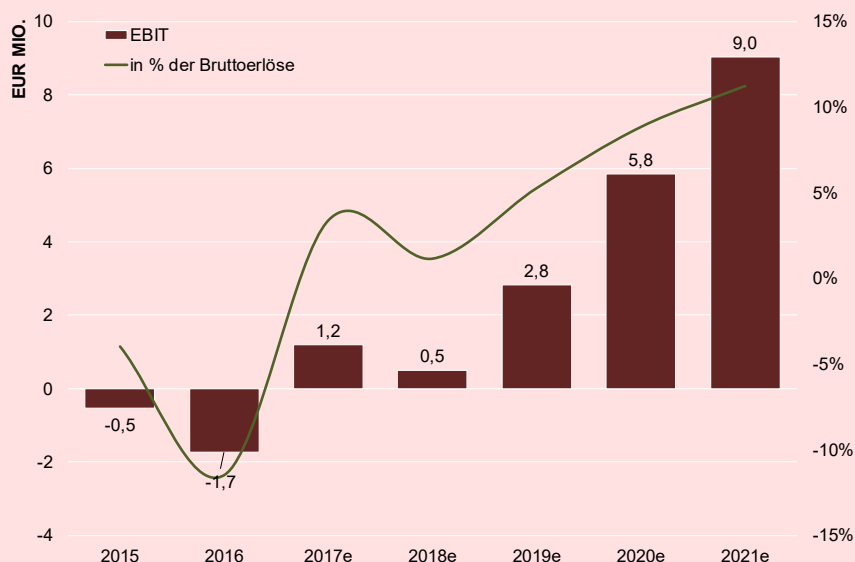
In den Streaming-Erlösen liegt nach unserer Einschätzung auch das höchste Wachstumspotenzial des Unternehmens: Wir gehen in unserem Modell davon aus, dass der Anteil der Streaming-Erlöse bis zum Jahr 2021e auf 35,5% ansteigen sollte. EUR 28,5 Mio. werden dann mit diesem innovativen Geschäftsbe- reich erwirtschaftet.

### Für 2018e rechnen wir mit einem Rückgang des operativen Ergebnisses

In den Jahren 2015 und 2016 lag das operative Ergebnis von Pantaflix im negativen Bereich. Für 2017e gehen wir davon aus, dass Pantaflix einen operativen Gewinn (EBIT) von EUR 1,2 Mio. erreichen konnte.

Für das laufende Geschäftsjahr 2018e rechnen wir jedoch aufgrund der hohen Aufwendungen für den Einstieg in das Streaming-Geschäft und der aktuell über- schaubaren Filmpipeline im Produktionsbereich mit einem Rückgang des opera- tiven Ergebnisses (EBIT) auf EUR 0,5 Mio., bevor dieses in den kommenden Jahren nach unseren Schätzungen wieder ansteigen wird. Insgesamt rechnen wir mit folgender Entwicklung:

**ABBILDUNG 11: EBIT (LS) UND EBIT-MARGE (RS)**



Im vergangenen Jahr konnte das EBIT nach unseren Prognosen auf rund EUR 1,2 Mio. (Vorjahr EUR -1,7 Mio.) verbessert werden. Die EBIT-Marge belief sich 2017e dementsprechend auf 3,4% nach -11,4% in 2016.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Nach Steuern ergab sich nach unserer Einschätzung 2017e ein Gewinn von EUR 0,8 Mio. Bezogen auf 1,271 Mio. Stück Aktien entspricht dies einem EPS von EUR 0,69.

### Wir rechnen bis mindestens 2019e nicht mit Dividendenzahlungen

Seit dem Börsengang hat Pantaflix keine Dividende an seine Aktionäre ausge- schüttet. Investitionen in das zukünftige Wachstum stehen aus unserer Sicht klar im Vordergrund der Gewinnverwendung. Wir gehen daher bis mindestens 2019e nicht von einer Ausschüttung aus.

Pantaflix dürfte nach unserer Schätzung bis mindestens 2019e keine Dividende ausschütten.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,7</b>	<b>15,1</b>	<b>34,9</b>	<b>42,9</b>	<b>53,3</b>	<b>66,0</b>	<b>80,4</b>
YoY	%	1882,6%	10,6%	130,3%	23,2%	24,2%	23,9%	21,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	6,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,3</b>	<b>16,5</b>	<b>36,3</b>	<b>44,4</b>	<b>54,8</b>	<b>67,6</b>	<b>82,0</b>
YoY	%	2846,3%	-18,9%	119,8%	22,4%	23,5%	23,3%	21,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,2	-3,6	-9,2	-12,3	-16,0	-20,7	-26,4
in % der Gesamtleistung	%	-45,4%	-22,0%	-25,2%	-27,8%	-29,2%	-30,6%	-32,2%
<b>Rohhertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,1</b>	<b>12,9</b>	<b>27,1</b>	<b>32,0</b>	<b>38,8</b>	<b>46,9</b>	<b>55,6</b>
YoY	%	1508,9%	15,9%	110,5%	18,3%	21,1%	20,8%	18,6%
in % der Gesamtleistung	%	54,6%	78,0%	74,8%	72,2%	70,8%	69,4%	67,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-2,0	-4,8	-5,7	-6,9	-8,3	-9,9
in % der Bruttoerlöse	%	-6,0%	-13,1%	-13,7%	-13,4%	-12,9%	-12,5%	-12,3%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,5	-1,7	-4,8	-6,1	-7,8	-9,9	-12,5
in % der Bruttoerlöse	%	-10,8%	-11,5%	-13,8%	-14,2%	-14,6%	-15,0%	-15,5%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>17,5</b>	<b>20,2</b>	<b>24,1</b>	<b>28,7</b>	<b>33,2</b>
in % der Bruttoerlöse	%	64,4%	60,5%	50,3%	47,1%	45,3%	43,4%	41,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-9,4	-10,9	-16,3	-19,7	-21,3	-22,8	-24,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>9,0</b>
YoY	%	-178,3%	220,5%	-168,6%	-57,7%	460,8%	107,5%	54,5%
YoY	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Bruttoerlöse	%	-4,0%	-11,4%	3,4%	1,2%	5,3%	8,8%	11,2%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,9</b>	<b>9,0</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-3,2%	-10,8%	3,4%	1,2%	5,3%	8,9%	11,2%
Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,9	-1,8	-2,8
in % des EBT	%	-11,9%	3,6%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-2,8%	-11,1%	2,4%	0,8%	3,7%	6,1%	7,8%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Anzahl der Aktien	Mio.	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,35</b>	<b>-1,52</b>	<b>0,69</b>	<b>0,32</b>	<b>1,58</b>	<b>3,23</b>	<b>4,96</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>14,2</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,0	7,5	8,5	9,8	11,1	12,5	14,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,4</b>	<b>10,4</b>	<b>32,3</b>	<b>31,1</b>	<b>31,5</b>	<b>33,9</b>	<b>38,6</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,4	4,6	10,5	12,8	15,8	19,4	23,3
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,6	1,8	2,3	2,8	3,5	4,4
Liquide Mittel	EUR Mio.	4,8	1,8	16,7	12,7	9,6	7,7	7,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,5</b>	<b>18,1</b>	<b>41,0</b>	<b>41,1</b>	<b>42,8</b>	<b>46,7</b>	<b>52,8</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,8</b>	<b>3,1</b>	<b>27,3</b>	<b>27,7</b>	<b>29,6</b>	<b>33,7</b>	<b>39,9</b>
Grundkapital	EUR Mio.	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kapitalrücklage	EUR Mio.	5,9	5,9	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-2,2	-3,9	-3,1	-2,8	-1,0	3,0	9,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,7</b>	<b>14,8</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,9</b>
Bankschulden	EUR Mio.	3,0	5,8	5,2	4,7	4,2	3,8	3,4
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	8,2	8,5	8,7	9,0	9,3	9,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,5</b>	<b>18,1</b>	<b>41,0</b>	<b>41,1</b>	<b>42,8</b>	<b>46,7</b>	<b>52,8</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020	2021e
<b>AKTIVA</b>	%							
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>8,0%</b>	<b>42,1%</b>	<b>21,1%</b>	<b>24,2%</b>	<b>26,4%</b>	<b>27,2%</b>	<b>26,8%</b>
Immaterielles Vermögen	%	7,7%	41,4%	20,7%	23,8%	26,0%	26,9%	26,5%
Sachanlagevermögen	%	0,3%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%
Beteiligungen	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>91,8%</b>	<b>57,6%</b>	<b>78,8%</b>	<b>75,7%</b>	<b>73,5%</b>	<b>72,6%</b>	<b>73,0%</b>
Vorräte	%	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	25,1%	25,6%	25,7%	31,3%	36,9%	41,4%	44,1%
Forderungen an Beteiligungen	%	23,1%	18,4%	8,1%	8,0%	7,7%	7,1%	6,2%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	1,1%	3,6%	4,4%	5,5%	6,6%	7,5%	8,3%
Liquide Mittel	%	35,7%	10,1%	40,7%	30,9%	22,3%	16,6%	14,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	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>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>35,3%</b>	<b>17,0%</b>	<b>66,7%</b>	<b>67,4%</b>	<b>69,2%</b>	<b>72,1%</b>	<b>75,5%</b>
Grundkapital	%	8,2%	6,1%	3,1%	3,1%	3,0%	2,7%	2,4%
Kapitalrücklage	%	43,8%	32,6%	71,1%	71,0%	68,1%	62,4%	55,2%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-16,6%	-21,7%	-7,7%	-6,9%	-2,2%	6,5%	17,4%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,4%	0,5%	0,6%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,4%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>64,3%</b>	<b>82,1%</b>	<b>33,3%</b>	<b>32,6%</b>	<b>30,8%</b>	<b>27,9%</b>	<b>24,5%</b>
Bankschulden	%	22,6%	31,9%	12,7%	11,4%	9,8%	8,1%	6,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	1,7%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	40,0%	45,5%	20,7%	21,2%	21,0%	19,8%	18,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	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>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,4	-1,7	0,8	0,4	1,9	4,0	6,2
Abschreibungen	EUR Mio.	9,4	10,9	16,3	19,7	21,3	22,8	24,2
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-3,4	-1,2	-5,9	-2,3	-2,9	-3,6	-4,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-3,3	-0,7	-1,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,2	0,6	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	9,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,7</b>	<b>11,6</b>	<b>9,1</b>	<b>17,3</b>	<b>19,8</b>	<b>22,6</b>	<b>25,6</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-1,0	-6,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-9,4	-11,0	-16,3	-19,7	-21,3	-22,9	-24,2
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,3</b>	<b>-17,3</b>	<b>-17,4</b>	<b>-21,0</b>	<b>-22,7</b>	<b>-24,3</b>	<b>-25,7</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-8,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,1</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	1,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	5,9	0,0	23,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,0	2,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	2,8	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-16,9	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>23,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,1	-3,0	14,8	-4,0	-3,1	-1,8	-0,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	5,9	4,8	1,8	16,7	12,7	9,6	7,7
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>16,7</b>	<b>12,7</b>	<b>9,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick I, 2015-21e

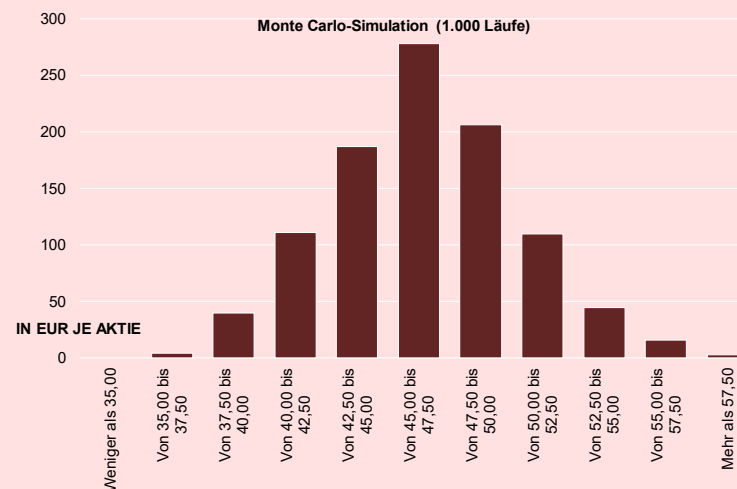
HGB (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	13,7	15,1	34,9	42,9	53,3	66,0	80,4
Rohertrag	EUR Mio.	11,1	12,9	27,1	32,0	38,8	46,9	55,6
EBITDA	EUR Mio.	8,8	9,2	17,5	20,2	24,1	28,7	33,2
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-1,7	1,2	0,5	2,8	5,8	9,0
EBT	EUR Mio.	-0,4	-1,6	1,2	0,5	2,8	5,9	9,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,7	0,8	0,4	1,9	4,0	6,2
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	38,50	30,00	75,06	148,00			
Kurs Tief	EUR	74,06	86,53	211,15	189,10			
Kurs Durchschnitt	EUR	49,12	51,84	126,62	178,17			
Kurs Schlusskurs	EUR	59,71	83,00	189,10	154,00	154,00	154,00	154,00
EPS	EUR	-0,35	-1,52	0,69	0,32	1,58	3,23	4,96
BVPS	EUR	4,33	2,80	21,48	21,71	23,20	26,33	31,17
CFPS	EUR	9,73	10,55	7,17	13,63	15,56	17,79	20,14
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							46,00
Performance bis Kursziel	%							-75,7%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	64,4%	60,5%	50,3%	47,1%	45,3%	43,4%	41,4%
EBIT-Marge	%	-4,0%	-11,4%	3,4%	1,2%	5,3%	8,8%	11,2%
EBT-Marge	%	-3,2%	-10,8%	3,4%	1,2%	5,3%	8,9%	11,2%
Netto-Marge	%	-2,8%	-11,1%	2,4%	0,8%	3,7%	6,1%	7,8%
FCF-Marge	%	3,1%	-37,7%	-23,7%	-8,6%	-5,5%	-2,5%	-0,1%
ROE	%	-8,1%	-54,8%	3,0%	1,3%	6,6%	12,0%	15,6%
NWC/Umsatz	%	36,5%	37,7%	66,9%	67,0%	66,2%	65,4%	64,8%
Capex/Umsatz	%	68,6%	72,5%	46,9%	46,0%	40,0%	34,6%	30,1%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	1882,6%	10,6%	130,3%	23,2%	24,2%	23,9%	21,7%
Rohertrag	%	1508,9%	15,9%	110,5%	18,3%	21,1%	20,8%	18,6%
EBITDA	%	n/a	3,9%	91,3%	15,4%	19,4%	18,8%	15,9%
EBIT	%	n/a	220,5%	n/a	-57,7%	460,8%	107,5%	54,5%
EBT	%	n/a	273,9%	n/a	-57,3%	451,7%	107,1%	54,4%
Nettoergebnis	%	n/a	339,7%	n/a	-57,3%	451,7%	107,1%	54,4%
EPS	%	n/a	336,8%	n/a	-53,5%	392,2%	104,2%	53,7%
CFPS	%	n/a	8,4%	-32,0%	90,0%	14,2%	14,3%	13,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	7,6	8,6	9,9	11,3	12,7	14,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,4	10,5	32,4	31,2	31,5	34,0	38,7
Eigenkapital	EUR Mio.	4,8	3,1	27,3	27,7	29,6	33,7	39,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,7	15,0	13,7	13,4	13,2	13,0	12,9
EK-Quote	%	35,3%	17,0%	66,7%	67,4%	69,2%	72,1%	75,5%
Gearing	%	-37,1%	127,8%	-42,0%	-29,0%	-18,1%	-11,8%	-10,4%
Working Capital	EUR Mio.	4,1	3,8	10,5	12,8	15,8	19,4	23,3
Capital Employed	EUR Mio.	4,1	4,9	18,1	21,5	25,7	30,6	36,0
Asset Turnover	x	1,0	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	1.100	1.100	1.271	1.271	1.271	1.271	1.271
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	42,4	33,0	95,4	188,0			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	81,5	95,2	268,3	240,3			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	54,0	57,0	160,9	226,4			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	65,7	91,3	240,3	195,7	195,7	195,7	195,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,8	3,9	-11,5	-8,0	-5,4	-4,0	-4,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch		40,6	36,9	83,9	180,1			
Enterprise Value Tief		79,7	99,1	256,8	232,3			
Enterprise Value Durchschnitt		52,3	60,9	149,4	218,4			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	63,9	95,2	228,8	187,7	190,4	191,9	191,8
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	2,97	2,44	2,41	4,19	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	5,83	6,55	7,37	5,41	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	3,82	4,03	4,29	5,09	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	4,67	6,29	6,56	4,37	3,57	2,91	2,39
EV/EBITDA Hoch	x	4,6	4,0	4,8	8,9	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	9,0	10,8	14,7	11,5	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	5,9	6,7	8,5	10,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,3	10,4	13,1	9,3	7,9	6,7	5,8
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	192,7	373,9	67,6	32,8	21,3
KGV Hoch	x	n/a	n/a	108,7	460,6	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	305,9	588,5	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	183,4	554,4	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	273,9	479,2	97,4	47,7	31,0
KBV Schlusskurs	x	13,8	29,6	8,8	7,1	6,6	5,8	4,9
KCF Durchschnitt	x	5,0	4,9	17,7	13,1	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	0,6%	-6,3%	-3,4%	-1,9%	-1,5%	-0,9%	0,0%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	10,7	11,6	9,1	17,3	19,8	22,6	25,6
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,3	-17,3	-17,4	-21,0	-22,7	-24,3	-25,7
Free Cashflow	EUR Mio.	0,4	-5,7	-8,3	-3,7	-2,9	-1,7	-0,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,5	2,7	23,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
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>EUR Mio.</b>	<b>42,9</b>	<b>53,3</b>	<b>66,0</b>	<b>80,4</b>	<b>90,6</b>	<b>96,6</b>	<b>99,6</b>	<b>101,2</b>	<b>102,0</b>	<b>102,7</b>	<b>103,3</b>	<b>104,0</b>	<b>104,6</b>	<b>105,2</b>	<b>105,8</b>
YoY	%	23,2%	24,2%	23,9%	21,7%	12,7%	6,6%	3,2%	1,5%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>	<b>13,4</b>	<b>15,1</b>	<b>16,6</b>	<b>18,1</b>	<b>19,5</b>	<b>21,0</b>	<b>22,5</b>	<b>24,0</b>	<b>25,5</b>	<b>21,2</b>
EBIT-Marge	%	1,2%	5,3%	8,8%	11,2%	12,5%	13,8%	15,1%	16,4%	17,7%	19,0%	20,3%	21,6%	22,9%	24,2%	20,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,9	-1,8	-2,8	-3,5	-4,1	-4,7	-5,2	-5,6	-6,1	-6,5	-7,0	-7,4	-7,9	-6,6
Steuerquote (τ)	%	31,6%	31,1%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
<b>Bereinigtes EBIT(1-τ)</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>	<b>7,8</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>	<b>11,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,5</b>	<b>14,5</b>	<b>15,5</b>	<b>16,5</b>	<b>17,6</b>	<b>14,6</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-18,7	-19,8	-20,7	-21,7	-8,2	-3,7	-1,7	-0,8	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,6
<b>FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,4</b>	<b>-17,8</b>	<b>-16,7</b>	<b>-15,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,5</b>	<b>8,7</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>13,1</b>	<b>14,2</b>	<b>15,2</b>	<b>16,2</b>	<b>17,3</b>	<b>13,0</b>
WACC	%	6,4%	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	66,0%	62,2%	58,7%	55,4%	52,3%	49,5%	46,8%	44,3%	41,9%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-18,4</b>	<b>-17,8</b>	<b>-16,7</b>	<b>-15,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	4,1%														
Terminal Cost of capital	%	5,6%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	57,9														
in % des Enterprise Value	%	124,3%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-68,3														
in % des Enterprise Value	%	-146,7%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	57,0														
in % des Enterprise Value	%	122,4%														
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>46,6</b>														
Finanzschulden	EUR Mio.	-5,2														
Excess Cash	EUR Mio.	16,7														
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>58,1</b>														
Anzahl Aktien	Mio.	1,3														
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>46,00</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)

**Sell:** 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/Uhrzeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
19.03.2018/11:15 Uhr	EUR 46,00/EUR 150,50	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1, 2

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 18.03.2018 um 22:50 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 154,00.