

# Pantaflix

Reuters: PALG.DE

Bloomberg: PAL GY

## Ein inhärent defizitäres Geschäftsmodell

Der Ende der vergangenen Woche vorgelegte Abschluss für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 hat nach unserer Einschätzung einmal mehr klar gemacht, dass das von Pantaflix angebotene Geschäftsmodell nicht profitabel betrieben werden kann: Ein nach unserer Einschätzung überdimensionierter Mitarbeiterstab von nunmehr 168 (Vorjahr 154) Beschäftigten in einer talentwettbewerbsintensiven Industrie, gepaart mit einer geringen Blockbuster-Wahrscheinlichkeit im Kerngeschäft Filmproduktion, zu dem hohe Investitionen in ein nach u. E. nicht nur kurz- bis mittelfristig defizitäres, sondern auch langfristig vermutlich obsoletes Zukunftsmodell kommen, für das auf dem Kapitalmarkt (nicht nur in Europa) keine ausreichende Funding-Bereitschaft existieren dürfte.

Nachdem der für die Verschlechterung der Ertragslage verantwortliche Personalaufbau und die für einen globalen Markenauftritt erforderlichen Marketingaufwendungen die Ertragslage nach u. E. auch in den kommenden Jahren erheblich belasten werden, ermitteln wir aus einem DCF-Entity-Modell nur noch einen geringen Wert des Eigenkapitals von EUR 0,30 nach bislang EUR 0,90 (Base-Case-Szenario) je Aktie. Wir bestätigen daher unser Sell-Rating für die Aktien der Pantaflix AG.

### Der Umsatz ist keine relevante Steuerungsgröße

Pantaflix, das sich selbst als eines der am schnellsten wachsenden Medienunternehmen Europas bezeichnet, das seine Dynamik aus einem „progressiven Vertriebsmodell für internationale Filmproduktionen“ bezieht, hat am Freitag vergangener Woche den Jahresabschluss 2018 veröffentlicht. Während die Erlöse auf EUR 35,1 Mio. (+25,2% YoY) gesteigert wurden, ist das EBITDA auf EUR 2,9 Mio. (Vorjahr EUR 17,5 Mio., -83,6% YoY) eingebrochen. Das betriebliche Ergebnis (EBIT) lag mit EUR -9,0 Mio. am unteren Ende der im Dezember letzten Jahres abgesenkten Guidance und ebenfalls deutlich unter dem Vorjahreswert von EUR 2,2 Mio.

Aus unserer Sicht wenig verwunderlich war, dass aus dem angestrebten Zukunftsstandbein des Unternehmens, den Streaming-Erlösen aus dem Video-on-Demand- (VoD-) Segment, weiterhin nur geringfügige Umsatzbeiträge erzielt wurden. Von dessen fehlender Tragfähigkeit waren wir von Anfang an überzeugt. Ohne konkret zu werden spricht das Management im Jahresabschluss 2018 von Herausforderungen, die nicht gemeistert werden konnten. Dass dies auch im laufenden Jahr nicht gelingen wird, belegt nach unserer Einschätzung die Entscheidung, das bislang verfolgte Geschäftsmodell des transaktionsbasierten VoD (TVoD) durch Subscription Video on Demand (SVoD) und Advertising Video on Demand (AVoD) zu erweitern.

**Rating:** Sell **Risiko:** Sehr hoch  
**Kurs:** EUR 1,94  
**Kursziel:** EUR 0,30 (bislang EUR 0,90)

WKN/ISIN: DE000A12UPJ7/A12UPJ

Indizes: -

Transparenzlevel: Frankfurter Freiverkehrsegment Scale

Gewichtete Anzahl Aktien: 15,373 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 29,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~60.000 Stück

H1/2019: Vorauss. September 2019

EUR Mio. (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	35,1	37,9	39,0	39,9
EBITDA	2,9	6,6	7,6	8,5
EBIT	-9,0	-4,8	-3,4	-1,9
EBT	-9,0	-4,8	-3,4	-1,9
EAT	-8,8	-3,3	-2,3	-1,3

% der Umsätze	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	8,2%	17,4%	19,4%	21,3%
EBIT	-25,6%	-12,7%	-8,7%	-4,8%
EBT	-25,6%	-12,6%	-8,7%	-4,8%
EAT	-25,1%	-8,7%	-6,0%	-3,3%

Je Aktie (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,63	-0,22	-0,16	-0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,24	0,92	0,77	0,69
Cashflow	0,92	0,08	0,44	0,46

%	2018	2019e	2020e	2021e
EK-Quote	42,5%	35,5%	26,5%	22,4%
Gearing	-53%	9%	44%	78%

x	2018	2019e	2020e	2021e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	0,29	0,81	0,88	0,94
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	1,1	2,1	2,5	2,8

EUR Mio.	2019e	2020e	2021e
Guidance Umsatz	↗	n/a	n/a
Guidance EBIT	↗	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

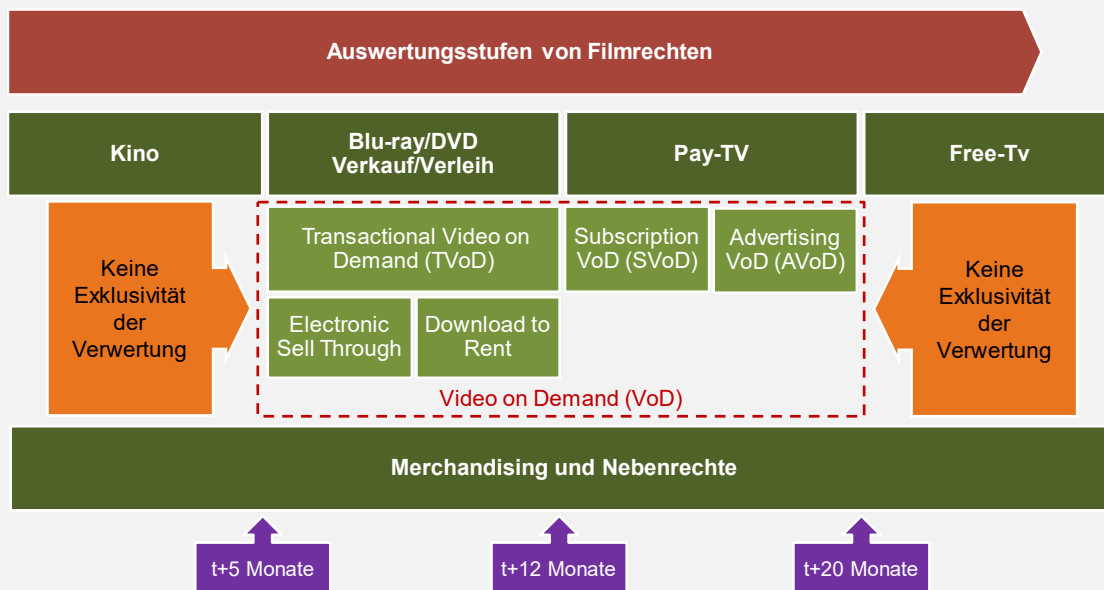
+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Nun auch mit Netflix in Wettbewerb**

Während Pantaflix bislang nach unserer Einschätzung zumindest ein einzigartiges Geschäftsmodell verfolgt hat – namentlich die rund 250 Mio. weltweit verstreuten „Expats“ anzusprechen –, tritt das Unternehmen durch diese Erweiterung des Geschäftsmodells in unmittelbaren Wettbewerb mit abonnentenbasierten Anbietern wie u. a. Netflix. Was angesichts des Größenvergleichs der beiden Unternehmen – Netflix hat im vergangenen Jahr Umsätze in Höhe von rund USD 15,8 Mrd. erzielt – als ambitioniert erscheint.

ABBILDUNG 1: VERWERTUNGSKETTE FILM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Nur begrenztes Upside aus der Filmproduktion**

Neben der aus unserer Sicht chronisch defizitären 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. Die Produktion von Spielfilmen ist ein kapitalintensives Geschäftsmodell. Zu dessen 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.

Typischerweise werden mindestens 95% der Produktionskosten durch Minimumgarantien abgedeckt, so dass der Kapitalanteil von Pantaleon an einer Filmproduktion nur noch bei etwa 5% liegt. Durch den Verkauf von weiten Teilen der Verwertungsrechte kann Pantaleon bereits vor dem Produktionsstart das mögliche Verlustrisiko aus einer einzelnen Produktion limitieren, weshalb Pantaleon nur für einen kleinen Restbetrag mit eigenem Eigenkapital im Risiko steht. Begrenztes Risiko ist aber gleichbedeutend

mit begrenztem Upside – oder einem langen Zeitraum, während dem Pantaleon nicht auf mögliche Overages zugreifen kann.

Trotz des Versuchs vieler Filmproduzenten, Finanzierungslücken durch Vorverkäufe (Presales) der Filmrechte an Teilhaber der Verwertungskette wie regionale Film- oder Videoverleiher, Pay-TV- und Free-TV-Sender sowie Koproduktionspartner zu schließen, ist die Produktion von Spielfilmen aufgrund der hohen Kapitalbindung ein hoch risikoreiches Geschäftsmodell. Dies belegen zahlreiche Insolvenzen von Filmproduzenten. 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 1: 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
Neue Sentimental Film	2012
CineMedia Film AG	2013

QUELLE: SPHENE CAPITAL

### **Aktienanteil des Hauptaktionärs geht weiter zurück**

Einmal mehr finden sich Diskrepanzen in den Angaben der Gesellschaft über den Besitzanteil des Großaktionärs BlackMars Capital GmbH, der dem Filmproduzenten Dan Maag (dem ehemaligen CEO der Pantaflix AG), dem Schauspieler Matthias Schweighöfer sowie der Beckmann Capital GmbH von Marco Beckmann, einem Gründer von Nanotechnologieunternehmen, zuzurechnen ist.

Während auf der Homepage von einem Freefloat von „knapp 50%“ die Rede ist, woraus sich für BlackMars ein Mehrheitsanteil an der Pantaflix AG ableiten lässt, ist dem Geschäftsbericht 2018 zu entnehmen, dass BlackMars nur noch zwischen 25% und 50% der Anteile hält. Damit wären weitere Aktienverkäufe seitens BlackMars bis zum Erreichen der 25%-Schwelle nicht meldepflichtig.

### **Wir nehmen unser Zwölfmonats-Kursziel auf EUR 0,30 je Aktie zurück**

Nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2018 haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet. Aufgrund der in der Frühphase der Detailplanungsphase erwirtschafteten negativen Cashflows errechnet sich ein negativer fundamentalanalytischer Enterprise Value von EUR -4,4 Mio. Dabei haben wir sogar eine sich im Zeitablauf sukzessive verringere Neigung des Managements unterstellt, weiterhin liquide Mittel

in den Ausbau der nach unserer Einschätzung nachhaltig defizitären VoD-Plattform zu investieren.

Der negative Wert des Eigenkapitals während der Detailplanungsphase ergibt sich aus den von uns erwarteten beträchtlichen Abflüssen für den Aufbau der Streaming-Plattform, ein Geschäftsmodell, bei dem wir davon überzeugt sind, dass Pantaflix weder über die Kapazitäten noch über die erforderlichen Ressourcen verfügt, um dieses professionell auf globaler Ebene zu vermarkten.

Nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition EUR 9,0 Mio. (per Ende 2018) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 4,7 Mio. Bei 15,373 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 0,30 je Aktie.

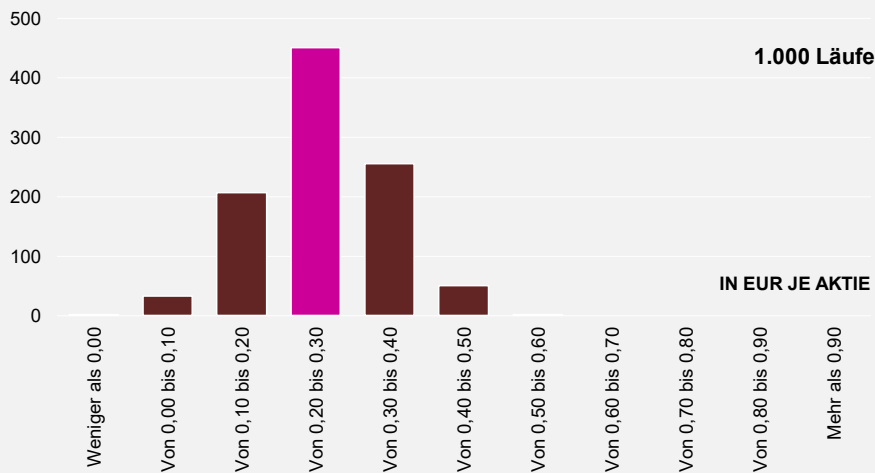
<b>TABELLE 2: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE</b>		
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	6,3%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	7,8
in % des Enterprise Value	%	-178,9%
Barwerte Cashflow Detailplanung	EUR Mio.	-14,8
in % des Enterprise Value	%	338,0%
Barwerte Cashflow Grobplanung	EUR Mio.	2,6
in % des Enterprise Value	%	-59,1%
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-4,4</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-4,9
Liquidität	EUR Mio.	13,9
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,7</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	15,4
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,30</b>
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN		

#### **Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation**

In der nachfolgenden Abbildung 2 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.

Aus der Monte-Carlo-Simulation wird ersichtlich, dass es nach unserer Einschätzung nur ein geringes Upside für die Aktien der Pantaflix AG gibt. Equity Values von unter EUR 0,0 Mio. bzw. über EUR 9,2 Mio. bzw. von unter EUR 0,00 und über EUR 0,60 je Aktie können durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden.

ABBILDUNG 2: MONTE CARLO-SIMULATION (1.000 LÄUFE)



Die Szenarioanalyse basiert auf den dem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden.

Zu sehen ist ein Histogramm mit einem Modus zwischen EUR 0,20 und EUR 0,30 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bestätigung unseres Sell-Ratings

Vor dem Hintergrund der massiven Underperformance der Pantaflix-Aktie seit Aufnahme unserer Research-Coverage (-85,9%) gegenüber dem DAX (-1,7%) und des von uns erwarteten weiteren Kursrückgangs von -84,5% bestätigen wir unser Sell-Rating für die Aktien der Pantaflix AG.

### Multiples bei Erreichen unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 0,30 je Aktie wären die Aktien von Pantaflix mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER PANTAFLIX-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
KGV	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	x	0,8x	0,9x	0,9x	0,1x	0,2x	0,3x
EV/EBIT	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	x	2,1x	2,5x	2,8x	0,3x	0,4x	0,4x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Upside-Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

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 durch einen strategischen Investor.

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

Geschäftsmodell im Überblick

Mit Umsätzen von EUR 35,1 Mio. hat sich Pantaflix zum Ziel gesetzt, einen „360 Grad-Ansatz“ hinsichtlich Produktion, Vertrieb, Verwertung und Vermarktung von Filmen, Serien und anderen Entertainment-Formaten sowie deren Rechte zu verfolgen. Insbesondere plant das Unternehmen, der global führende transaktionsbasierte 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 rund 250 Mio. Expatriates ansprechen will, ist hierfür nach unserer Einschätzung ein global ausgerichtetes Marketing-Budget erforderlich.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,7</b>	<b>15,1</b>	<b>28,1</b>	<b>35,1</b>	<b>37,9</b>	<b>39,0</b>	<b>39,9</b>
YoY	%	1882,6%	10,6%	85,4%	25,2%	8,0%	2,7%	2,4%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	6,6	1,4	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	10,8	-3,9	0,9	0,9	1,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,3</b>	<b>16,5</b>	<b>41,5</b>	<b>34,2</b>	<b>41,5</b>	<b>42,7</b>	<b>43,8</b>
YoY	%	2846,3%	-18,9%	151,6%	-17,6%	21,3%	2,9%	2,6%
<b>Materialaufwand</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-15,0</b>	<b>-19,0</b>	<b>-22,8</b>	<b>-23,2</b>	<b>-23,6</b>
in % der Gesamtleistung	%	-45,4%	-22,0%	-36,2%	-55,5%	-54,9%	-54,4%	-53,8%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,1</b>	<b>12,9</b>	<b>26,5</b>	<b>15,2</b>	<b>18,7</b>	<b>19,5</b>	<b>20,2</b>
YoY	%	1508,9%	15,9%	105,7%	-42,5%	22,8%	4,1%	3,8%
in % der Gesamtleistung	%	54,6%	78,0%	63,8%	44,5%	45,1%	45,6%	46,2%
<b>Personalaufwand</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,4</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-6,0%	-13,1%	-12,3%	-16,8%	-14,4%	-14,0%	-13,6%
<b>Sonstiger betrieblicher Aufwand</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,3</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-10,8%	-11,5%	-19,5%	-18,4%	-17,5%	-16,6%	-15,8%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>17,5</b>	<b>2,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>
in % der Bruttoerlöse	%	64,4%	60,5%	62,5%	8,2%	17,4%	19,4%	21,3%
<b>Abschreibungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,4</b>	<b>-10,9</b>	<b>-15,3</b>	<b>-11,9</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,0</b>	<b>-10,4</b>
<b>Amortisation</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,9</b>
YoY	%	-178,3%	220,5%	-227,5%	-506,9%	-46,6%	-29,3%	-43,8%
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%	-25,6%	-12,7%	-8,7%	-4,8%
<b>Ergebnis aus Beteiligungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Nettofinanzergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>A. o. Ergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,9</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-3,2%	-10,8%	7,9%	-25,6%	-12,6%	-8,7%	-4,8%
<b>Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>
in % des EBT	%	-11,9%	3,6%	-118,2%	-1,8%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,3</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-2,8%	-11,1%	-1,4%	-25,1%	-8,7%	-6,0%	-3,3%
<b>Ergebnisanteile Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Anzahl der Aktien</b>	<b>Mio.</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,63</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,09</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,1</b>	<b>7,6</b>	<b>4,5</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,0	7,5	4,4	8,3	8,8	8,9	8,9
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	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
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>12,4</b>	<b>10,4</b>	<b>41,4</b>	<b>31,7</b>	<b>29,7</b>	<b>34,0</b>	<b>35,9</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,9	0,0	10,8	8,5	9,4	10,3	11,3
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,4	4,6	12,6	7,6	8,4	8,8	9,2
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	3,1	3,3	0,3	0,0	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	1,6	2,0	2,6	3,2
Liquide Mittel	EUR Mio.	4,8	1,8	17,1	13,9	6,6	9,0	8,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
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>46,0</b>	<b>40,3</b>	<b>38,9</b>	<b>43,3</b>	<b>45,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,8</b>	<b>3,1</b>	<b>26,1</b>	<b>17,1</b>	<b>13,8</b>	<b>11,5</b>	<b>10,2</b>
Grundkapital	EUR Mio.	1,1	1,1	1,3	14,0	1,3	1,3	1,3
Kapitalrücklage	EUR Mio.	5,9	5,9	29,2	16,5	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	-13,1	-16,4	-18,7	-19,9
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	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
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	0,9	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,7</b>	<b>14,8</b>	<b>16,9</b>	<b>21,6</b>	<b>25,1</b>	<b>31,8</b>	<b>35,1</b>
Bankschulden	EUR Mio.	3,0	5,8	4,9	4,9	7,8	14,0	16,8
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,2	0,8	9,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	8,2	2,7	16,2	16,6	17,1	17,7
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,5</b>	<b>18,1</b>	<b>46,0</b>	<b>40,3</b>	<b>38,9</b>	<b>43,3</b>	<b>45,3</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>8,0%</b>	<b>42,1%</b>	<b>9,9%</b>	<b>21,1%</b>	<b>23,4%</b>	<b>21,2%</b>	<b>20,4%</b>
Immaterielles Vermögen	%	7,7%	41,4%	9,5%	20,5%	22,7%	20,6%	19,7%
Sachanlagevermögen	%	0,3%	0,6%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
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>90,0%</b>	<b>78,6%</b>	<b>76,3%</b>	<b>78,4%</b>	<b>79,3%</b>
Vorräte	%	6,7%	0,0%	23,4%	21,1%	24,0%	23,7%	25,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	25,1%	25,6%	27,5%	19,0%	21,6%	20,3%	20,3%
Forderungen an Beteiligungen	%	23,1%	18,4%	0,7%	0,0%	8,5%	7,6%	7,3%
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%	4,1%	5,2%	5,9%	7,0%
Liquide Mittel	%	35,7%	10,1%	37,2%	34,5%	16,9%	20,8%	19,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
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>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>35,3%</b>	<b>17,0%</b>	<b>56,7%</b>	<b>42,5%</b>	<b>35,5%</b>	<b>26,5%</b>	<b>22,4%</b>
Grundkapital	%	8,2%	6,1%	2,8%	34,7%	3,3%	2,9%	2,8%
Kapitalrücklage	%	43,8%	32,6%	63,4%	41,0%	75,1%	67,5%	64,5%
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%	-32,6%	-42,2%	-43,2%	-44,0%
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%	-0,6%	-0,7%	-0,8%	-0,9%
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%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>64,3%</b>	<b>82,1%</b>	<b>36,7%</b>	<b>53,7%</b>	<b>64,5%</b>	<b>73,5%</b>	<b>77,6%</b>
Bankschulden	%	22,6%	31,9%	10,7%	12,1%	20,0%	32,4%	37,2%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	1,7%	4,7%	20,3%	1,5%	1,6%	1,5%	1,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	40,0%	45,5%	5,8%	40,1%	42,8%	39,6%	39,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	1,6%	1,7%	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	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-8,8	-3,3	-2,3	-1,3
Abschreibungen	EUR Mio.	9,4	10,9	15,3	11,9	11,4	11,0	10,4
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	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	2,3	-0,9	-0,9	-1,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-3,4	-1,2	-8,0	5,0	-0,8	-0,4	-0,4
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-3,3	-0,7	3,1	-0,8	-3,7	-0,5	-0,6
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	-0,9	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	-8,8	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	0,7	0,0	-0,7	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	13,6	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,7</b>	<b>11,6</b>	<b>10,5</b>	<b>12,9</b>	<b>1,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</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	3,1	-3,9	-0,6	-0,1	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-9,4	-11,0	-15,4	-11,9	-11,4	-11,0	-10,4
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,3</b>	<b>-17,3</b>	<b>-12,3</b>	<b>-16,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-10,4</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,4</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	1,1	0,0	0,2	12,7	-12,7	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	5,9	0,0	23,3	-12,7	12,7	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,0	2,7	-0,8	0,0	2,9	6,2	2,8
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	2,8	-5,6	13,5	0,5	0,5	0,5
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	-13,5	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>17,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,7</b>	<b>3,3</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,1	-3,0	15,3	-3,1	-7,4	2,4	-0,1
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	13,9	6,6	9,0
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>17,1</b>	<b>13,9</b>	<b>6,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	13,7	15,1	28,1	35,1	37,9	39,0	39,9
Rohertrag	EUR Mio.	11,1	12,9	26,5	15,2	18,7	19,5	20,2
EBITDA	EUR Mio.	8,8	9,2	17,5	2,9	6,6	7,6	8,5
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-1,7	2,2	-9,0	-4,8	-3,4	-1,9
EBT	EUR Mio.	-0,4	-1,6	2,2	-9,0	-4,8	-3,4	-1,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-8,8	-3,3	-2,3	-1,3
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	6,73	7,87	19,20	17,95	3,09		
Kurs Tief	EUR	3,50	2,73	6,82	1,15	1,24		
Kurs Durchschnitt	EUR	4,47	4,71	11,51	8,61	2,25		
Kurs Schlusskurs	EUR	5,43	7,55	17,19	1,38	1,94	1,94	1,94
EPS	EUR	-0,03	-0,14	-0,03	-0,63	-0,22	-0,16	-0,09
BVPS	EUR	0,39	0,25	1,87	1,24	0,92	0,77	0,69
CFPS	EUR	0,88	0,96	0,75	0,92	0,08	0,44	0,46
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							<b>0,30</b>
Performance bis Kursziel	%							<b>-84,5%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)</b>								
EBITDA-Marge	%	64,4%	60,5%	62,5%	8,2%	17,4%	19,4%	21,3%
EBIT-Marge	%	-4,0%	-11,4%	7,9%	-25,6%	-12,7%	-8,7%	-4,8%
EBT-Marge	%	-3,2%	-10,8%	7,9%	-25,6%	-12,6%	-8,7%	-4,8%
Netto-Marge	%	-2,8%	-11,1%	-1,4%	-25,1%	-8,7%	-6,0%	-3,3%
FCF-Marge	%	3,1%	-37,7%	-6,2%	-9,0%	-28,4%	-11,0%	-8,5%
ROE	%	-8,1%	-54,8%	-1,5%	-51,5%	-24,0%	-20,4%	-12,9%
NWC/Umsatz	%	36,5%	37,7%	81,9%	132,0%	137,1%	141,5%	143,8%
Capex/Umsatz	%	68,6%	72,5%	54,9%	33,9%	30,2%	28,2%	26,1%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	10,6%	85,4%	25,2%	8,0%	2,7%	2,4%
Rohertrag	%	n/a	15,9%	105,7%	-42,5%	22,8%	4,1%	3,8%
EBITDA	%	n/a	3,9%	91,5%	-83,6%	130,0%	14,3%	12,4%
EBIT	%	n/a	220,5%	n/a	n/a	-46,6%	-29,3%	-43,8%
EBT	%	n/a	273,9%	n/a	n/a	-46,6%	-29,4%	-43,8%
Nettoergebnis	%	n/a	339,7%	-76,1%	n/a	-62,5%	-29,4%	-43,8%
EPS	%	n/a	336,8%	-81,7%	n/a	-65,6%	-28,8%	-42,7%
CFPS	%	n/a	8,4%	-21,5%	22,5%	-91,2%	440,2%	3,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	7,6	4,5	8,5	9,1	9,2	9,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,4	10,5	41,5	31,8	29,8	34,1	36,1
Eigenkapital	EUR Mio.	4,8	3,1	26,1	17,1	13,8	11,5	10,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,7	15,0	19,9	23,2	25,1	31,8	35,1
EK-Quote	%	35,3%	17,0%	56,7%	42,5%	35,5%	26,5%	22,4%
Gearing	%	-37,1%	127,8%	-46,7%	-52,8%	8,7%	43,6%	77,7%
Working Capital	EUR Mio.	4,1	3,8	14,1	15,6	17,1	18,5	19,9
Capital Employed	EUR Mio.	4,1	4,9	21,7	20,1	25,6	27,5	29,1
Asset Turnover	x	1,0	0,8	0,6	0,9	1,0	0,9	0,9
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	12.100	12.100	13.976	13.976	15.373	15.373	15.373
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	81,5	95,2	268,3	250,9	47,5		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	42,4	33,0	95,4	16,1	19,1		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	54,0	57,0	160,9	120,3	34,6		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	65,7	91,3	240,3	19,3	29,8	29,8	29,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,8	3,9	-12,2	-9,0	1,2	5,0	7,9
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	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	79,7	99,1	257,8	241,7	48,4		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	40,6	36,9	84,9	6,8	20,0		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	52,3	60,9	150,4	111,1	35,5		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	63,9	95,2	229,8	10,0	30,7	34,5	37,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	5,83	6,55	9,19	6,88	1,28	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,97	2,44	3,03	0,19	0,53	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	3,82	4,03	5,36	3,16	0,94	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	4,67	6,29	8,19	0,29	0,81	0,88	0,94
EV/EBITDA Hoch	x	9,0	10,8	14,7	84,0	7,3	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	4,6	4,0	4,8	2,4	3,0	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	5,9	6,7	8,6	38,6	5,4	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,3	10,4	13,1	3,5	4,6	4,6	4,4
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	104,0	n/a	n/a	n/a	n/a
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	n/a
KBV Schlusskurs	x	13,8	29,6	9,2	1,1	2,1	2,5	2,8
KCF Schlusskurs	x	6,1	7,9	22,8	1,5	23,8	4,4	4,2
FCF-Yield	%	0,6%	-6,3%	-0,7%	-16,3%	-36,1%	-14,4%	-11,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	%	<b>37,9</b>	<b>39,0</b>	<b>39,9</b>	<b>40,7</b>	<b>41,4</b>	<b>42,0</b>	<b>42,4</b>	<b>42,9</b>	<b>43,3</b>	<b>43,8</b>	<b>44,2</b>	<b>44,7</b>	<b>45,1</b>	<b>45,6</b>	<b>46,0</b>	<b>46,5</b>
YoY	EUR Mio.	8,0%	2,7%	2,4%	2,0%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>-4,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>
EBIT-Marge	EUR Mio.	-12,7%	-8,7%	-4,8%	-3,4%	-2,0%	-0,6%	0,8%	2,2%	3,6%	5,0%	6,4%	7,8%	9,2%	10,6%	12,0%	13,4%
Steuern	EUR Mio.	1,5	1,1	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9
Steuerquote (τ)	%	31,0%	31,0%	30,9%	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%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>-3,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-2,2	-1,4	-1,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-5,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
WACC	%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%	11,1%	10,6%	10,1%	9,7%	9,2%	8,8%	8,3%	7,8%	7,4%	6,9%	6,0%	
Diskontierungssatz	EUR Mio.	112,0%	125,4%	140,4%	154,7%	59,2%	53,5%	48,6%	44,3%	40,6%	37,3%	34,4%	31,9%	29,7%	27,8%	26,2%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	6,3%															
Terminal Cost of capital	%	6,0%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	7,8															
in % des Enterprise Value	%	-178,9%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-14,8															
in % des Enterprise Value	%	338,0%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	2,6															
in % des Enterprise Value	%	-59,1%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-4,4</b>															
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-4,9															
Liquidität	EUR Mio.	13,9															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,7</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	EUR Mio.	15,4															
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,30</b>															

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

#### Risikoinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoinschätzung 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 Interessenskonflikte 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 Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

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

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
11.06.2019/08:00 Uhr	EUR 0,30/EUR 1,94	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1
04.12.2018/12:10Uhr	EUR 0,90/EUR 3,01	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1
28.09.2018/08:10Uhr	EUR 3,10/EUR 6,76	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1
19.03.2018/11:15 Uhr	EUR 4,20/EUR 13,64	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 Interessenskonflikte 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 10.06.2019 um 20:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,94.