

Pantaflix

Reuters: PALG.XE

Bloomberg: PAL:GR

Rating: Sell Risiko: Sehr hoch
Kurs: EUR 74,40
Kursziel: EUR 34,20 (bislang EUR 46,00)

Verlustausweitung im ersten Halbjahr 2018

Während die Entwicklung der Halbjahresumsätze positiv überraschte, lag das operative Ergebnis zum H1/2018 deutlich unter unseren Erwartungen. Ursächlich waren signifikant höhere variable Kosten, wie wir sie aufgrund des Aufbaus der globalen Video-on-Demand-Plattform jedoch auch in den kommenden Jahren erwarten. Nach unserer Einschätzung werden insbesondere die für den globalen Roll-Out der VoD-Plattform notwendigen Marketingaufwendungen noch immer systematisch unterschätzt. Dementsprechend betrachten wir selbst unter optimistischen Planungsannahmen einen Break-Even im VoD-Segment mittelfristig für nicht erreichbar. Schwächen zeigen sich nach u. E. auch in der Corporate Governance: Während auf der Website der Gesellschaft unverändert eine Beteiligung des Großaktionärs Black-Mars von 60% angegeben wird, ist einer Meldung des Bundesanzeigers zu entnehmen, dass dieser bereits im Juli die Meldeschwelle von 50% unterschritten hat. Angesichts der unter unseren Erwartungen liegenden operativen Halbjahresergebnisse nehmen wir auch unsere EBIT-Prognosen für die Folgejahre zurück und ermitteln aus unserem DCF-Entity-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 34,20 (bislang: EUR 46,00) je Aktie. Angesichts einer von uns erwarteten Kursentwicklung von -82,0% bestätigen wir unser Sell-Rating für die Aktien der Pantaflix AG.

H1/2018 im Überblick

Gestern hat Pantaflix den Bericht für das H1/2018 veröffentlicht. Während die Erlöse unter anderem durch die Kinostarts von „Hot Dog“ und „Vielmachglas“ sowie die Amazon-Serie „You Are Wanted 2“ um 18,7% auf EUR 13,8 Mio. gesteigert werden konnten, lag die Gesamtleistung um 39,3% unter dem Vorjahreswert. Hintergrund war vor allem der nach u. E. absehbare Bestandsabbau von in Herstellung befindlichen bzw. fertiggestellten Film- und Serienauftragsproduktionen. Nachdem sich gleichzeitig die Materialaufwendungen auf EUR 5,0 Mio. mehr als verdreifacht und Personal- sowie sonstige betriebliche (v.a. Marketing-) Aufwendungen ebenfalls deutlich stiegen, verdoppelte sich der operative Verlust (EBITDA) zum H1/2018 auf EUR -4,3 Mio. Damit liegt Pantaflix deutlich unter unseren Erwartungen, zeigt jedoch, welche hohen Aufwendungen der geplante weltweite Rollout der Streaming-Plattform bereits in der Anfangsphase verursacht. Wir stufen eine deutlich höhere Marketingaufwandsquote als dauerhaft ein und haben daher unsere Prognosen wie folgt angepasst:

TABELLE 1: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

EUR Mio.	2018e			2019e		
	neu	alt	Δ	neu	alt	Δ
Umsatz	32,4	42,9	-24,5%	38,8	53,3	-27,2%
EBIT	-6,1	0,5	n/a	-4,8	2,8	n/a
EBIT-Marge (%)	-18,7%	1,2%	n/a	-12,3%	5,3%	n/a
EPS (EUR)	-3,24	0,32	n/a	-2,53	1,58	n/a

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ISIN/WKN: DE000A12UPJ7 / A12UPJ				
Indizes: -				
Transparenzlevel: Scale				
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,271 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 94,5 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: n/a				
Jahresabschluss 2018: voraussichtlich April 2019				
EUR Mio. (31/12)	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	15,1	28,1	32,4	38,8
EBITDA	9,2	17,5	10,0	11,8
EBIT	-1,7	2,2	-6,1	-4,8
EBT	-1,6	2,2	-6,0	-4,7
EAT	-1,7	-0,4	-4,2	-3,3
% vom Umsatz	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	60,5%	62,5%	30,8%	30,4%
EBIT	-11,4%	7,9%	-18,7%	-12,3%
EBT	-10,8%	7,9%	-18,7%	-12,2%
EAT	-11,1%	-1,4%	-12,9%	-8,4%
Je Aktie/EUR	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-1,52	-0,28	-3,24	-2,53
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	2,80	20,61	17,32	14,70
Cashflow	10,55	8,28	2,84	8,34
%	2016	2017	2018e	2019e
EK-Quote	17,0%	56,7%	55,2%	45,3%
Gearing	128%	-47%	3%	37%
x	2016	2017	2018e	2019e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	6,29	8,19	2,94	2,61
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	29,6	9,2	4,3	5,1
EUR Mio.	2018e			2019e
Guidance: Umsatz	↗			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

Keine Veröffentlichung der Downloadzahlen

Im Vordergrund unseres Interesses stand die Bekanntgabe von KPIs zum Video-on-Demand- (VoD-) Segment, die zuvor mehrmals angekündigt worden war. Abgesehen von 400.000 registrierten Nutzern und 600.000 App-Downloads zum H1/2018 wurden jedoch keine weiteren Informationen veröffentlicht. Insbesondere die für eine Bewertung notwendige Anzahl der Video-Downloads wurde nicht angegeben. Stattdessen wurden die nach u. E. nichtssagenden Ergebnisse einer externen Marketingagentur veröffentlicht, wonach Nutzer einer bestimmten Gruppe während eines einzelnen Monats (Juni) durchschnittlich 1,6 Inhalte mit einem Nutzerumsatz (ARPU) von insgesamt EUR 6,10 generierten.

Aus unserer Sicht ist VoD sogar bewertungsbelastend

Unterstellen wir für die Gesamtheit aller registrierten Nutzer (derzeit 400.000) eine Quote von 10-15% (Referenz z. B. Online-Wettbranche) an aktiven Nutzern (umgelegt auf Pantaflix also 40-60.000), so ergeben sich bei Verwendung der o. g. monatlichen ARPUs von EUR 6,10 auf das Gesamtjahr hochgerechnete Erlöse in Höhe von EUR 2,9 Mio. bis EUR 4,4 Mio. Unterstellen wir ferner einen beim Unternehmen verbleibenden Deckungsbeitrag von 30%, entspricht dies einem Rohertrag von EUR 0,9 Mio. bis EUR 1,3 Mio. Hiervon sind anschließend die für die Erzielung der Umsätze anfallenden Aufwendungen – vor allem Marketingaufwendungen – abzuziehen. Auch wenn Pantaflix nach eigenen Angaben „eines der am schnellsten wachsenden Medienunternehmens Europas“ bleibt und auf Jahre hinaus dreistellige Umsatzwachstumsraten erzielen kann, verdeutlichen diese Eckdaten nach u. E., dass der Bereich VoD auch unter Zugrundelegung optimistischer Wachstumsannahmen schwerlich positive Wertbeiträge leisten kann.

Bewertungsrelevante KPIs zur VoD-Plattform wurden nicht veröffentlicht, so dass die Bewertung der Streaming-Aktivitäten nur unter vergleichsweise groben Annahmen möglich ist.

Großaktionär baut weiter Aktien ab

Während Vertreter des Großaktionärs BlackMars im ersten Halbjahr 2018 in mehreren Interviews bestätigt haben, keine weiteren Aktien zu verkaufen und sogar Rückkäufe über die Börse in Aussicht gestellt haben, ist inzwischen das Gegenteil eingetreten: Obwohl auf der Website der Gesellschaft unverändert ein Anteilsbesitz von 60% angegeben wird, ist einer Meldung des Bundesanzeigers vom Juli zu entnehmen, dass BlackMars die Meldeschwelle von 50% unterschritten hat.

Nach Überarbeitung unserer Finanzprognosen errechnen wir aus unserem dreistufigen Discounted-Cashflow- (DCF-) Entity-Modell ein Kursziel von EUR 34,20 je Aktie (bislang EUR 46,00). Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir einen Wert des Eigenkapitals von EUR 19,10 je Aktie, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 50,20 je Aktie. Sämtliche von uns ermittelten Wertansätze liegen deutlich unter dem aktuellen Aktienkurs von EUR 74,40.

Bewertungsansatz für Pantaflix

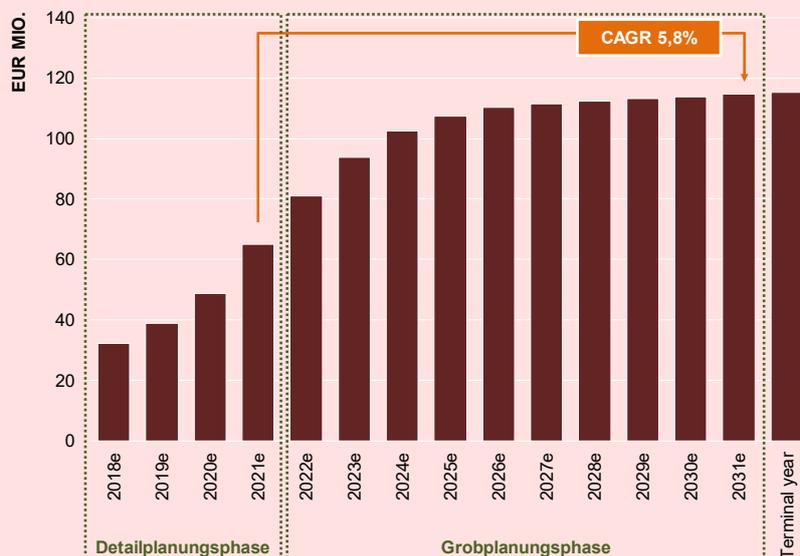
Pantaflix bietet ein transaktionsbasiertes Video-on-Demand- (TVoD-) Modell an. Im Gegensatz zum Streaming-Weltmarktführer Netflix, der ein abonnentenbasiertes Geschäftsmodell vermarktet, ist bei Pantaflix jeder Film-Download separat zu bezahlen. Neben der TVoD-Plattform ist Pantaflix über die 100%ige 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 hinsichtlich der Bewertung nach u. E. von unmaßgeblicher Bedeutung.

Das Geschäftsmodell der Filmproduktion ist vergleichsweise kapitalintensiv: Wachstum wird daher in erster Linie durch die Ausweitung des Angebots von Filmen auf der VoD-Plattform pantaflix.com (sowie deren länderspezifischen Derivaten) erreicht. Der Wert von Pantaflix setzt sich damit aus den folgenden Komponenten zusammen:

- ⑤ Der Anzahl an Streams und
- ⑤ dem durchschnittlichen Wertbeitrag eines Streams (ARPU) sowie
- ⑤ dem Wertbeitrag des Geschäftsbereichs Filmproduktion.

Da die TVoD-Aktivitäten von Pantaflix mit einer Weltmarktdurchdringung von etwa 0,2% derzeit noch in der Anfangsphase stehen, sehen wir in einem langfristig angelegten Discounted Cashflow-Entity-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der Pantaflix AG.

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



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 23,4% bzw. 5,8%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 2017-21e in Höhe von 23,4%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2031e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 5,8% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 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 6,4% im Jahr 2021e auf 9,9% in 2031e (Peak-Margins) mit steigender Marktdurchdringung des VoD-Weltmarktes weiter erhöhen werden;
- ⑤ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 10,0% liegen;
- ⑤ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen im Zeitablauf zurückgehenden Einfluss der Filmproduktion erklären lässt;
- ⑤ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode mit 31,0% auf dem bereits in der Detailplanungsphase zuletzt zu beobachtenden Durchschnittswert einpendelt;

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.

- ☉ ein Fundamental-**beta** von 1,4, das wir in Ermangelung von statistisch signifikanten Börsenwerten aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableiten:

TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
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
Fundamental-beta	1,40

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ dass die von Pantaflix in diesem Jahr erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 6,7% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,4 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 1,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (0,5%) und einer (aus dem aktuellen Börsenumsatz abgeleiteten) Liquiditätsprämie der Aktie (0,5%) zusammensetzt. Mit einem von uns ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von B sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 8,0% 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)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		5,9%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,4
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	3,8%
Small Cap-Prämie		1,0%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	0,5%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	75,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	5,2%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	8,0%
Grenzsteuersatz	%	31,0%
Zielkapitalstruktur	%	25,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,5%
WACC basierend auf Marktwerten	%	6,7%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ⊖ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 6,3% pro Jahr, der ein von uns für Pantaflix abgeleitetes synthetisches Rating von B und einer Recovery Rate von 10% zugrunde liegt;
- ⊖ 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 Filmrechtstests (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 6,7% (2018e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 34,20 je Aktie

Der Enterprise Value der Pantaflix liegt in unserem Modell bei EUR 31,3 Mio. Aus diesem werden etwa 85,4% über den Terminal Value abgeleitet, -70,5% bzw. 85,1% 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 12,2 Mio. (per Ende 2017) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 43,4 Mio. Bei 1,271 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von rund EUR 34,20 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 34,20 je Aktie

TABELLE 4: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

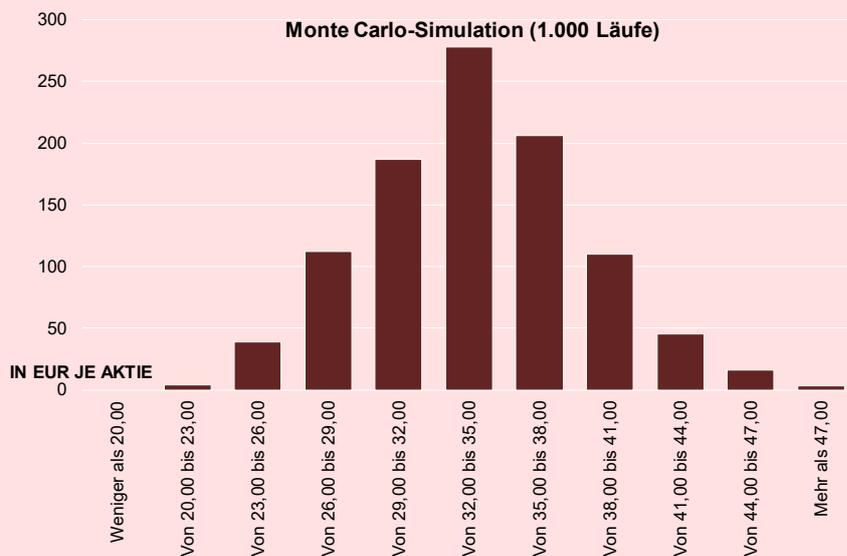
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	26,7
in % des Gesamtwertes	%	85,4%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	-22,0
in % des Gesamtwertes	%	-70,5%
Barwert des Terminal Value	EUR Mio.	26,6
in % des Gesamtwertes	%	85,1%
Summe der Barwerte (Enterprise Value)	EUR Mio.	31,3
Finanzschulden	EUR Mio.	-4,9
Cash	EUR Mio.	17,1
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	43,4
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	1,3
Wert des Eigenkapitals	EUR	34,20

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 24,3 Mio. und über EUR 63,8 Mio. bzw. von unter EUR 19,10 und über EUR 50,20 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

ABBILDUNG 2: 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 34,20 je Aktie wäre Pantaflix mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 34,20 je Aktie		
	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	1,4x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a
KBV	2,0x	2,3x	2,5x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

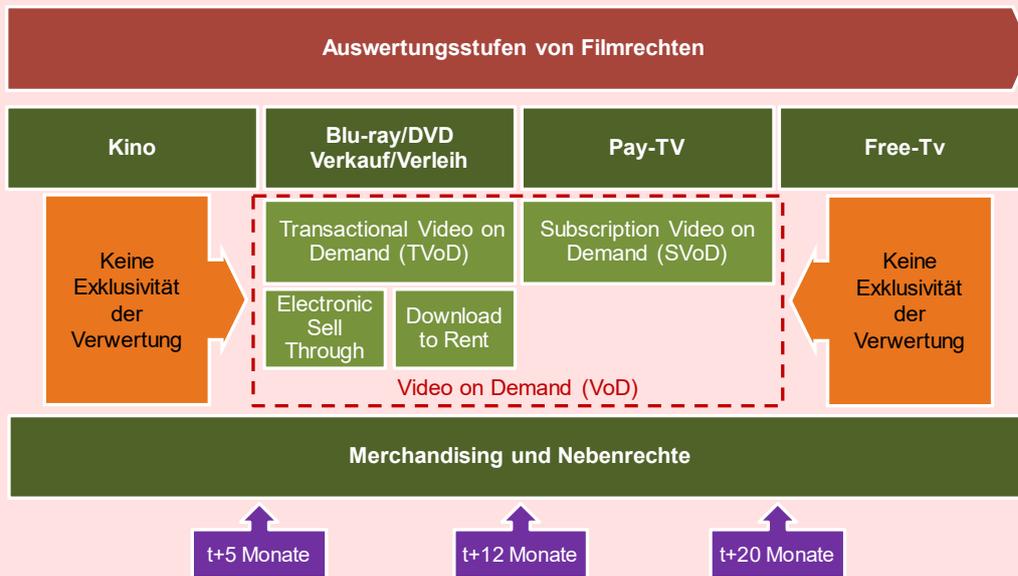
Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Upside-Risiken: **(1)** Deutlich höherer Anteil an höhermargigen B- und C-Movies im Streaming-Bereich durch forcierte Ansprache der 250 Mio. Expatriates; **(2)** Produktion von Spielfilmen und TV-Serien mit Blockbuster-Potenzial; **(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.

Ein Vertriebsmodell, das „Entertainment neu definieren“ will

Pantaflix hat sich zum Ziel gesetzt, der global führende transaktionsbedingte Video-On-Demand-Dienst der Filmbranche zu werden. Im Gegensatz zum abonnentenbasierten Geschäftsmodell von Netflix muss beim transaktionsbasierten Geschäftsmodell von Pantaflix jeder einzelne Film-Download separat vergütet werden. Damit 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.

Geschäftsmodell im Überblick

ABBILDUNG 3: IDEALTYPISCHE VERWERTUNG VON FILMRECHTEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	13,7	15,1	28,1	32,4	38,8	48,7	65,1
YoY	%	1882,6%	10,6%	85,4%	15,4%	19,9%	25,4%	33,8%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	6,6	1,4	2,4	1,0	1,0	1,1	1,1
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	10,8	1,2	1,2	1,3	1,5
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	20,3	16,5	41,5	34,6	41,0	51,1	67,7
YoY	%	2846,3%	-18,9%	151,6%	-16,6%	18,6%	24,4%	32,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,2	-3,6	-15,0	-12,5	-14,8	-18,4	-24,4
in % der Gesamtleistung	%	-45,4%	-22,0%	-36,2%	-36,2%	-36,1%	-36,1%	-36,0%
Rohhertrag	EUR Mio.	11,1	12,9	26,5	22,1	26,2	32,6	43,3
YoY	%	1508,9%	15,9%	105,7%	-16,6%	18,7%	24,5%	32,6%
in % der Gesamtleistung	%	54,6%	78,0%	63,8%	63,8%	63,9%	63,9%	64,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-2,0	-3,5	-6,1	-7,6	-9,4	-11,6
in % der Bruttoerlöse	%	-6,0%	-13,1%	-12,3%	-18,9%	-19,5%	-19,2%	-17,7%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,5	-1,7	-5,5	-6,0	-6,8	-8,1	-10,3
in % der Bruttoerlöse	%	-10,8%	-11,5%	-19,5%	-18,5%	-17,6%	-16,7%	-15,9%
EBITDA	EUR Mio.	8,8	9,2	17,5	10,0	11,8	15,1	21,4
in % der Bruttoerlöse	%	64,4%	60,5%	62,5%	30,8%	30,4%	31,1%	32,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-9,4	-10,9	-15,3	-16,0	-16,6	-17,0	-17,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-1,7	2,2	-6,1	-4,8	-1,8	4,2
YoY	%	-178,3%	220,5%	-227,5%	-374,2%	-21,5%	-61,6%	-328,6%
YoY	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Bruttoerlöse	%	-4,0%	-11,4%	7,9%	-18,7%	-12,3%	-3,7%	6,4%
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
EBT	EUR Mio.	-0,4	-1,6	2,2	-6,0	-4,7	-1,8	4,2
in % der Bruttoerlöse	%	-3,2%	-10,8%	7,9%	-18,7%	-12,2%	-3,7%	6,4%
Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,1	-2,6	1,9	1,5	0,6	-1,3
in % des EBT	%	-11,9%	3,6%	-118,2%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-4,2	-3,3	-1,3	2,9
in % der Bruttoerlöse	%	-2,8%	-11,1%	-1,4%	-12,9%	-8,4%	-2,6%	4,4%
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
EPS	EUR	-0,35	-1,52	-0,28	-3,24	-2,53	-0,93	2,33
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,1	7,6	4,5	5,0	5,4	5,9	6,3
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,0	7,5	4,4	4,8	5,2	5,6	6,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
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
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	12,4	10,4	41,4	34,7	35,7	42,8	53,1
Vorräte	EUR Mio.	0,9	0,0	10,8	12,0	13,2	14,5	16,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,4	4,6	12,6	14,9	18,2	23,3	31,8
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	3,1	3,3	0,3	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	0,5	0,7	0,8	1,1	1,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	4,8	1,8	17,1	3,9	0,2	0,7	0,7
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
Bilanzsumme	EUR Mio.	13,5	18,1	46,0	39,8	41,3	48,8	59,4
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	4,8	3,1	26,1	22,0	18,7	17,5	20,3
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	-4,3	-8,5	-11,8	-13,1	-10,3
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	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,7	14,8	16,9	17,8	22,6	31,4	39,1
Bankschulden	EUR Mio.	3,0	5,8	4,9	4,4	7,1	12,7	15,3
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,2	0,8	9,3	10,7	12,7	15,7	20,8
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	8,2	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	13,5	18,1	46,0	39,8	41,3	48,8	59,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA	%							
Langfristiges Vermögen	%	8,0%	42,1%	9,9%	12,5%	13,2%	12,0%	10,6%
Immaterielles Vermögen	%	7,7%	41,4%	9,5%	12,0%	12,6%	11,5%	10,1%
Sachanlagevermögen	%	0,3%	0,6%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
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%
Kurzfristiges Vermögen	%	91,8%	57,6%	90,0%	87,2%	86,6%	87,8%	89,3%
Vorräte	%	6,7%	0,0%	23,4%	30,1%	32,0%	29,7%	26,9%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	25,1%	25,6%	27,5%	37,4%	44,1%	47,7%	53,5%
Forderungen an Beteiligungen	%	23,1%	18,4%	0,7%	8,3%	8,0%	6,8%	5,6%
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%	1,2%	1,7%	2,0%	2,2%	2,2%
Liquide Mittel	%	35,7%	10,1%	37,2%	9,7%	0,5%	1,4%	1,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,3%	0,2%	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%
Bilanzsumme	%	100,0%						
PASSIVA								
Eigenkapital	%	35,3%	17,0%	56,7%	55,2%	45,3%	35,8%	34,2%
Grundkapital	%	8,2%	6,1%	2,8%	3,2%	3,1%	2,6%	2,1%
Kapitalrücklage	%	43,8%	32,6%	63,4%	73,4%	70,8%	59,8%	49,1%
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%	-9,3%	-21,3%	-28,6%	-26,9%	-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%	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,3%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	0,0%	0,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,4%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	64,3%	82,1%	36,7%	44,8%	54,7%	64,2%	65,8%
Bankschulden	%	22,6%	31,9%	10,7%	11,1%	17,2%	26,1%	25,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	1,7%	4,7%	20,3%	26,8%	30,7%	32,2%	35,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	40,0%	45,5%	5,8%	6,9%	6,8%	5,9%	5,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%						
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-4,2	-3,3	-1,3	2,9
Abschreibungen	EUR Mio.	9,4	10,9	15,3	16,0	16,6	17,0	17,2
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	-10,8	-1,2	-1,2	-1,3	-1,5
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-3,4	-1,2	-8,0	-2,2	-3,3	-5,1	-8,5
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-3,3	-0,7	3,1	-3,1	-0,2	-0,2	-0,3
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	0,3	-0,4	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	8,5	1,3	2,0	3,1	5,1
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	0,7	-0,7	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
Operativer Cashflow	EUR Mio.	10,7	11,6	10,5	3,6	10,6	12,2	15,0
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	3,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-9,4	-11,0	-15,4	-16,0	-16,6	-17,0	-17,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,3	-17,3	-12,3	-16,5	-17,0	-17,4	-17,6
Free Cashflow	EUR Mio.	0,4	-5,7	-1,7	-12,9	-6,4	-5,2	-2,6
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	-0,8	-0,5	2,7	5,7	2,5
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	2,8	-5,6	0,1	0,1	0,1	0,1
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
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,5	2,7	17,0	-0,4	2,7	5,7	2,6
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,1	-3,0	15,3	-13,2	-3,7	0,5	0,0
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	17,1	3,9	0,2	0,7
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	4,8	1,8	17,1	3,9	0,2	0,7	0,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2015-21e

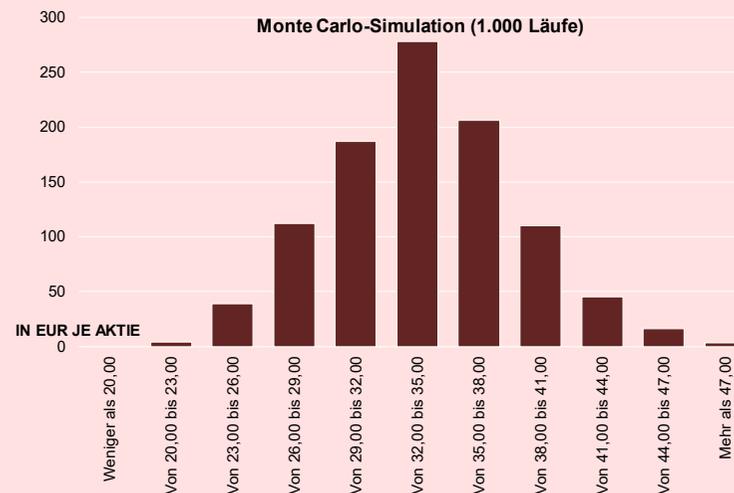
HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	13,7	15,1	28,1	32,4	38,8	48,7	65,1
Rohertrag	EUR Mio.	11,1	12,9	26,5	22,1	26,2	32,6	43,3
EBITDA	EUR Mio.	8,8	9,2	17,5	10,0	11,8	15,1	21,4
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-1,7	2,2	-6,1	-4,8	-1,8	4,2
EBT	EUR Mio.	-0,4	-1,6	2,2	-6,0	-4,7	-1,8	4,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-4,2	-3,3	-1,3	2,9
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	38,50	30,00	75,06	59,00			
Kurs Tief	EUR	74,06	86,53	211,15	197,50			
Kurs Durchschnitt	EUR	49,12	51,84	126,62	114,28			
Kurs Schlusskurs	EUR	59,71	83,00	189,10	74,40	74,40	74,40	74,40
EPS	EUR	-0,35	-1,52	-0,28	-3,24	-2,53	-0,93	2,33
BVPS	EUR	4,33	2,80	20,61	17,32	14,70	13,66	15,87
CFPS	EUR	9,73	10,55	8,28	2,84	8,34	9,57	11,79
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							34,20
Performance bis Kursziel	%							-81,9%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	64,4%	60,5%	62,5%	30,8%	30,4%	31,1%	32,8%
EBIT-Marge	%	-4,0%	-11,4%	7,9%	-18,7%	-12,3%	-3,7%	6,4%
EBT-Marge	%	-3,2%	-10,8%	7,9%	-18,7%	-12,2%	-3,7%	6,4%
Netto-Marge	%	-2,8%	-11,1%	-1,4%	-12,9%	-8,4%	-2,6%	4,4%
FCF-Marge	%	3,1%	-37,7%	-6,2%	-39,7%	-16,5%	-10,8%	-4,0%
ROE	%	-8,1%	-54,8%	-1,5%	-19,0%	-17,5%	-7,2%	14,2%
NWC/Umsatz	%	36,5%	37,7%	81,9%	93,9%	90,5%	84,3%	75,8%
Capex/Umsatz	%	68,6%	72,5%	54,9%	49,5%	42,8%	34,9%	26,5%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	1882,6%	10,6%	85,4%	15,4%	19,9%	25,4%	33,8%
Rohertrag	%	1508,9%	15,9%	105,7%	-16,6%	18,7%	24,5%	32,6%
EBITDA	%	n/a	3,9%	91,5%	-43,2%	18,6%	28,2%	41,2%
EBIT	%	n/a	220,5%	n/a	n/a	-21,5%	-61,6%	n/a
EBT	%	n/a	273,9%	n/a	n/a	-21,5%	-61,8%	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	339,7%	-76,1%	932,9%	-21,5%	-61,8%	n/a
EPS	%	n/a	336,8%	-81,7%	n/a	-22,0%	-63,1%	n/a
CFPS	%	n/a	8,4%	-21,5%	-65,6%	193,4%	14,7%	23,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	7,6	4,5	5,0	5,4	5,9	6,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,4	10,5	41,5	34,8	35,8	43,0	53,2
Eigenkapital	EUR Mio.	4,8	3,1	26,1	22,0	18,7	17,5	20,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,7	15,0	19,9	17,8	22,6	31,4	39,1
EK-Quote	%	35,3%	17,0%	56,7%	55,2%	45,3%	35,8%	34,2%
Gearing	%	-37,1%	127,8%	-46,7%	2,5%	36,8%	69,1%	71,8%
Working Capital	EUR Mio.	4,1	3,8	14,1	16,2	18,7	22,1	26,9
Capital Employed	EUR Mio.	4,1	4,9	21,7	20,8	23,7	27,5	32,8
Asset Turnover	x	1,0	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1
Enterprise Value								
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	75,0			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	81,5	95,2	268,3	250,9			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	54,0	57,0	160,9	145,2			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	65,7	91,3	240,3	94,5	94,5	94,5	94,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,8	3,9	-12,2	0,6	6,9	12,1	14,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
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	84,9	75,5			
Enterprise Value Tief		79,7	99,1	257,8	251,4			
Enterprise Value Durchschnitt		52,3	60,9	150,4	145,7			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	63,9	95,2	229,8	95,0	101,4	106,7	109,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	2,97	2,44	3,03	2,33	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	5,83	6,55	9,19	7,76	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	3,82	4,03	5,36	4,50	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	4,67	6,29	8,19	2,94	2,61	2,19	1,68
EV/EBITDA Hoch	x	4,6	4,0	4,8	7,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	9,0	10,8	14,7	25,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	5,9	6,7	8,6	14,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,3	10,4	13,1	9,5	8,6	7,0	5,1
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	104,0	n/a	n/a	n/a	26,2
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	31,9
KBV Schlusskurs	x	13,8	29,6	9,2	4,3	5,1	5,4	4,7
KCF Durchschnitt	x	5,0	4,9	15,3	40,2	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	0,6%	-6,3%	-0,7%	-13,6%	-6,8%	-5,5%	-2,8%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	10,7	11,6	10,5	3,6	10,6	12,2	15,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,3	-17,3	-12,3	-16,5	-17,0	-17,4	-17,6
Free Cashflow	EUR Mio.	0,4	-5,7	-1,7	-12,9	-6,4	-5,2	-2,6
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,5	2,7	17,0	-0,4	2,7	5,7	2,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	tv
Umsatz	EUR Mio.	32,4	38,8	48,7	65,1	80,9	93,7	102,5	107,5	110,2	111,6	112,5	113,2	113,9	114,6	115,2
YoY	%	15,4%	19,9%	25,4%	33,8%	24,3%	15,8%	9,3%	5,0%	2,5%	1,3%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-6,1	-4,8	-1,8	4,2	5,5	6,7	7,6	8,4	9,0	9,5	10,0	10,4	10,9	11,3	11,5
EBIT-Marge	%	-18,7%	-12,3%	-3,7%	6,4%	6,8%	7,1%	7,5%	7,8%	8,2%	8,5%	8,9%	9,2%	9,6%	9,9%	10,0%
Steuern	EUR Mio.	1,9	1,5	0,6	-1,3	-1,7	-2,1	-2,4	-2,6	-2,8	-2,9	-3,1	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6
Steuerquote (τ)	%	30,9%	30,9%	30,8%	31,1%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-4,2	-3,3	-1,3	2,9	3,8	4,6	5,3	5,8	6,2	6,5	6,9	7,2	7,5	7,8	8,0
Reinvestment	EUR Mio.	-2,6	-3,0	-3,8	-5,2	-4,5	-3,3	-2,1	-1,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9
FCFF	EUR Mio.	-6,8	-6,3	-5,0	-2,4	-0,7	1,3	3,2	4,6	5,6	6,2	6,7	7,0	7,4	7,7	7,1
WACC	%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	106,7%	113,8%	121,4%	77,5%	72,7%	68,3%	64,3%	60,5%	57,0%	53,7%	50,6%	47,8%	45,3%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-6,8	-6,7	-5,7	-2,9	-0,6	0,9	2,2	3,0	3,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	6,3%														
Terminal Cost of capital	%	5,6%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	26,7														
in % des Enterprise Value	%	85,4%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-22,0														
in % des Enterprise Value	%	-70,5%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	26,6														
in % des Enterprise Value	%	85,1%														
Enterprise Value	EUR Mio.	31,3														
Finanzschulden	EUR Mio.	-4,9														
Excess Cash	EUR Mio.	17,1														
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	43,4														
Anzahl Aktien	Mio.	1,3														
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	34,20														



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)
28.09.2018/08:10Uhr	EUR 34,20/EUR 74,40	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1,
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.

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 27.09.2018 um 20:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 74,40.