

25. Juni 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Pantaflix AG

Corona sorgt für deutliche Umsatzverschiebungen

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,35 € | **Kursziel:** 3,30 € (zuvor: 4,60 €)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Filmproduktion / VoD
Mitarbeiter:	113
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A12UPJ7
Ticker:	PAL:GR
Kurs:	1,35 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	15,37 Mio. Stück
Market-Cap:	20,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	16,9 Mio. Euro
Free Float:	ca. 31 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	3,14 / 1,065 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	59,2 Tsd. Euro / Tag

Nachdem das letzte Jahr wegen Verschiebungen der Fertigstellung und damit auch der Umsatzwirksamkeit von Filmprojekten in Summe schwächer als erwartet ausgefallen ist, wird sich die Hoffnung, dass diese Verschiebungen im laufenden Jahr zu starken Produktions- und Umsatzzahlen beitragen könnten, wegen der COVID-19-Pandemie nicht erfüllen. Vielmehr sorgen die Kontakt- und Reisebeschränkungen dafür, dass geplante Dreharbeiten nicht begonnen oder fortgeführt werden können, weswegen auch dieses Jahr von erheblichen Verschiebungen und Verzögerungen geprägt sein wird. Damit wird der Umsatz erneut rückläufig ausfallen, doch das Ergebnis will PANTAFlix trotzdem verbessern. Dazu beitragen sollen nach Unternehmensangaben verschiedene Effizienz- und Optimierungsmaßnahmen, darüber hinaus erwägt PANTAFlix auch Änderungen an der Unternehmensstruktur. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Kostenbelastung durch das VoD-Geschäft deuten wir diese Aussage in Richtung einer Refokussierung auf die Kernkompetenz Content-Produktion und haben deswegen in unseren Schätzungen das Gewicht von VoD trotz der vielversprechenden ersten Erfolge mit dem AVoD-Konzept und dem B2B-Geschäft reduziert.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	28,1	35,1	28,7	21,9	33,9	37,6
EBIT (Mio. Euro)	2,2	-9,0	-8,6	-3,4	0,3	1,5
Jahresüberschuss	-0,3	-8,9	-7,7	-3,4	0,3	1,4
EpS	-0,26	-0,63	-0,50	-0,22	0,02	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	85,4%	25,2%	-18,2%	-23,7%	54,6%	11,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	431,2%
KUV	0,74	0,59	0,72	0,95	0,61	0,55
KGV	-	-	-	-	79,1	14,9
KCF	2,8	1,6	10,0	3,6	1,5	1,3
EV / EBIT	7,6	-	-	-	55,6	11,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Umsatz rückläufig

Nachdem PANTAFLIX bereits im Rahmen der Halbjahresberichterstattung seine Umsatzprognose für 2019 mit einem Warnhinweis bezüglich der planmäßigen Fertigstellung von Filmprojekten versehen hatte, stellte der nun gemeldete Umsatzrückgang keine sehr große Überraschung dar. Allerdings ist sein Ausmaß mit 18 Prozent (auf 28,8 Mio. Euro) größer ausgefallen als von uns erwartet. Das Unternehmen begründet die Umsatzentwicklung mit Verschiebungen im Produktionsbereich, die im Normalfall (also ohne Corona) für sehr hohe Produktionsumsätze im laufenden Jahr gesorgt hätten.

AVoD mit gutem Start

Die letztjährigen Erlöse wurden fast ausschließlich im Kerngeschäft Filmproduktion erzielt, der Umsatzbeitrag der ergänzenden Aktivitäten der Töchter CC15 (Werbefilme) und PantaSounds (Musiklabel) addierte sich 2019 auf etwas mehr als 1,0 Mio. Euro. Die Erlöse der VoD-Plattform wurden nicht explizit genannt. Allerdings zeigt sich PANTAFLIX mit dem Start des werbefinanzierten Konzepts im vierten Quartal sehr zufrieden und spricht von einer Resonanz über den Erwartungen. Getragen wurde dies von den zwei Staffeln der Teenager-Serie „Klass Klassenfahrt“, mit denen eine klar siebenstellige Zahl der Abrufe generiert werden konnte.

Gesamtleistung ein Viertel niedriger

Da sich zum Bilanzstichtag auch das Volumen der in der Herstellung befindlichen Auftragsproduktionen um 7 Mio. Euro reduziert hat, fiel der Rückgang auf der Ebene der Gesamtleistung mit 28 Prozent auf 24,5 Mio. Euro (einschließlich der sonstigen betrieblichen Erträge) sogar noch stärker aus als beim Umsatz.

EBITDA dennoch verbessert

Ergebnisseitig konnte dies aber kompensiert werden, sodass sich das EBITDA trotz der niedrigeren Gesamtleistung um 15 Prozent auf 3,3 Mio. Euro verbessert hat. Zu verdanken war das vor allem dem starken Rückgang des Materialaufwands (-37 Prozent auf

12,0 Mio. Euro) und des sonstigen betrieblichen Aufwands (-46 Prozent auf 3,5 Mio. Euro). Während der Materialaufwand von den niedrigeren Beteiligungen der Koproduzenten an den Verwertungserlösen entlastet wurde, erklärt das Unternehmen die Entwicklung der SBA auf Nachfrage mit dem Effekt der niedrigeren Erlöse auf mehrere flexible Aufwandspositionen, die projektbezogen eingekauft werden und mit dem Umfang der Produktionsaktivitäten schwanken. Ergebnisentlastend hat sich auch der Personalaufwand entwickelt, der allerdings mit knapp 3 Prozent (auf 5,7 Mio. Euro) nur moderat zurückgegangen ist.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	35,12	28,75	-18,2%
Gesamtleistung	34,19	24,53	-28,2%
Materialaufwand	18,97	11,98	-36,9%
Personalaufwand	5,88	5,73	-2,6%
SBA	6,46	3,51	-45,6%
EBITDA	2,88	3,31	15,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	8,2%	11,5%	
Abschreibungen	11,87	11,86	0,0%
EBIT	-8,99	-8,55	-
<i>EBIT-Marge</i>	-25,6%	-29,7%	
Vorsteuerergebnis	-8,99	-8,55	-
<i>Vorsteueremarge</i>	-25,6%	-29,8%	
Jahresüberschuss	-8,87	-7,73	-
<i>Netto-Marge</i>	-25,2%	-26,9%	
Free-Cashflow	-3,15	-7,36	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

EBIT verbessert, aber klar negativ

Für die Beurteilung der Ergebnisqualität hat das EBITDA allerdings nur eine begrenzte Aussagekraft, weil sich die Herstellungskosten der eigenen Filme erst im EBIT bemerkbar machen. Sie werden während der Produktion zunächst im Anlagevermögen aktiviert und anschließend leistungsbezogen abgeschrieben, wobei PANTAFLIX bereits mit der Fertigstellung eines Films einen Großteil von dessen bilanziell Wert abschreibt. Als Gegenposition zu den hohen

Umsätzen aus fertiggestellten Filmen lagen die Abschreibungen im letzten Jahr bei 11,9 Mio. Euro und damit auf Vorjahresniveau, woraus sich ein EBIT-Verlust von -8,6 Mio. Euro ergeben hat (Vorjahr: -9,0 Mio. Euro). Bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanzergebnis war dies auch der Vorsteuerverlust, während das Nachsteuerergebnis noch von einem positiven Steuereffekt in Höhe von 0,7 Mio. Euro profitierte und sich auf -7,7 Mio. Euro belief (Vorjahr: -8,9 Mio. Euro).

Hoher Cash-Abfluss

Das negative Ergebnis hat sich in einem erneut negativen Free-Cashflow niedergeschlagen, der sich im Vorjahresvergleich von -3,2 auf -7,4 Mio. Euro verschlechtert hat. Ursächlich dafür war der Rückgang des Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, der von +12,9 auf +2,1 Mio. Euro zurückgegangen ist. Darin spiegelt sich vor allem der Rückgang der erhaltenen Anzahlungen (von 10,7 auf 2,8 Mio. Euro) und der sonstigen Verbindlichkeiten (von 5,5 auf 1,1 Mio. Euro) wider, während sich der Abbau von Forderungen (von 7,6 auf 5,0 Mio. Euro) liquiditätserhöhend ausgewirkt hat. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit, in dem sich die Produktionskosten für eigene Filme niederschlagen, ist aufgrund der geringeren Produktionsaktivitäten von -16,0 Mio. Euro im Vorjahr auf -9,4 Mio. Euro zurückgegangen. Ein Teil der Mittelabflüsse wurde durch die im Februar 2019 platzierte Kapitalerhöhung gedeckt, in deren Rahmen 1,4 Mio. neue Aktien ausgegeben und ein Mittelzufluss von 2,9 Mio. Euro erzielt wurden. In Summe hat sich die bilanzielle Liquidität im Jahresverlauf 2019 von 13,9 Mio. Euro auf 7,2 Mio. Euro reduziert

Eigenkapitalquote deutlich erhöht

Bedingt durch den Jahresverlust hat sich das Eigenkapital trotz der Kapitalerhöhung um knapp 30 Prozent auf 12,1 Mio. Euro reduziert. Da allerdings die Bilanzsumme durch die Rückgänge der aktivierten Filmrechte, der Forderungen, der Vorräte und der Liquidität sogar um fast die Hälfte auf 21,1 Mio. Euro geschrumpft ist, hat sich die Eigenkapitalquote um 15 Prozentpunkte auf 57,5 Prozent verbessert. Zweitgrößter Posten auf der Passivseite waren die Bankverbindlichkeiten, die allerdings im Vorjahresvergleich

ebenfalls um 46 Prozent auf 2,7 Mio. Euro abgenommen haben. Auf der Vermögensseite stellt die Liquidität die größte Einzelposition mit einem Bilanzgewicht von mehr als einem Drittel dar, gefolgt von den Forderungen (5,0 Mio. Euro bzw. 23,6 Prozent der Bilanzsumme) und den Anzahlungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögenswerte (noch nicht fertiggestellte Eigenproduktionen), die sich auf 3,2 Mio. Euro (bzw. 15 Prozent) belaufen haben.

Vollbremsung durch Corona

Von der ursprünglichen Planung, die Produktionsaktivitäten 2020 auf ein neues Rekordhoch zu steigern, musste PANTAFLIX wegen der COVID-19-Pandemie inzwischen Abstand nehmen. Denn die Dreharbeiten wurden durch die Reise- und Kontaktbeschränkungen defacto komplett untersagt, auch aktuell spricht PANTAFLIX von einer allenfalls langsamen Normalisierung, und auch dies nur bei kleinen Produktionen, bei denen lediglich wenige Personen am Set sind. Das Unternehmen betont zwar, dass bisher alle Projekte lediglich verschoben und nicht aufgegeben sind, doch für dieses Jahr ergibt sich hieraus die Erwartung eines erneuten deutlichen Umsatzrückgangs. Wie stark dieser ausfallen wird, hängt davon ab, ob und wie rasch sich die Lage normalisiert.

Ergebnisverbesserung angekündigt

Unabhängig vom Umsatz soll aber das EBIT deutlich verbessert werden, wenn auch negativ bleiben. Auch den operativen Cashflow will PANTAFLIX im Vergleich zum Vorjahr erhöhen. Diese Ergebniszuversicht begründet das Unternehmen mit der ausgeprägten Umsatzreagibilität der Kostenstruktur, da die meisten Kosten der Filmproduktionen projektweise auf einer flexiblen Basis eingekauft werden. Bezüglich des eigenen Personals sorgen zudem die großzügigen Kurzarbeit-Regelungen, die PANTAFLIX im großen Umfang in Anspruch genommen hat und weiterhin nimmt, für eine spürbare Kosten- und Liquiditätsentlastung. Darüber hinaus berichtet das Unternehmen von verschiedenen Effizienz- und Optimierungsmaßnahmen, zu denen auch die Überprüfung der aktuellen Konzernstruktur und der strategischen Aufstellung gehört. Weiter konkretisieren wollte PANTAFLIX diese Ankündigung auch auf Nachfrage nicht.

Angesichts der hohen Kostenbelastung im Zusammenhang mit dem Aufbau des Streamingdienstes gehen wir aber davon aus, dass die strategische Neujustierung insbesondere diesen Bereich betreffen wird.

AVoD-Modell wird ausgebaut

Für das AVoD-Modell, das im vierten Quartal gestartet ist, berichtet PANTAFLIX von einer guten Resonanz der Zuschauer und der Marktpartner. Dementsprechend wurden in rascher Abfolge mehrere weitere Projekte für eigene Kurzformate nach Vorbild von „Klassikerfahrt“ angekündigt und begonnen. Darunter sind erneut Serien mit reichweitenstarken Akteuren der deutschen Influencer-Szene wie „Street Legends“ (mit Dimitri Tsvetkov – 900.000 Follower auf YouTube), „Leo hilft“ (mit Leo Balys – knapp 2,5 Millionen Follower bei Instagram, YouTube und TikTok) oder „Das Internat“ sowie der erste speziell für die Plattform entwickelte Film (PANTAFLIX Original Movie) „Roccas Reise“, eine Produktion unter Regie von Frederick Lau. Darüber hinaus konnten mit Sony Pictures sowie mit Viacom CBS Global Distribution Group zwei große Content-Partner gewonnen werden, die Teile ihrer Bibliotheken für die Auswertung mittels AVoD auf der PANTAFLIX-Plattform bereitstellen.

Weltbild-Projekt erfolgreich gestartet

Als eine weitere Stoßrichtung, um die hohen Investitionen in den Aufbau der VoD-Plattform zu monetarisieren, forciert PANTAFLIX wie angekündigt das B2B-Konzept, in dessen Rahmen die Plattform anderen Unternehmen oder Organisationen zum Aufbau eigener Videoangebote auf White-Label-Basis angeboten wird. Nachdem dieses Modell im letzten Jahr für die Deutsche Filmakademie erfolgreich erprobt wurde, konnte im Februar der Weltbild-Verlag als erster dauerhafter Partner gewonnen werden. Das Projekt wurde in nur wenigen Monaten umgesetzt, ist seit Mitte Juni online und bietet den Weltbild-Kunden Zugang zu einem breiten Filmangebot auf Leihbasis. PANTAFLIX spricht hierbei von einem B2B2C-Modell und dürfte deswegen nicht nur als Technologiepartner mit einem Fixum vergütet werden, sondern auch an den laufenden Einnahmen partizipieren.

Weitere Partnerschaften angekündigt

PANTAFLIX zeigt sich mit dem Ablauf des Projekts sehr zufrieden und sieht für das Konzept ein großes Potenzial für weitere Partnerschaften. Dazu berichtet das Unternehmen von fortgeschrittenen Gesprächen mit mehreren Interessenten und will schon in den nächsten Wochen neue Abschlüsse vermelden.

Große Filmpipeline

Auch bezüglich des Kerngeschäfts, der Filmproduktion, zeigt sich PANTAFLIX grundsätzlich zuversichtlich und verweist auf eine große Pipeline aus 70 in der Entwicklung befindlichen Film- und Serienprojekten. Einige Projekte, wie die für Joyn, das rasch wachsende Streaming-Portal der ProSiebenSat.1-Gruppe, koproduzierte Serie „Mapa“, oder der Kinofilm „Takeover – Voll vertauscht“ mit Heiko und Roman Lochmann (früher bekannt als „Die Lochis“) sind bereits veröffentlicht bzw. stehen kurz vor dem Kinostart, während andere Projekte wegen der Corona-Krise unterbrochen werden mussten. Dazu zählten auch die Dreharbeiten an der Verfilmung des Erfolgsromans „Generation Beziehungsunfähig“ und der Familienfilme „Oskars Kleid“ (mit Florian David Fitz) und „Wolke unterm Dach“ (mit Matthias Schweighöfer). Für die beiden Letztgenannten konnte sich PANTAFLIX bereits eine Filmförderung des FilmFernsehFonds Bayern (FFF Bayern) sichern, die sich für beide Projekte auf 1,8 Mio. Euro summiert.

Schätzungen modifiziert

Die Zahlen für 2019 sind umsatzseitig deutlich und ergebnisseitig leicht unter unseren Erwartungen ausgefallen. Angesichts der starken Abhängigkeit der Zahlen vom Abschluss und der Umsatzwirksamkeit einzelner Filmprojekte liegen diese Abweichungen aber innerhalb der normalen Schwankungsbreite und hätten sich im Normalfall in höheren Erlösen in 2020 ausgewirkt. Doch durch die COVID-19-Pandemie wird auch dieses Jahr von Verschiebungen und Verzögerungen geprägt sein, weswegen wir unsere Schätzungen bezüglich der Produktionsumsätze kräftig reduziert haben. Für nächstes Jahr haben wir im Gegenzug zwar die Wachstumsrate deutlich erhöht, doch

insgesamt rechnen wir auch für die nächsten Jahre mit niedrigeren Einnahmen als bisher.

VoD-Erwartungen niedriger

Da liegt auch an den revidierten Erwartungen bezüglich der weiteren Perspektiven der VoD-Plattform. Das AVoD-Konzept ist zwar erfreulich angelaufen, doch im Nachgang an die Veröffentlichung der Zuschauerstarken Exklusiv-Inhalte dürften die erhofften Cross-Selling-Effekte ausgeblieben sein. Selbst im Corona-Lockdown hat das Portal nicht in dem Umfang an Zuschauergunst gewonnen, der in der Unternehmenskommunikation einen Widerhall gefunden hätte. Nach unserem Eindruck erfordert das AVoD-Konzept in dem harten Wettbewerbsumfeld einen stetigen Strom an neuen und zugkräftigen Exklusivhalten. Mit der exzellenten Produktionsexpertise und dem guten Zugang zu Kreativen könnte PANTAFLIX dies sicherstellen, doch es bleibt die Frage, ob sich derart attraktive Inhalte nicht ertrageicher als Zulieferer für Player mit größerer Reichweite vermarkten lassen. Die Tatsache, dass PANTAFLIX für das Konkurrenzportal Joyn nicht nur die Serie „Mapa“ mitproduziert, sondern Presseberichten zufolge auch die vom Medienboard Berlin-Brandenburg mit 0,27 Mio. Euro geförderte Serie "Spaceboys" drehen wird, sehen wir als ein Indiz gegen eine zu starke Fokussierung auf eigene Exklusivhalte. Da die für das AVoD-Konzept genannten Argumente noch stärker für das Abonnement-basierte Modell (SVoD) zutreffen dürften, haben wir die diesbezüglichen Annahmen noch deutlicher korrigiert. Auf der anderen Seite haben wir aber die Umsatzbeiträge aus der B2B-Vermarktung der Plattform, mit der PANTAFLIX im Markt auf gute Resonanz zu stoßen scheint und die wir bisher nur sehr vorsichtig angesetzt hatten, erhöht.

Umsatzsprung in 2021

Konkret erwarten wir für 2020 nun Umsätze von 21,9 Mio. Euro, die nächstes Jahr dann aber um mehr als 50 Prozent auf fast 34 Mio. Euro ansteigen sollten. Damit würde PANTAFLIX fast den bisherigen Rekordwert aus 2018 (35,1 Mio. Euro) wieder erreichen. Anschließend kalkulieren wir mit Zuwachsraten im niedrigen zweistelligen Bereich, die wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums auf knapp 4 Prozent

abschmelzen lassen. Für das Jahr 2027 ergibt sich daraus ein Zielumsatz von 56,5 Mio. Euro.

Deutliche Ergebnisverbesserung in 2020

Trotz des deutlich gesunkenen Umsatzes gehen wir für das laufende Jahr von einer spürbaren Ergebnisverbesserung aus und folgen damit der Unternehmensprognose. Dazu tragen einerseits niedrigere Kostenschätzungen bei, wobei diese im Bereich des Personalaufwands die Entlastung durch die Inanspruchnahme der Kurzarbeit widerspiegeln. Aber auch sonst haben wir eine ausgeprägtere Kostendisziplin unterstellt. Einen wichtigen Ergebniseffekt hat andererseits die Annahme einer ausgeglichenen Bestandsentwicklung, während im letzten Jahr der Bestandsabbau um 7 Mio. Euro die Gesamtleistung und das Ergebnis reduziert hat. Insgesamt erwarten wir für dieses Jahr ein EBIT von -3,4 Mio. Euro, was zwar schlechter als unsere Vor-Corona-Schätzung (-0,4 Mio. Euro) ist, gegenüber dem Vorjahr aber eine Verbesserung um mehr als 5 Mio. Euro bedeutet. Das Nettoergebnis erwarten wir in gleicher Höhe, woraus sich eine EpS-Schätzung von -0,22 Euro ergibt. Für 2021 kalkulieren wir nun mit einem leicht positiven Ergebnis (0,3 Mio. Euro), bevor 2022 ein deutlicher Gewinnzuwachs gelingt. Anschließend haben wir, wie bisher, mit trendmäßig steigenden Margen kalkuliert, die sich aus Größendegressionseffekten sowie aus dem wachsenden Beitrag der VoD-Einnahmen (nun mit deutlich höherem Anteil des B2B-Geschäfts) ergeben. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir mit einer EBIT-Marge von 16,4 Prozent und somit in etwa mit einem Wert wie bisher (16,7 Prozent). Die aus diesen Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle auf der nächsten Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Für die Jahre ab 2028 kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value mit einem Sicherheitsabschlag von 30 Prozent auf die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums sowie mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	21,9	33,9	37,6	42,0	46,4	50,5	54,4	56,5
Umsatzwachstum		54,6%	11,0%	11,5%	10,5%	8,9%	7,6%	3,9%
EBIT-Marge	-15,5%	0,9%	4,0%	8,3%	11,6%	14,3%	16,5%	16,4%
EBIT	-3,4	0,3	1,5	3,5	5,4	7,2	9,0	9,2
Steuersatz	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	15,0%	15,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,8	1,1	2,7	2,8
NOPAT	-3,4	0,3	1,4	3,3	4,6	6,1	6,3	6,5
+ Abschreibungen & Amortisation	9,1	13,3	14,3	15,4	16,5	17,6	18,5	19,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	5,7	13,6	15,8	18,7	21,1	23,7	24,8	25,8
- Zunahme Net Working Capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Investitionen AV	-9,2	-14,2	-15,2	-16,2	-17,4	-18,4	-19,3	-20,1
Free Cashflow	-3,3	-0,5	0,7	2,6	3,8	5,4	5,6	5,8

WACC geringfügig erhöht

Den aus den Schätzungen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert). Zugleich rechtfertigen die Rahmenbedingungen eine Erhöhung der Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). Als Beta nehmen wir wie bisher einen Wert von 1,4. Bei einem unveränderten Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent ergibt sich daraus ein neuer WACC-Satz von 7,5 Prozent (zuvor: 7,4 Prozent).

Kursziel: 3,30 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 50,1 Mio. Euro bzw. 3,26 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,30 Euro

ableiten. Gegenüber unserem letzten Update ist das Kursziel damit deutlich gesunken (bisher: 4,60 Euro), was auf die reduzierten Schätzungen zurückzuführen ist. Gegenüber dem aktuellen Aktienkurs sehen wir auf dieser Basis aber gleichwohl immer noch mehr als ein Verdopplungspotenzial. Allerdings sind unsere Schätzungen weiterhin mit erhöhter Unsicherheit behaftet, weswegen wir die Einstufung des Prognoserisikos mit fünf von sechs möglichen Punkten unverändert lassen. Die hohe Schätzunsicherheit resultiert einerseits aus dem Projektcharakter des Filmgeschäfts und andererseits aus der anhaltenden Unsicherheit über den weiteren Erfolg der VoD-Aktivitäten.

Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,5%	4,78	4,37	4,03	3,75	3,51
7,0%	4,21	3,88	3,61	3,38	3,19
7,5%	3,74	3,48	3,26	3,07	2,91
8,0%	3,36	3,14	2,96	2,80	2,66
8,5%	3,03	2,85	2,70	2,57	2,45

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,5 und 8,5 Prozent) und ewiges Cashflow-

Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 2,45 und 4,78 Euro je Aktie.

Fazit

PANTAFLIX musste infolge der COVID-19-Pandemie die Dreharbeiten an mehreren Produktionen weitgehend einstellen und ist bisher trotz der in anderen Bereichen bereits erfolgten Lockerungen noch nicht in den Normalbetrieb zurückgekehrt. Damit dürften sich der Abschluss und damit die Umsatzwirksamkeit einzelner Projekte ins zweite Halbjahr oder sogar in das Jahr 2021 verschieben, sodass der diesjährige Umsatz deutlich unter dem Wert aus 2019 bleiben wird.

Dessen ungeachtet soll das Ergebnis deutlich besser ausfallen, was vom Unternehmen mit eigenen Optimierungsmaßnahmen sowie mit der Kostenentlastung durch die Inanspruchnahme von Kurzarbeit begründet wird.

Gleichwohl dürfte das Ergebnis auch dieses Jahr klar im roten Bereich bleiben, was vor allem mit den Investitionen in den Auf- und Ausbau des VoD-Geschäfts zusammenhängt. Dessen Potenzial sehen wir nun eher im B2B-Bereich, in dem PANTAFLIX mit dem Weltbild-Verlag bereits einen ersten namhaften

Kunden präsentieren konnte und zeitnah weitere Abschlüsse melden will. Demgegenüber haben sich die erhofften Cross-Selling-Effekte zwischen dem – erfolgreich angelaufenen – AVoD-Geschäft und der restlichen Plattform bisher nicht eingestellt. Da die Monetarisierungspotenziale für die Produktionsexpertise von PANTAFLIX nach unserer Einschätzung auf anderen Vermarktungskanälen höher sein dürften als auf der eigenen VoD-Plattform, dürfte der Produktionsfokus von Streaming-Content weiter auf Auftragsproduktionen liegen und die eigene Plattform nur eine Nischenrolle beibehalten.

Vor dem Hintergrund der Abschlusszahlen für 2019 und der diesjährigen Entwicklung haben wir unsere Schätzungen aktualisiert. Der dabei ermittelte faire Wert ist zwar deutlich auf 3,30 Euro je Aktie zurückgegangen, doch in Relation zum aktuellen Kurs signalisiert er weiterhin ein sehr hohes Potenzial. Allerdings sind unsere Schätzungen auch weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet, weswegen wir auch die Risikokomponente betonen und als Urteil „Speculative Buy“ bestätigen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	6,0	6,0	6,9	7,7	8,6	9,4	10,3	11,1	11,8
1. Immat. VG	5,8	5,8	6,5	7,1	7,8	8,5	9,1	9,8	10,3
2. Sachanlagen	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5
II. UV Summe	14,6	11,5	11,4	12,4	15,2	18,5	21,7	23,5	24,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	12,1	8,7	9,0	10,4	13,7	17,4	20,8	22,8	24,3
II. Rückstellungen	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	2,7	2,7	2,7	2,7	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
2. Kurzfristiges FK	5,7	5,9	6,2	6,6	7,0	7,5	8,0	8,5	9,1
BILANZSUMME	21,1	18,0	18,8	20,6	24,3	28,4	32,5	35,1	37,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	28,7	21,9	33,9	37,6	42,0	46,4	50,5	54,4	56,5
Gesamtleistung	24,5	24,1	37,1	41,0	45,6	50,2	54,6	58,6	60,8
EBITDA	3,3	5,7	13,6	15,8	18,9	21,9	24,8	27,5	28,6
EBIT	-8,6	-3,4	0,3	1,5	3,5	5,4	7,2	9,0	9,2
EBT	-8,6	-3,4	0,3	1,5	3,4	5,4	7,2	9,0	9,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-7,9	-3,4	0,3	1,4	3,3	4,6	6,1	6,3	6,5
JÜ	-7,7	-3,4	0,3	1,4	3,3	4,6	6,1	6,3	6,5
EPS	-0,50	-0,22	0,02	0,09	0,21	0,30	0,40	0,41	0,42

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	2,1	5,8	13,7	15,8	18,8	21,2	23,8	24,9	25,9
CF aus Investition	-9,4	-9,2	-14,2	-15,2	-16,2	-17,4	-18,4	-19,3	-20,1
CF Finanzierung	2,9	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,0	-2,7	-4,3	-5,0
Liquidität Jahresanfa.	13,9	4,6	1,2	0,8	1,4	3,8	6,6	9,3	10,6
Liquidität Jahresende	4,6	1,2	0,8	1,4	3,8	6,6	9,3	10,6	11,4

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	-18,2%	-23,7%	54,6%	11,0%	11,5%	10,5%	8,9%	7,6%	3,9%
EBITDA-Marge	11,5%	26,0%	40,2%	42,1%	45,0%	47,3%	49,1%	50,5%	50,6%
EBIT-Marge	-29,7%	-15,5%	0,9%	4,0%	8,3%	11,6%	14,3%	16,5%	16,4%
EBT-Marge	-29,8%	-15,6%	0,8%	3,9%	8,2%	11,6%	14,3%	16,5%	16,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-26,9%	-15,6%	0,8%	3,7%	7,8%	9,9%	12,2%	11,6%	11,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 25.06.2020 um 8:30 Uhr fertiggestellt und am 25.06.2020 um 9:00 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
21.10.2019	Speculative Buy	4,60 Euro	1), 3)
05.07.2019	Speculative Buy	5,10 Euro	1), 3), 4)
06.11.2018	ausgesetzt	ausgesetzt	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.