

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 2,00 Euro

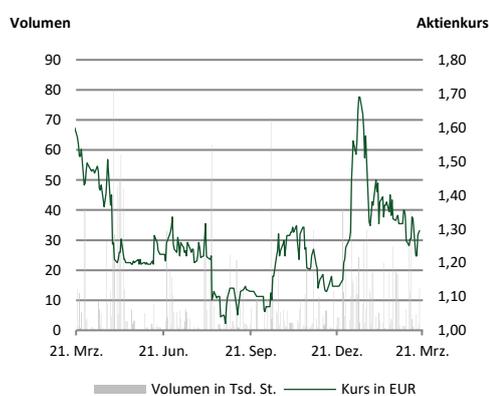
Kurspotenzial: +55 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,29 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,46
Marktkap. (in Mio. Euro)	26,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	28,2
Ticker	PAL
ISIN	DE000A12UPJ7

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	1,80
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,00
3 M relativ zum CDAX	+23,0%
6 M relativ zum CDAX	+26,2%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

BlackMars Capital GmbH	>50%
Unternehmensnahe Personen	ca. 20%
Streubesitz	ca. 30%

Termine

GB 2021	31. Mai 2022
HV	21. Juli 2022

Prognoseanpassung

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	31,5	37,5	43,9
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	-2,2	-1,0	1,2
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	-0,11	-0,05	0,04
Δ in %	-	-	-

Analyst

Henrik Markmann
+49 40 41111 37 84
h.markmann@montega.de

Publikation

Erststudie 22. März 2022

Bereit für eine Neuverfilmung

Als der **Medien- und Technologiekonzern PANTAFLIX** 2016 mit seiner eigenentwickelten Streaming-Plattform angetreten ist, um Millionen außerhalb ihres Heimatlandes lebenden „Expatriates“ heimischen Content zugänglich zu machen und damit die herkömmlichen Strukturen der globalen Filmdistribution herauszufordern, war die (Börsen-)Euphorie groß. Die Grundidee erschien sinnvoll, jedoch zeigte sich bereits einige Quartale später, dass die geschürten Markterwartungen nicht erfüllbar waren. Mit dem darauffolgenden Einbruch der Aktie verschwand der Konzern vom Radar vieler institutioneller Investoren.

Nach einer **personellen ebenso wie strategischen Neuausrichtung** erscheint PANTAFLIX nun jedoch bereit für eine Neuverfilmung: Während die u.E. technologisch ausgereifte Plattform verstärkt auf (White-Label-)Lösungen für B2B-Kunden ausgerichtet wurde und damit eine durchaus attraktive Nische adressiert, profitiert das seit jeher profitable Stammgeschäft der Film- und Serienproduktionen vom **dynamischen Wachstum des Streaming-Marktes** (CAGR 2017-25e: 15,3%). Insbesondere der Trend zu immer mehr Eigenproduktionen der global aktiven Anbieter wie Netflix, Amazon und Apple, die sich weder IT- noch preisseitig entscheidend voneinander abgrenzen können und daher exklusiven Content als Differenzierungsmerkmal nutzen, dient in diesem Geschäft angesichts limitierter interner Kapazitäten dieser Konzerne als zentraler Wachstumstreiber für externe Produzenten. So ist etwa allein bei Netflix die Zahl der sogenannten „Originals“ von 7 Formaten in 2014 auf über 200 in 2020 gestiegen.

Wenngleich das Wettbewerbsumfeld unter den zahlreichen, oftmals lokal spezialisierten Produzenten durchaus kompetitiv ist, betrachten wir die langjährige Branchenerfahrung, das starke Netzwerk in der Filmindustrie mit besonderen Beziehungen zu populären Akteuren wie dem Schauspieler Matthias Schweighöfer sowie die **starke Reputation durch zahlreiche international erfolgreiche Filme und Serien** als klare Assets von PANTAFLIX. Exemplarisch hierfür kann nicht zuletzt der in 2021 für Netflix gedrehte Film „Army of Thieves“ genannt werden, der in über 90 Ländern auf Platz 1 der Charts landete.

Mit einem avisierten Konzernerlös von „mindestens“ 30,0 Mio. Euro (MONE: 31,5 Mio. Euro) sowie einer erheblichen Verbesserung der Profitabilität auf ein EBIT zwischen -2,5 Mio. Euro und Break-Even (MONE: -2,2 Mio. Euro) dürfte man die Erfolge aus dem Produktionsgeschäft nach überstandener „Corona-Krise“ bereits in den Geschäftszahlen 2021 erkennen. Auch mit Blick auf 2022 und 2023 scheint die Pipeline aussichtsreich. So hat PANTAFLIX u.a. jüngst über den Zuschlag für das **bisher größte Produktionsprojekt der Firmengeschichte** berichtet (MONE: >15 Mio. Euro Volumen). In Kombination mit den in den letzten Quartalen initiierten Kostensenkungs- und Effizienzmaßnahmen sollte sich das absehbare Wachstum u.E. auch zunehmend in den Ergebniskennziffern widerspiegeln, weswegen wir mittelfristig eine **Ausweitung der EBIT-Marge auf über 8%** erwarten.

Fazit: PANTAFLIX hat mit der Refokussierung auf das profitable Produktionsgeschäft und der Neuausrichtung der Plattform die Weichen gestellt, um zukünftig wieder profitabel zu wachsen. Wir nehmen die Aktie in Erwartung positiven operativen Newsflows mit einer Kaufempfehlung und einem DCF-basierten Kursziel von 2,00 Euro in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	28,7	7,8	31,5	37,5	43,9
Veränderung yoy	-18,2%	-72,8%	302,7%	19,0%	17,0%
EBITDA	3,3	-5,4	5,4	10,3	25,3
EBIT	-8,6	-7,1	-2,2	-1,0	1,2
Jahresüberschuss	-7,7	-7,1	-2,3	-1,1	0,7
Rohrertragsmarge	34,5%	29,6%	32,1%	41,0%	67,0%
EBITDA-Marge	11,5%	-69,2%	17,1%	27,4%	57,7%
EBIT-Marge	-29,7%	-91,2%	-6,9%	-2,6%	2,7%
Net Debt	-4,6	2,2	0,1	3,9	-1,6
Net Debt/EBITDA	-1,4	-0,4	0,0	0,4	-0,1
ROCE	-109,3%	-86,7%	-32,3%	-16,3%	23,2%
EPS	-0,50	-0,42	-0,11	-0,05	0,04
FCF je Aktie	-0,48	-0,41	0,10	-0,19	0,27
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,0	3,6	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	8,5	n.m.	5,2	2,7	1,1
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	23,8
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	32,3
KBV	2,1	3,7	5,4	6,6	5,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 1,29

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Bewegte Vergangenheit der ehemaligen PANTALEON Entertainment AG	3
Wachstum der Streaming-Anbieter überkompensiert schwächelnden Kinomarkt	4
Etablierte Marktposition im durchaus umkämpften Wettbewerbsumfeld	8
Volatilität der Finanzkennzahlen ist geschäftsmodellinhärent	10
Planmäßiger Verlauf des größten Filmprojekts der Unternehmensgeschichte	12
Erhöhte Kostendisziplin sollte zu sukzessiver Ergebnisverbesserung führen	14
Bilanzrelationen der Vergangenheit sind nur bedingt aussagekräftig	17
Sentiment für die Filmwirtschaft dürfte sich zunehmend aufhellen	18
DCF-Modell deutet attraktives Upside von rund 55% an	18
Fazit: Fokussierung auf das Produktionsgeschäft dürfte sich auszahlen	19
SWOT	20
Stärken	20
Schwächen	20
Chancen	20
Risiken	21
Bewertung	22
DCF-Modell	22
Unternehmenshintergrund	24
Organisationsstruktur	24
Key Facts	24
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	25
Geschäftsbereiche	25
Bilanzierungsbesonderheiten	28
Management	29
Aktionärsstruktur	30
Anhang	31
Disclaimer	35

INVESTMENT CASE

Die PANTAFLIX AG ist ein Medien- und Technologieunternehmen mit Hauptsitz in München, dessen Kerngeschäft aus Produktion, Vertrieb, Verwertung und Vermarktung von Filmen und Serien sowie deren Rechten besteht. Neben dem klassischen Produktionsgeschäft gehören zur Unternehmensgruppe auch noch eine Audio-produktionseinheit, eine Kreativagentur sowie eine Video-on-Demand-Plattform (VoD). Mit diesen Dienstleistungen dürfte PANTAFLIX im gerade abgeschlossenen Geschäftsjahr Erlöse i.H.v. 31,5 Mio. Euro (Vj.: 7,8 Mio. Euro) sowie ein EBIT von -2,2 Mio. Euro (Vj.: -7,1 Mio. Euro) erwirtschaftet haben. Für ein durch die Corona-Pandemie geprägtes Jahr, das insbesondere auch für die Filmwirtschaft durchaus herausfordernd war, halten wir diese Ergebnisse für bemerkenswert. Dass PANTAFLIX jedoch nicht immer eine so erfreuliche operative Entwicklung vorwies, macht ein Blick auf die durchaus bewegte Vergangenheit des Unternehmens deutlich.

Bewegte Vergangenheit der ehemaligen PANTALEON Entertainment AG

Vor etwa 13 Jahren gründete der Schauspieler Matthias Schweighöfer zusammen mit Marco Beckmann und Dan Maag die PANTALEON Films GmbH. Ziel der Gesellschaft war es, hochwertige Kinofilme zu produzieren. Durch die bereits damals hohe Popularität von Schweighöfer, der seit jeher sowohl vor als auch hinter der Kamera aktiv ist, landete PANTALEON in 2011 mit der Komödie „What a Man“ den ersten großen Erfolg (u.a. Platz 2 der erfolgreichsten deutschen Produktionen des Jahres). Nur drei Jahre später erfolgte die Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft sowie die Umfirmierung in PANTALEON Entertainment AG. Den Gang an die Börsen wagte das Unternehmen im Frühjahr 2015. Unmittelbar nach dem IPO feierte der Konzern mit Filmen wie „Der Nanny“ oder „Der geilste Tag“, in denen Matthias Schweighöfer wie schon bei „What a Man“ sowohl Regie führte als auch selbst eine Hauptrolle spielte, die nächsten Erfolge an der Kinokasse. Der Aktienkurs stieg daraufhin im ersten Jahr mit +500% sehr dynamisch an.

Im Jahr 2016 launchte PANTALEON dann die VoD-Plattform „PANTAFLIX“, um an der voranschreitenden Digitalisierung der Medienlandschaft stärker zu partizipieren. Um die Relevanz dieses Geschäftsfelds zu unterstreichen, änderte das Unternehmen ein Jahr später sogar seinen Namen in PANTAFLIX AG. Mit der VoD-Plattform wollte die Gesellschaft primär Expatriates – also Personen, die vorübergehend einer Tätigkeit im Ausland nachgehen – ansprechen. Die Hypothese von PANTAFLIX war, dass diese Expats nach einem Zugang zu heimischem Content suchten. Binnen nur etwa 18 Monaten war das VoD-Portal, das nicht als Subscription-Video-on-Demand- (SVoD), sondern als Transaction-Video-on-Demand-Plattform (TVoD) aufgesetzt war, auf allen Kontinenten und in nahezu 50 Ländern verfügbar. Einhergehend mit dem Launch des Streaming-Portals rückte PANTAFLIX die Plattform auch immer stärker in den Fokus der Kapitalmarktkommunikation. Getrieben durch diverse Erfolgsmeldungen hinsichtlich des schnellen Rollouts sowie verschiedener Kooperationspartner wurden vom Unternehmen sowie dem Kapitalmarkt massive Wachstumsphantasien geschürt. Diese Aussichten führten binnen zweieinhalb Jahren nach dem IPO zu einem Kursanstieg von über +1.700%.



Wenngleich sowohl die grundlegende Idee des Geschäftsmodells als auch die Technologie der VoD-Plattform aussichtsreich waren und auch der Content sowie die Partnerschaften vielversprechend aussahen, scheiterte das Vorhaben u.E. an der exorbitanten Erwartungshaltung des Kapitalmarktes. So wurde ab Anfang 2018 schnell klar, dass die geschürten Wachstumserwartungen nicht erfüllt werden konnten. Stattdessen erwirtschaftete PANTAFLIX aufgrund erhöhter Marketing- und Personalausgaben deutliche Verluste (EBIT 2018: -9,0 Mio. Euro). Von dem darauffolgenden Kurseinbruch infolge des Vertrauensverlusts der Investoren stabilisierte sich die Aktie erst Anfang Januar 2019, nachdem der Kurs in Richtung des IPO-Niveaus abgestürzt war.

Einhergehend mit einigen Veränderungen im Management richtete PANTAFLIX im Jahr 2021 auch die Unternehmensstrategie neu aus und fokussierte sich verstärkt auf die Wurzeln des Unternehmens, die in der Produktion von Filmen und Serien liegen. Durch die seit vielen Jahren bestehenden Kontakte in die hiesige Filmindustrie sowie die bereits erzielten Erfolge früherer Produktionen verfügt PANTAFLIX in diesem Bereich u.E. nicht nur über einen guten Zugang zu relevanten Marktteilnehmern, sondern auch über einen guten Ruf in der Branche. Durch die jüngsten Produktionserfolge mit z.B. „Das letzte Wort“, „Army of Thieves“ und „Resistance“ hat die Gesellschaft u.E. bereits gezeigt, dass die Rückbesinnung auf die Stärken des Unternehmens der richtige Schritt war.

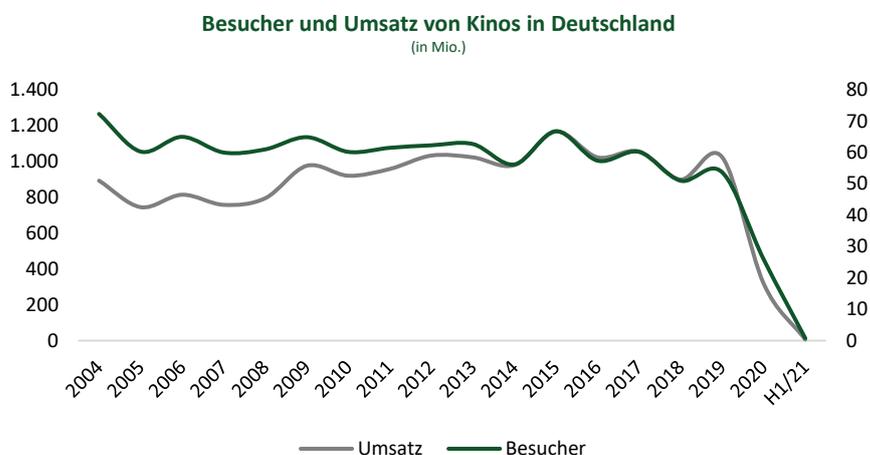
Für strategisch und ökonomisch sinnvoll halten wir zudem die neu ausgerichteten und im Jahr 2020 wieder intensivierten Aktivitäten im Streaming-Bereich. Wenngleich PANTAFLIX dies im Zuge der Außenkommunikation nicht mehr so prominent platziert, ist die Entscheidung vor dem Hintergrund der bereits in den Aufbau geflossenen Mittel (MONE: ca. 20 Mio. Euro) nachvollziehbar. Monetarisierungschancen sieht das Management dabei derzeit vor allem im B2B2C-Bereich. Konkret stellt PANTAFLIX seine u.E. technologisch hochwertige Streaming-Plattform anderen Unternehmen (auch als White-Label-Lösung) zur Verfügung. Zu den Kunden gehören z.B. Airbus, Weltbild, FAZ oder die Bundeswehr. Da die Erlöse aus diesem Geschäftsbereich u.E. noch auf einem sehr geringen Niveau sind (2021e: < 1,0 Mio. Euro), bewerten wir die Bestrebungen einer bestmöglichen Monetarisierung zwar als positiv, sehen den Kern der Equity Story zumindest kurzfristig aber klar im Produktionsgeschäft. Mittelfristig bewerten wir jedoch auch die Aktivitäten im B2B-Streaming mit einem potenziellen Umsatzbeitrag im mittleren einstelligen Mio.-Euro-Bereich für vielversprechend.

Wachstum der Streaming-Anbieter überkompensiert schwächelnden Kinomarkt

PANTAFLIX erwirtschaftet den Großteil der Erlöse mit der Produktion, dem Vertrieb sowie der Verwertung und Vermarktung von Filmen und Serien sowie deren Rechten. Dabei spielen für das Unternehmen, das primär hochwertigen Content produziert, u.E. die Auswertungsstufen Kino und VoD die mit Abstand größte Rolle. Da die Filme später jedoch auch im Free-TV gezeigt werden, spielt auch dieser Monetarisierungsweg noch eine durchaus lukrative Rolle. Da die genannten Teilmärkte u.E. von unterschiedlichen Faktoren beeinflusst werden, haben wir diese nachfolgend isoliert voneinander betrachtet.

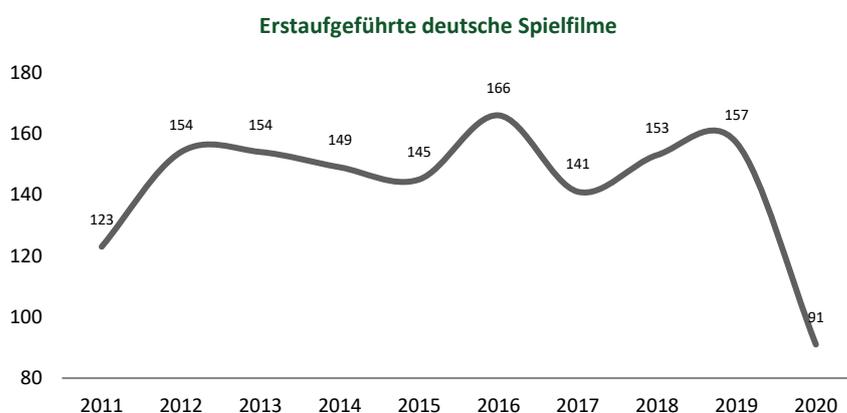
Kinomarkt dürfte sich in 2022 weiter erholen

Vor der Corona-Pandemie – zwischen 2004 und 2019 – ist die Zahl der jährlichen Kinobesucher in Deutschland um durchschnittlich -2,0% p.a. von 72,3 auf 53,7 Mio. gesunken. Durch Preiserhöhungen der Tickets konnte der Umsatz der Kinos im gleichen Zeitraum jedoch um durchschnittlich +0,9% p.a. von 892,9 Mio. Euro auf 1.024,0 Mio. Euro sogar leicht ausgebaut werden. Die Anzahl der Kinos in Deutschland verringerte sich um -0,4% p.a. von 1.845 in 2004 auf 1.734 in 2019 (H1/21: 1.716) geringfügig. Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie im März 2020 wurde der Markt massiv durch die umfassenden Lockdown-Maßnahmen beeinträchtigt. Im Jahr 2020 ging die Zahl der Kinobesucher folglich um -51,8% yoy auf 25,9 Mio. zurück. Die Erlöse der Kinos reduzierten sich sogar um -69,9% yoy auf nur noch 318,0 Mio. Euro. Da über weite Teile des Jahres 2021 die Kinos Corona-bedingt weitgehend geschlossen waren, stürzten die Besucherzahlen um -96,9% yoy auf 6,4 Mio. sowie der Umsatz um -98,0% yoy auf 0,8 Mio. Euro erneut massiv ein.



Quelle: Filmförderanstalt (FFA)

Im Durchschnitt der letzten Jahre lag die Zahl erstaufgeführter deutscher Spielfilme bei 149 pro Jahr. Durch die Corona-Krise ging dieser Wert in 2020 auf nur noch 91 zurück. Die Unsicherheiten und Auflagen für die Film- und Serienproduktion waren für viele Produktionsstudios deutlich zu hoch, sodass trotz teilweise schon gesicherter Finanzierung die Drehs verschoben wurden.



Quelle: Spitzenorganisation der Filmwirtschaft

Dank der erfolgten Lockerungen im öffentlichen Leben kann die Pipeline an Film- und Serienproduktionen seither unter Hochdruck abgearbeitet werden. Laut dem aktuellen Vierteljahresbericht der Spitzenorganisation der Filmwirtschaft gab es daher ab H2/21 auch deutlich mehr Filmpremieren als in den Vorjahren, sodass sich der Kinomarkt sukzessive erholte. Dies prognostizierte zuletzt auch der Branchenverband HDF Kino, der von einer Normalisierung in H2/21 ausging. Treiber der Erholung dürften vor allem die zuletzt reihenweise verschobenen Filmpremieren sein. So feierte z.B. der neue James Bond-Film „Keine Zeit zu sterben“ am 28. September 2021 Weltpremiere. In Deutschland startete der Film am 30. September und wurde hierzulande mit rund 6 Mio. Kinobesuchern der erfolgreichste Kinofilm des Jahres. Damit liegt der Film trotz der bestehenden Beschränkungen durch die Corona-Pandemie nur vergleichsweise leicht unter den Zuschauerzahlen der vorherigen Ausgaben dieser Film-Reihe (z.B. Spectre in 2015: ca. 7,0 Mio.; Skyfall in 2012: 7,8 Mio.). Der hiesige Erfolg zeigt, dass sich durch weitere Filmpremieren und sich sukzessive auflösende Beschränkungen des öffentlichen Lebens u.E. die Erholung des Kinomarktes auch in H1/22 fortsetzen sollte.

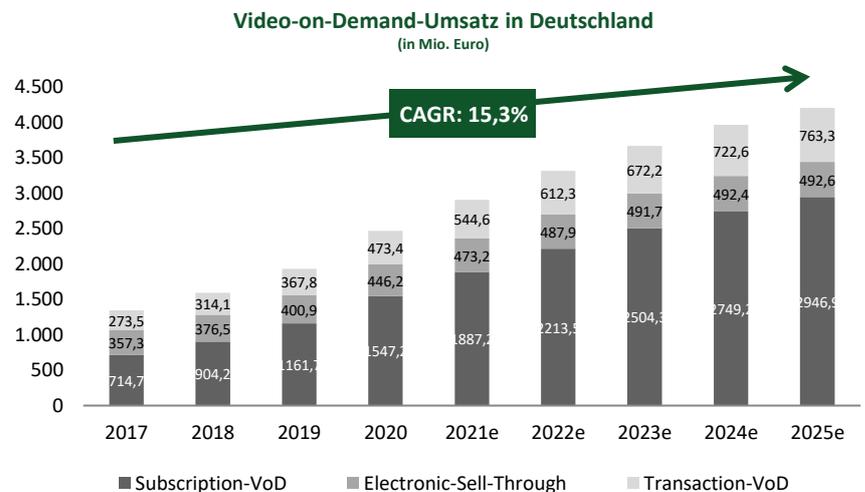
Da über die letzten 15 Jahre die Anzahl der Kinos sowie der Besucher, trotz des Vormarschs der Streaming-Dienste, nur leicht rückläufig waren, halten auch wir eine Normalisierung der Kinobesucherzahlen für realistisch. Klar ist jedoch auch, dass der Kinomarkt nach der Rückkehr in Richtung des Vor-Corona-Niveaus bestenfalls nur sehr begrenzt wachsen dürfte. So geht die Beratung PwC in ihrem German Entertainment Media Outlook davon aus, dass der Kinomarkt in 2023 wieder das Vor-Corona-Niveau erreicht und dann gemessen am Umsatz im niedrigen einstelligen Prozentbereich wächst.

Die größte Gefahr für den Kinomarkt sehen wir zukünftig bei der Vermarktung von Filmen, da die Exklusivität eines Films für die Kinos abnimmt. Konkret bedeutet dies, dass neu produzierte Film eine immer kürzere Zeit auf den Kinoleinwänden zu sehen sind und die Verwertung auf Streaming-Plattformen früher beginnt. Mitunter werden Filme sogar gar nicht mehr im Kino, sondern direkt als Stream veröffentlicht. Sofern sich dieser Trend verstärkt, dürfte das Kino als Auswertungsstufe stärker an Bedeutung verlieren.

Für PANTAFLIX ist die u.E. bevorstehende Normalisierung des Kinomarktes aufgrund einer gewissen Abhängigkeit von dieser Verwertungsstufe ein wichtiger Prozess. Die Gefahr der abnehmenden Exklusivität eines Films für die Kinos sehen wir weniger kritisch, da PANTAFLIX seine Eigen- und Ko-Produktionen auch im wachsenden Streaming-Markt vermarkten kann. Vielmehr bietet der Trend zu mehr exklusivem Content für die Streaming-Anbieter wie z.B. Netflix für PANTAFLIX erhebliches Wachstumspotenzial im Produktionsgeschäft.

Steigende Nachfrage nach exklusivem Content treibt Auslastung im Produktionsgeschäft

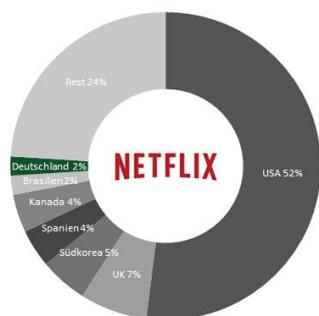
In den letzten Jahren und insbesondere durch die Corona-Pandemie hat sich das Medien-Konsumverhalten weiter in Richtung „On-Demand“ verschoben. Dies verdeutlichen auch die starken Wachstumswahlen im VoD-Bereich. So sind die Erlöse in Deutschland von 1,3 Mrd. Euro im Jahr 2017 auf nunmehr rund 2,9 Mrd. Euro im abgelaufenen Jahr massiv gestiegen. Bis 2025 soll der hiesige VoD-Umsatz mit einer CAGR von +15,3% auf 4,2 Mrd. Euro wachsen. Einhergehend mit dem starken VoD-Wachstum hat sich in den letzten Jahren auch das Wettbewerbsumfeld in diesem Bereich spürbar verändert. Neben den Platzhirschen Netflix und Amazon Prime Video gehören inzwischen auch Disney+ und Apple TV+ zu den etablierten Anbietern. Mit Sky, Joyn, CLIQ, DAZN, maxdome, RTL+ und auch der eigenen (gleichnamigen) Streaming-Plattform von PANTAFLIX tummeln sich hierzulande inzwischen weitere deutlich kleinere und teils spezialisierte Anbieter in diesem Markt.



Quelle: Statista Digital Market Outlook

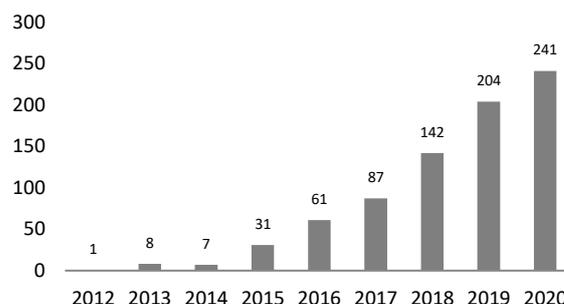
Da sich insbesondere die großen Akteure wie Netflix, Amazon und Apple u.E. nicht durch die jeweilige IT-Infrastruktur oder den Preis entscheidend voneinander abgrenzen können, hat sich in den letzten Jahren vor allem der Content als Differenzierungsmerkmal herauskristalisiert. So ist beispielsweise die Zahl der Eigenproduktionen von Netflix in den letzten Jahren stark gestiegen. Auch die Produktionsländer der Netflix-Originals sind mittlerweile sehr diversifiziert.

Produktionsländer der Netflix Originals (2019)



Quelle: Ampere Analysis

Eigenproduktionen von Netflix

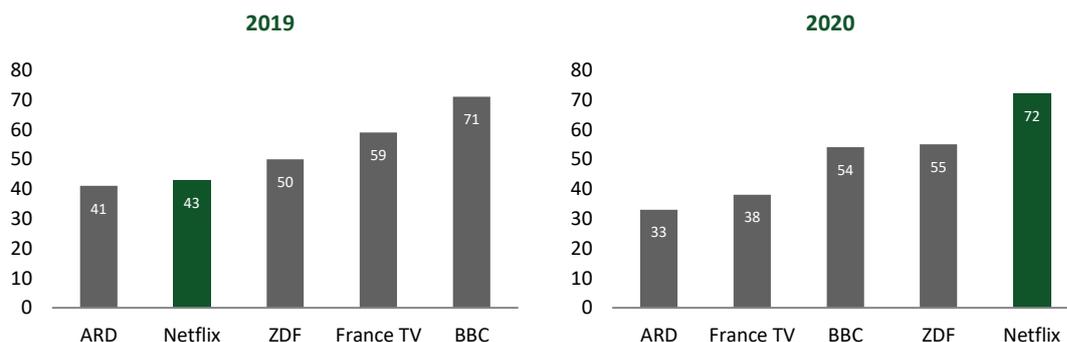


Quelle: Montega

Wenngleich zu den Kosten der Eigenproduktionen keine konkreten Zahlen veröffentlicht werden, scheint die Summe dieser Investitionen bei Netflix im oberen einstelligen bis unteren zweistelligen Milliarden-Dollar-Bereich p.a. zu liegen. Da die Streaming-Anbieter selbst jedoch keine bzw. nur sehr geringe eigene Produktionskapazitäten haben, greifen sie regelmäßig auf externe lokale Produktionsfirmen zurück. So wurde etwa die jüngst überaus erfolgreiche Dramaserie „Squid Game“ im Auftrag von Netflix von der südkoreanischen Produktionsfirma Siren Pictures produziert. Zudem gibt es immer mehr regulatorische Vorstöße, die z.B. dazu führen, dass Netflix und Co. einen bestimmten Teil der Einnahmen eines Landes auch in die dortige lokale Produktion reinvestieren müssen. Vorreiter ist hier z.B. Frankreich, wo eine solche Regelung bereits umgesetzt ist. Eine andere Initiative setzt sich dafür ein, dass die Produzenten zukünftig auch an den Streaming-Erlösen partizipieren. Dies ist aktuell nämlich bei Auftragsproduktionen nicht der Fall. Hier bekommt der Produzent lediglich eine vorher vereinbarte fixe Vergütung und keinerlei Beteiligung am späteren Verwertungserfolg. Wenngleich wir kurzfristig nicht mit regulatorischen Änderungen rechnen, sollte PANTAFLIX als lokales Produktionsstudios dadurch zumindest mittelfristig eher Rücken- als Gegenwind erhalten.

Ein weiterer Beleg für den Trend zu mehr Eigenproduktionen spiegelt sich auch in dem Ranking der Top-5-Auftraggeber neuer europäischer TV-Formate wider. So hat eine Auswertung des Datenanalyse-Spezialisten Ampere Analysis ergeben, dass Netflix im Jahr 2019 mit 43 neuen TV-Produktionen noch auf dem vierten Platz lag. Ein Jahr später rückte Netflix mit 72 neuen Formaten bereits auf den ersten Rang vor. Dies verdeutlicht u.E. eindrucksvoll die Dynamik, mit der Netflix das Thema Eigenproduktionen vorantreibt.

Top-5-Auftraggeber neuer europäischer TV-Formate in 2019 vs. 2020



Quelle: Ampere Analysis

Für PANTAFLIX als u.E. sehr erfahrene Produktionsfirma bietet der Trend zu immer mehr Eigenproduktionen der großen Streaming-Anbieter eine aussichtsreiche Basis für weiteres Wachstum im Produktionsgeschäft. Demgegenüber steht der eher stagnierende Kinomarkt. Insgesamt bewerten wir die Marktlage für PANTAFLIX dennoch überwiegend positiv.

Etablierte Marktposition im durchaus umkämpften Wettbewerbsumfeld

Da PANTAFLIX mit seinen sechs Tochtergesellschaften sowohl im Bereich der Film- und Serienproduktion als auch im Streaming-, Audio- und Agenturgeschäft tätig ist und so mit unterschiedlichen Wettbewerbern konkurriert, betrachten wir nachfolgend das Wettbewerbsumfeld getrennt voneinander:

- Produktionsgeschäft:** Das Wettbewerbsumfeld im Produktionsgeschäft in Deutschland bewerten wir als durchaus kompetitiv. Neben den Produktionseinheiten aus dem PANTAFLIX-Konzern (PANTALEON Films, PANTALEON Pictures und PANTAFLIX Studios) sind hierzulande mit z.B. Constantin Film, Splendid Film, Studio Babelsberg oder Bavaria Film noch andere bedeutende Marktteilnehmer aktiv. Hinsichtlich der bereits erzielten Produktionserfolge muss sich PANTAFLIX u.E. keinesfalls verstecken. Insbesondere die in der Regel sehr erfolgreichen Formate mit Matthias Schweighöfer sind an der deutschen Kinokasse stets beliebt. Aber auch international gelang PANTAFLIX beispielsweise mit der in 2017 für Amazon Prime produzierten Serie „You Are Wanted“ der Durchbruch. So war die bis dato aus zwei Staffeln bestehende Action-Serie die erste nicht-englischsprachige Serie, die von Amazon weltweit in mehr als 200 Ländern gelauncht wurde. Matthias Schweighöfer, der auch bei „You Are Wanted“ eine zentrale Rolle einnahm, spielt als Gründungsmitglied und Aktionär bei PANTAFLIX demnach u.E. eine elementare Rolle. Dennoch sehen wir hierin kein zu großes Klumpenrisiko, da das Unternehmen auch darüber hinaus einen starken Zugang zu zahlreichen bekannten Schauspielern wie z.B. Florian David Fitz, Christoph Maria Herbst, Elyas M'Barek oder Anke Engelke hat, die alle bereits in Produktionen von PANTAFLIX mitspielten. Die besondere Verbindung zu Matthias Schweighöfer ist u.E. folglich vielmehr als „Door Opener“ für neue Filmprojekte und Nachwuchstalente zu verstehen. Zudem dürfte die Bekanntheit von Matthias Schweighöfer durch seine kurz nach dem Release des von PANTALEON Films als Auftragsproduktion für Netflix hergestellten Films „Army of Thieves“ erfolgten Auftritte in bekannten US-Talkshows (u.a. Jimmy Fallon, Kelly Clarkson) auch international nochmals spürbar gestiegen sein, woraus sich perspektivisch weitere Zugänge zu internationalen Talenten ergeben könnten. Neben dem Schauspieler sind mit Dan Maag, Patrick Zorer und Yoko Higuchi-Zitzmann auch sehr erfahrene Produzenten im Konzern tätig. Wenngleich der Wettbewerb unter den etablierten Produktionsgesellschaften hoch ist, sehen wir PANTAFLIX aufgrund der langjährigen Erfahrung, der etablierten Geschäftsbeziehungen sowie des guten Zugangs zu Schauspielern und Talenten insgesamt vor allem gegen den Eintritt neuer Marktteilnehmer gut geschützt.

Diverse Produktionserfolge verdeutlichen die gute Marktposition



Quelle: Unternehmen, Montega

- **Streaming:** Da PANTAFLIX im Streaming-Bereich nicht (mehr) vorrangig im B2C-, sondern vielmehr im B2B2C-Segment aktiv ist, besteht hier u.E. auch kein direkter Wettbewerb gegen die global erfolgreichen Platzhirsche. Die Technologie der vorhandenen Streaming-Plattform, in die das Unternehmen in den letzten Jahren knapp 20 Mio. Euro investierte, halten wir für wettbewerbsfähig. Beweis dafür sind u.E. die bereits geschlossenen Kooperationen mit Unternehmen wie z.B. Airbus, der Bundeswehr, CLIQ Digital, Weltbild, Süddeutsche Zeitung oder der FAZ. Auch in diesem Bereich hat PANTAFLIX mit Rainer Knebel einen sehr erfahrenen Geschäftsführer an Bord, der seit über 20 Jahren in der Medien- bzw. Filmindustrie tätig ist. Als relevantesten Wettbewerber betrachten wir hier die Splendid Medien AG, die seit 2018 ebenfalls im B2B2C-Streaming tätig ist und mit freenet sowie der Bauer Media Group auch über erste repräsentative Kunden verfügt. Da die Möglichkeiten potenzieller Partner in diesem Geschäftsbereich jedoch sehr groß sind, halten wir das Wettbewerbsumfeld derzeit noch für überschaubar.
- **Agenturgeschäft:** Die Tochtergesellschaft Creative Cosmos 15 GmbH (CC15) ist eine Kreativ- und Produktionsagentur, mit der PANTAFLIX die eigene Wertschöpfungskette in Richtung der Erstellung von Marketingkonzepten und Mediastrategien verlängert. Dabei nutzt PANTAFLIX vor allem die vorhandene Expertise im Produktionsgeschäft sowie die guten Kontakte zu bekannten Persönlichkeiten. Wenngleich die Wettbewerbslandschaft im Agenturgeschäft u.E. extrem groß ist, konnte das Unternehmen bereits einige Projekte für namhafte Kunden wie Mercedes Benz, eBay, Audi, ARD oder XXXLutz durchführen. Zu den Wettbewerbern zählen u.a. auch große Agenturen wie Jung von Matt, Scholz & Friends oder Serviceplan.
- **Audio/Podcast:** Im Audio-Bereich widmet sich die Tochtergesellschaft PantaSounds seit kurzem in vollem Umfang der Erschließung des dynamisch wachsenden Podcast-Marktes. Zum Aufbau dieses Bereichs ist zu Jahresbeginn Tristan Lehmann als neuer Geschäftsführer gewonnen worden. Die Erfahrung, die Herr Lehmann zuvor bei der zur ProSiebenSat.1-Gruppe gehörenden Audioplattform FYEO sammelte, soll nun in die Weiterentwicklung von PantaSounds fließen. Mit „FARBLOS, GERUCHLOS, UNSICHTBAR“ und „MITTEN AM TAG“ befinden sich für 2022 bereits zwei Produktionen in der Veröffentlichungspipeline. Durch die bereits vorhandene Erfahrung im Audio-Bereich sowie die Expertise vom neuen Geschäftsführer halten wir PantaSounds für aussichtsreich positioniert, um im Podcast-Markt Fuß zu fassen. Allerdings sind aufgrund des massiven Wachstums der letzten Jahre inzwischen mit z.B. Studio Bummens oder Podstars von OMR bereits viele andere Unternehmen in diesem Marktsegment aktiv, sodass wir das Wettbewerbsumfeld als vergleichsweise kompetitiv einschätzen.

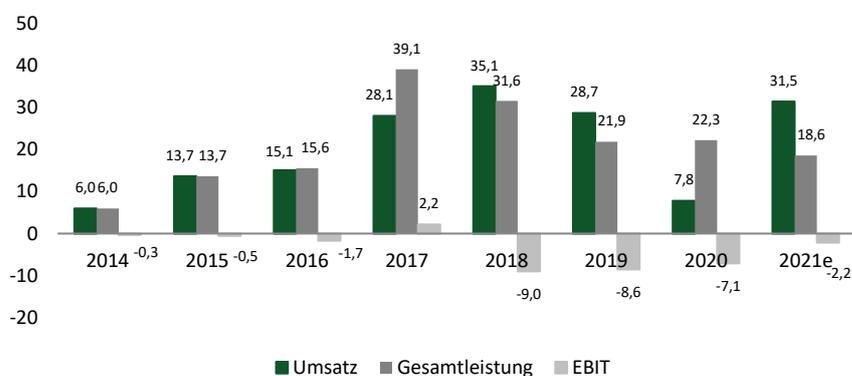
Insgesamt bewerten wir die Marktposition von PANTAFLIX als aussichtsreich, um in jedem der genannten Geschäftsfelder trotz herausforderndem Wettbewerbsumfeld zu wachsen. Als besonderes Asset betrachten wir vor allem die langjährige Erfahrung im Produktionsgeschäft sowie die u.E. gute Reputation durch diverse erfolgreiche Filme und Serien. Auch die zahlreichen Kontakte innerhalb der Industrie sowie die besondere Beziehung zu Matthias Schweighöfer sind für uns klare Wettbewerbsvorteile.

Volatilität der Finanzkennzahlen ist geschäftsmodellinhärent

Die historische Entwicklung der Finanzkennzahlen von PANTAFLIX ist auf Umsatz- bzw. Gesamtleistungsebene vor allem durch die Besonderheiten der Rechnungslegung in der Filmwirtschaft sowie auf Ergebnisniveau durch die Verluste in Verbindung mit dem Aufbau der Streaming-Plattform geprägt.

Die Erlöse stiegen von 6,0 Mio. Euro in 2014 auf 28,7 Mio. Euro in 2019 deutlich an. In 2020 erzielte das Unternehmen aufgrund von Corona-bedingten Verschiebungen einiger Filmprojekte dann nur noch einen Umsatz i.H.v. 7,8 Mio. Euro. Im abgelaufenen Geschäftsjahr sollen es gemäß Guidance wieder mindestens 30,0 Mio. Euro werden. Mit Blick auf die Ergebnisentwicklung sind die Jahre 2018 und 2019 besonders auffällig. Diese sind geprägt durch den Aufbau sowie Rollout der Streaming-Plattform, wodurch insbesondere die Personalkosten für u.a. Entwickler (2018: 5,9 Mio. Euro vs. 2,0 Mio. Euro in 2016) sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen für z.B. Werbemaßnahmen (2018: 6,5 Mio. Euro vs. 1,7 Mio. Euro in 2016) massiv gestiegen sind.

Ausgewählte Finanzkennzahlen im Zeitverlauf
(in Mio. Euro)



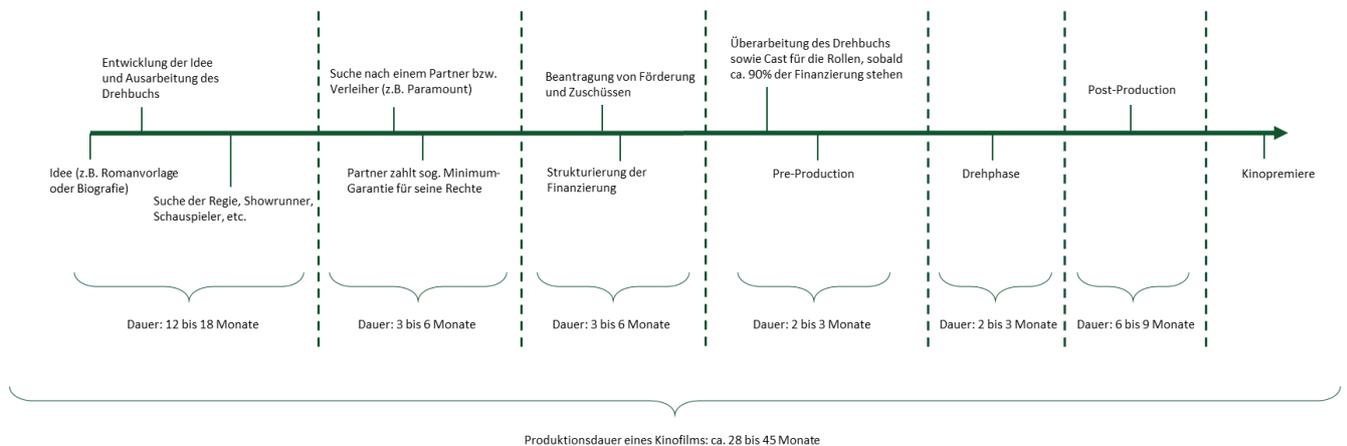
Quelle: Unternehmen

Umsetzung eines Filmprojekts dauert zwei bis drei Jahre

Um zu verstehen, weshalb die Visibilität bei PANTAFLIX gering und die Volatilität hoch ist, beleuchten wir nachfolgend den durchaus komplexen und langwierigen Prozess der Produktion eines Kinofilms genauer. Im Durchschnitt kalkuliert PANTAFLIX für den ganzen Prozess, von der initialen Idee bis zur Kinopremiere, mit etwa 28 bis 45 Monaten. Allein die Schritte bis zum Start der Dreharbeiten dauern mindestens 20 Monate. Besonders zeitintensiv ist hierbei die ganz am Anfang stehende Entwicklung der Idee, das Schreiben des Drehbuchs sowie die Auswahl der Besetzungen für Regie, Showrunner und Schauspieler.

Ähnlich lange dauert vor dem Dreh die Strukturierung der Filmfinanzierung. In der Regel sucht PANTAFLIX mit der Idee und dem Drehbuch im Gepäck nach einem Partner (Verleiher wie Paramount), der das Filmprojekt begleitet. Dieser zahlt dann eine sogenannte Minimum-Garantie für einen Teil der Filmrechte. Mit diesem ersten Finanzierungsbaustein kann PANTAFLIX dann die Filmförderung sowie Zuschüsse beantragen. Erst wenn dies abgeschlossen und mindestens ca. 90% der Finanzierung gesichert sind, startet PANTAFLIX mit der Pre-Production (Finalisierung des Drehbuchs, Suche nach Drehorten, Bühnenarbeiten, etc.). Die Vorproduktion geht nach etwa zwei bis drei Monaten oftmals nahtlos in die Drehphase über. Der eigentliche Filmdreh nimmt mit nur zwei bis drei Monaten dann einen verhältnismäßig kleinen Teil des gesamten Produktionsprozesses ein. Bevor der Film in den Kinos gezeigt werden kann, muss im Rahmen der etwa sechs bis neun Monate dauernden Post-Production u.a. der Schnitt sowie die Vertonung überarbeitet werden. Die nachfolgende Abbildung veranschaulicht den Produktionsprozess eines Kinofilms:

Timeline für die Produktion eines Kinofilms



Quelle: Unternehmen, Montega

Besonderheiten mit Blick auf die GuV und Bilanz von PANTAFLIX

Hinsichtlich der Darstellung des Produktionsgeschäfts in der Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz unterscheidet PANTAFLIX zwischen Eigen- und Ko-Produktionen sowie Auftragsproduktionen:

- **Eigen- und Ko-Produktionen:** Hierbei handelt es sich um Film- und Serienproduktionen, die bilanziell im Anlagevermögen erfasst werden. Grundlage für eine Eigen- und Ko-Produktion ist eine geschlossene Produktionsfinanzierung. Diese besteht in der Regel aus den zwei bereits genannten Säulen (Vorabverkäufe von Nutzungsrechten an Verleiher sowie Förderungen und Zuschüsse). Da die Finanzierungsbausteine in der Regel in Teilraten während des gesamten Produktionsablaufs ausgezahlt werden, muss PANTAFLIX oftmals eine Zwischenfinanzierung bereitstellen. Bilanziell erhöhen sich dadurch (zumindest temporär) die Finanzverbindlichkeiten. Auf die eigentliche Verschuldung des Unternehmens hat dies jedoch keine Auswirkungen, da sowohl der Gesamtbetrag als auch die Zinsen durch spätere Zahlungen oder andere Finanzierungsbausteine kompensiert werden.

Für PANTAFLIX entsteht durch die Herstellung von Kinofilmen ein wirtschaftliches Recht in Form einer Rechtebibliothek, das über unterschiedliche Verwertungsstufen vermarktet werden kann. Der Stichtag für die Realisation eines Projektes ist der Tag der Fertigstellung der Produktion, wobei die Fertigstellung nicht der Release des Films (z.B. als Kinopremiere), sondern die Erstellung bzw. Abgabe des Masters (Nullkopie) ist. In der GuV wird dann z.B. die Minimumgarantie sowie der Zuschuss des Deutschen Filmförderfonds als Umsatz und die Förderung (z.B. durch die Filmförderanstalt) als sonstiger betrieblicher Ertrag erfasst. Die Kosten der Produktion werden aktiviert und abgeschrieben, wodurch das EBITDA des Konzerns temporär deutlich steigt. Dabei erfolgt die Abschreibung immer zu 90% im ersten Jahr. Der Rest wird über vier weitere Jahre abgeschrieben. Abhängig vom Erfolg der Filme können durch die vorhandenen Rechte auch Jahre nach der Erstauswertung im Kino noch Erlöse erzielt werden. Dies ist der Fall, wenn z.B. Remake-Rechte für andere geografische Territorien oder Ausstrahlungsrechte für das Free-TV verkauft werden.

- **Auftragsproduktion:** Neben den Eigen- und Ko-Produktionen hat PANTAFLIX das Geschäftsmodell in den letzten Jahren auch im Bereich der Auftragsproduktionen ausgebaut. Diese Projekte lassen sich oftmals wesentlich schneller umsetzen, da die Produktion z.B. durch einen mit dem Auftraggeber vereinbarten Festpreis finanziert wird. Partner sind hierbei z.B. Streaming-Anbieter wie Netflix, Amazon Prime Video oder Joyn. Bilanziell wird die Arbeit im

Bereich der Auftragsproduktionen bis zur Fertigstellung in den Vorräten im Umlaufvermögen erfasst und in der Gewinn- und Verlustrechnung durch Bestandsmehrungen bzw. -minderungen abgebildet. Der Stichtag für die endgültige Erfassung in den Erlösen ist auch hier die Fertigstellung der Produktion (Erstellung des Masters). Die angefallenen Kosten werden im Materialaufwand ausgewiesen.

Die Länge des dargestellten Produktionsprozesses eines Kinofilms sowie die beschriebenen Besonderheiten in der Rechnungslegung machen deutlich, dass die exakte Planbarkeit für PANTAFLIX sehr gering ist. In der Vergangenheit ist es zudem dazu gekommen, dass sich beispielsweise durch Krankheit eines Schauspielers, kurzfristige Terminkonflikte bei Hauptdarstellern oder einem längeren Review-Prozess mit dem Verleiher die Produktionsdauer unvorhergesehen verlängerte. All dies ist u.E. jedoch geschäftsmodellinhärent und betrifft die ganze Branche. Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung von PANTAFLIX wird u.E. folglich auch in den nächsten Jahren von geringerer Visibilität und erhöhter Volatilität geprägt sein.

Planmäßiger Verlauf des größten Filmprojekts der Unternehmensgeschichte

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte PANTAFLIX im ersten Halbjahr Erlöse i.H.v. 22,7 Mio. Euro (Vj.: 4,9 Mio. Euro). Dazu beigetragen haben z.B. die Fertigstellungen der zweiten Staffel der für Joyn gedrehten Serie „DAS INTERNAT“, des Films „Generation Beziehungsunfähig“ sowie der Netflix-Produktion „Army of Thieves“. Für das Gesamtjahr stellte das Management ein Umsatzniveau von mindestens 30,0 Mio. Euro in Aussicht, da für das zweite Halbjahr die Fertigstellung von z.B. „Wolke unterm Dach“ sowie „Oskars Kleid“ geplant war. Da der Vorstand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des H1-Berichts (12.10.2021) u.E. bereits eine vergleichsweise hohe Visibilität hatte und uns keinerlei Verzögerungen bei der Fertigstellung der genannten Projekte bekannt sind, haben wir uns mit Erlösen i.H.v. 31,5 Mio. Euro analog zur Guidance positioniert.

In 2022 rechnen wir mit einem Wachstum von +19,0% yoy auf 37,5 Mio. Euro. Hintergrund des deutlichen Wachstums ist die Fertigstellung der Projekte „Trauzeugen“ (MONE: 4-6 Mio. Euro), „Geschichte der Menschheit“ (6-8 Mio. Euro) sowie „Santa Fu“ (4-5 Mio. Euro). Zudem ist nach Unternehmensangaben auch die schneller umsetzbare Pipeline im Bereich der Auftragsproduktionen mit attraktiven Deals gefüllt. Darüber hinaus rechnen wir mit Aufträgen bei PantaSounds, CC15 sowie mit wachsenden Erlösen im B2B2C-Streaming.

Hinsichtlich der jüngst verkündeten Dreharbeiten der Drama-Serie „UNWANTED“, die PANTAFLIX bzw. die Tochtergesellschaft PANTALEON Films gerade als Ko-Produktion mit Sky Studios und Indiana Production umsetzt, rechnen wir nach aktuellem Stand nicht mit einer Fertigstellung im laufenden Jahr. Diese laut Vorstand größte Produktion der Unternehmensgeschichte legt somit jedoch bereits heute ein starkes Fundament für das nächste Geschäftsjahr. Wenngleich PANTAFLIX in diesem Zusammenhang derzeit noch keine konkreten Zahlen nennt, gehen wir von Erlösen zwischen 20,0 und 25,0 Mio. Euro aus.

Für die Jahre 2023 ff. haben wir uns zur Planung der Topline an dem durchschnittlichen Wachstum der letzten Jahre orientiert. Dies liegt unter Berücksichtigung von fünf Perioden zwischen 2012 und 2021e bei +24,1%:

Durchschnittliches Erlöswachstum verschiedener Perioden

	2012-2021e	2013-2021e	2014-2021e	2015-2021e	2016-2021e
CAGR	+39,3%	+23,8%	+26,7%	+14,9%	+15,8%
Ø CAGR	+24,1%				

Quelle: Unternehmen, Montega

Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die tatsächliche Umsatzentwicklung in der Vergangenheit wesentlich sprunghafter war. Folglich halten wir es für wahrscheinlich, dass die Erlöse auch in den nächsten Jahren von dem linearen Verlauf unserer Planung abweichen dürften.

Wachstum zwischen 2013 und 2021e

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Umsatzwachstum (yoy)	+258,3%	+5,2%	+127,7%	+10,6%	+85,4%	+25,2%	-18,2%	-72,8%	+302,7%

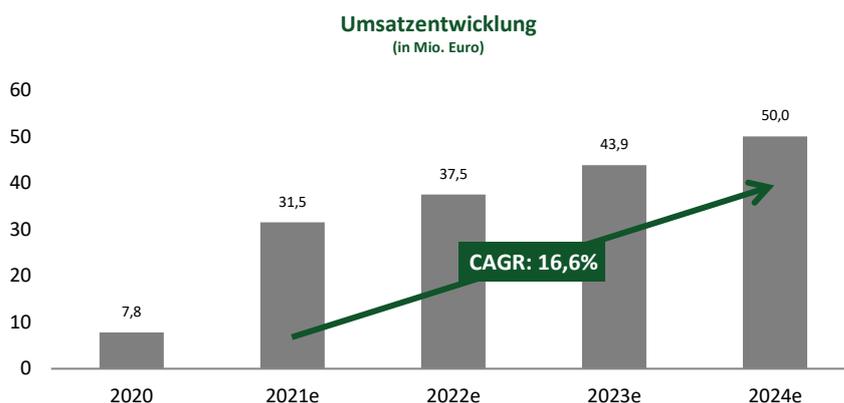
Quelle: Unternehmen, Montega

Da es für Außenstehende u.E. unmöglich ist, eine seriöse Umsatzplanung für in der Zukunft liegende Filmprojekte zu machen, halten wir dies für den besten Weg zur Modellierung des mittel- bis langfristigen Potenzials von PANTAFLIX. Unabhängig von dem Detailgrad unserer Planung betrachten wir die folgenden Aspekte als klare Wachstumstreiber, von denen PANTAFLIX in den nächsten Jahren profitieren sollte:

- Gemäß dem Motto „Content is King“ buhlen die internationalen Streaming-Platzhirsche immer stärker durch aufwändige Eigenproduktionen um die Aufmerksamkeit der Nutzer. Da Netflix und Co. für die Produktion der sogenannten „Originals“ nicht die nötigen Ressourcen haben, nimmt u.E. die Nachfrage nach erfahrenen Bewegtbildproduzenten in den nächsten Jahren weiter zu. PANTAFLIX dürfte einer der Profiteure von dieser Entwicklung sein.
- Die für Netflix gedrehte Actionkomödie „Army of Thieves“ ist für PANTAFLIX u.E. aus zweierlei Gesichtspunkten von großer Bedeutung. Einerseits dienen solche erfolgreichen internationalen Produktionen (in über 90 Ländern auf Platz 1 der Netflix-Charts) als „Door Opener“ für weitere Ko- und Auftragsproduktionen in ähnlicher Größenordnung. Andererseits sehen wir gute Chancen darin, dass Matthias Schweighöfer als Regisseur und Schauspieler in Hollywood nun nochmals präserter wird. Daraus könnten sich u.E. auch lukrative Produktionsaufträge für die Produktionsgesellschaft PANTALEON Films ergeben.
- Für weiteren Rückenwind könnten auch regulatorische Änderungen sorgen, die in 2021 z.B. bereits in Frankreich umgesetzt wurden. Konkret geht es um die EU-Richtlinie 2018/1808, die den Mitgliedsstaaten die Möglichkeit einräumt, individuelle Investitionsverpflichtungen auch für ausländische Dienste wie Netflix aufzulegen. So hat Frankreich Mitte 2021 ein Dekret erlassen, das Streaming-Dienste dazu verpflichtet, 20 bis 25% ihrer französischen Einnahmen in lokale, französische Inhalte zu reinvestieren. Auch Deutschland könnte eine solche Verordnung durchsetzen, wodurch die Investitionen in lokale Produktionen steigen dürften. PANTAFLIX sollte ein Nutznießer eines solchen Szenarios sein.
- Wenngleich das Produktionsgeschäft auch in Zukunft den Löwenanteil der Umsätze ausmachen dürfte, sehen wir auch im Bereich B2B2C-Streaming der Tochter PANTAFLIX Technologies Wachstumsmöglichkeiten. Nachdem PANTAFLIX mit z.B. Airbus, der Bundeswehr, CLIQ Digital, Weltbild, Süddeutsche Zeitung und der FAZ bereits einige namhafte Kunden gewonnen hat, dürfte die Plattform im laufenden Jahr (auch ohne neue Partnerschaften) in den siebenstelligen Umsatzbereich vorrücken. Vielmehr gehen wir jedoch von der Bekanntgabe weiterer Kooperationen aus. Zurückzuführen ist dies auf die ungebrochen hohe Nachfrage nach Streaming-Inhalten sowie z.B. die Notwendigkeit von klassischen Medienunternehmen vermehrt in die Digitalisierung zu investieren. Aufgrund der nach Unternehmensangaben sehr unterschiedlichen Ausgestaltung dieser B2B2C-Streaming-Kooperationen ist u.E. jedoch noch keine dezidierte Planung möglich. Das Erreichen eines Erlösniveaus im mittleren einstelligen Mio.-Euro-Bereich halten wir vor dem Hintergrund der jüngsten Erfolge bis 2025/2026 jedoch für realistisch.

- Auch die Tochtergesellschaft PantaSounds sollte insbesondere durch den Ende 2021 angekündigten Einstieg ins Podcast-Geschäft wachsen. Hohe Erfolgchancen sehen wir dabei z.B. durch Formate mit bekannten Persönlichkeiten aus dem PANTAFLIX-Umfeld. Das Gleiche gilt auch für die Kreativagentur CC15, die ebenfalls durch neue Formate wachsen dürfte.

Konkret rechnen wir in 2024 mit einem **Umsatzniveau i.H.v. 50,0 Mio. Euro**. Dies impliziert für den Zeitraum 2021 bis 2024 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von +16,6% p.a. Damit haben wir uns im Vergleich zu der ermittelten historischen Rate von +24,1% p.a. aufgrund der insgesamt sehr schwachen Visibilität bewusst konservativer positioniert.



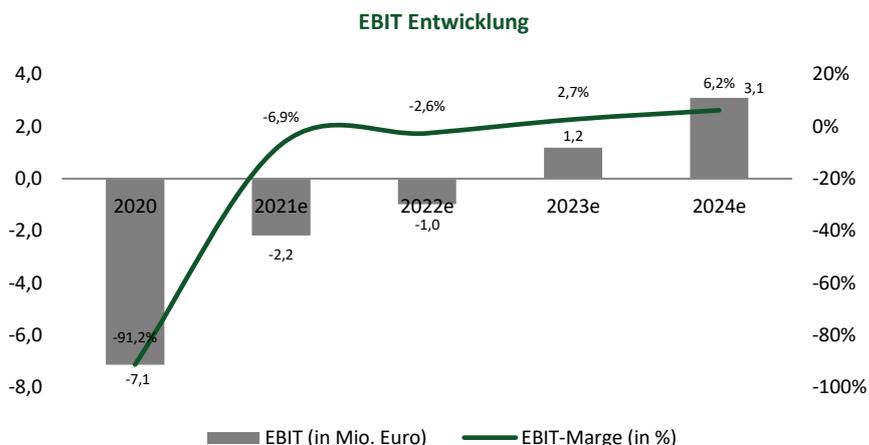
Quelle: Unternehmen

Erhöhte Kostendisziplin sollte zu sukzessiver Ergebnisverbesserung führen

In H1/21 erzielte PANTAFLIX sowohl auf Ebene des EBITDAs (3,7 Mio. Euro; Vj.: -3,3 Mio. Euro) als auch des EBITs (-2,1 Mio. Euro; Vj.: -4,3 Mio. Euro) deutliche Verbesserungen. Zurückzuführen ist dies auf die oben genannten Realisationen durch fertiggestellte Filmprojekte. Darüber hinaus gelang es PANTAFLIX, den Personalaufwand auf 2,1 Mio. Euro (Vj.: 2,4 Mio. Euro; H1/19: 3,3 Mio. Euro) sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 1,2 Mio. Euro (Vj.: 2,3 Mio. Euro; H1/19: 1,6 Mio. Euro) weiter zu reduzieren. Hier zeigen sich u.E. deutlich die Effekte aus den Kostenoptimierungs- und Effizienzmaßnahmen, die das Unternehmen in den letzten Quartalen konsequent verfolgt hat. Der größte Effekt dürfte auf den Personalabbau von Entwicklern bei der PANTAFLIX Technologies sowie Einsparungen im Bereich Marketing angesichts des Wegfalls der früheren aggressiven Bewerbung der B2C-Streaming-Plattform entfallen.

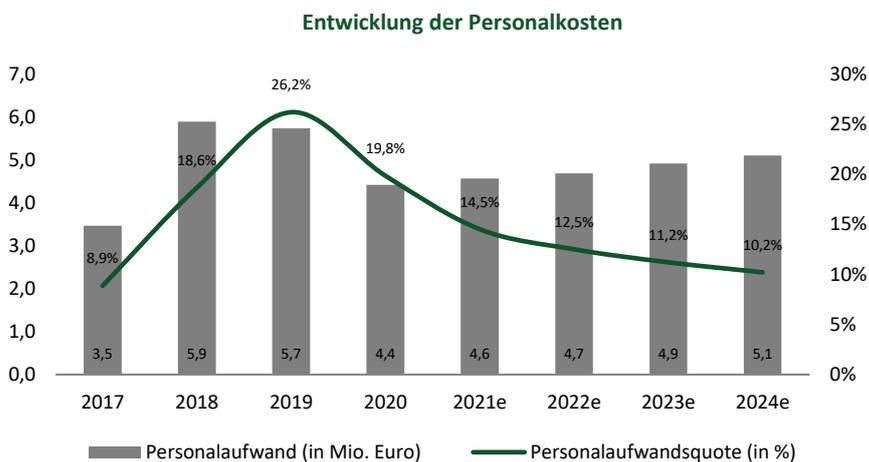
Für das Gesamtjahr 2021 stellte der Vorstand eine deutliche Verbesserung des EBITs in der Bandbreite von -2,5 Mio. Euro bis zum Break-Even-Punkt in Aussicht (2020: -7,1 Mio. Euro). Vor dem Hintergrund von -2,1 Mio. Euro per 30.06. impliziert die Guidance für das zweite Halbjahr demnach ein EBIT zwischen -0,4 und +2,1 Mio. Euro. Diese relativ große Bandbreite liegt an der geringen Visibilität hinsichtlich der konkreten Kostenerfassung der laufenden und auch abgeschlossenen Projekte. Wir haben uns mit -2,2 Mio. Euro im unteren Drittel der Guidance-Spanne positioniert.

In den nächsten Jahren erwarten wir eine stetige Verbesserung der Profitabilität. Konkret gehen wir bis 2024 von einer **Steigerung des EBITs auf 3,1 Mio. Euro aus**, was dann einer EBIT-Marge von 6,2% entspricht:



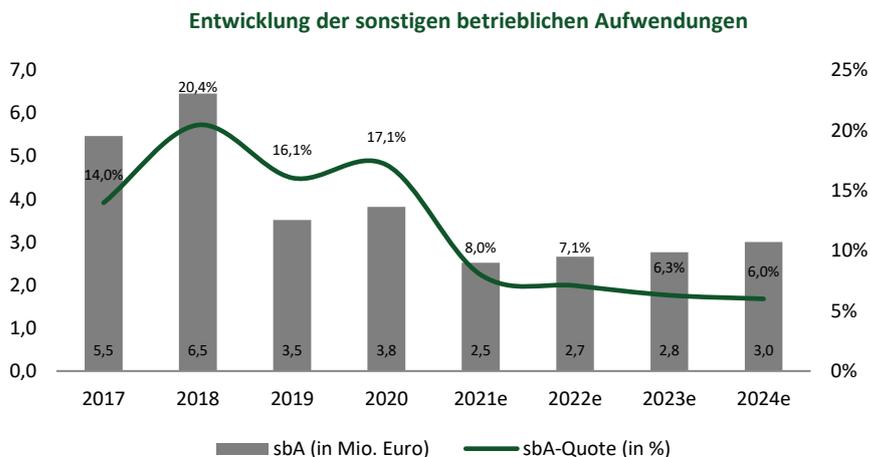
Quelle: Unternehmen, Montega

Hintergrund der deutlichen Profitabilitätsverbesserungen ist vor allem die inzwischen spürbar schlankere Konzernstruktur. Dies zeigt sich insbesondere bei der Entwicklung der **Personalaufwendungen**. In den Jahren 2017 bis 2019, als der Rollout der Streaming-Plattform forciert wurde, baute PANTAFLIX spürbar Personal im IT-Bereich auf. Da die größten Entwicklungsprojekte an der Streaming-Plattform inzwischen abgeschlossen sind und sich das Unternehmen nun wieder verstärkt auf das Produktionsgeschäft konzentriert, konnten bereits erheblich Einsparung bei den Personalkosten realisiert werden. Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass PANTAFLIX einen gewissen Teil an fest angestellten Mitarbeitern zur Planung, Koordinierung und Abwicklung der Produktionsaufträge benötigt. Die übrigen Personalkosten, die im Rahmen der Filmproduktion anfallen, werden nicht im Personalaufwand, sondern dem Materialaufwand erfasst. Nach Unternehmensangaben ist daher das Niveau aus 2020 als gesunde Basis zu betrachten, die u.E. nun lediglich unterproportional wachsen sollte. Für 2021 rechnen wir mit 4,6 Mio. Euro (Vj.: 4,4 Mio. Euro; 2018: 5,9 Mio. Euro).



Quelle: Unternehmen, Montega; Quote = in Relation zur Gesamtleistung

Ein sehr ähnlicher Verlauf ist bei der Entwicklung der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** zu erkennen. Auch hier fielen die Kosten in den Jahren 2017 bis 2019 deutlich höher aus, was u.E. zu großen Teilen an der intensiven Vermarktung der Streaming-Plattform sowie damit zusammenhängenden erhöhten Rechts- und Beratungskosten lag. Auch hier ist PANTAFLIX inzwischen deutlich kostenbewusster, sodass wir im abgeschlossenen Geschäftsjahr nur noch sonstige betriebliche Aufwendungen i.H.v. 2,5 Mio. Euro erwarten (Vj.: 3,8 Mio. Euro; 2018: 6,5 Mio. Euro). Ausgehend von dieser deutlich reduzierten Basis erwarten wir ab 2022 ff. nur moderate Steigerungen.

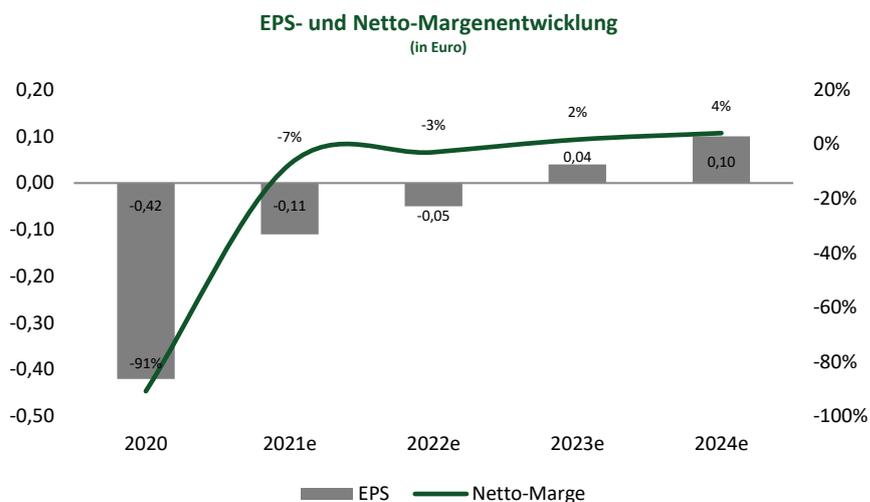


Quelle: Unternehmen, Montega; Quote = in Relation zur Gesamtleistung

Mit Blick auf die übrigen wesentlichen GuV-Positionen (Materialaufwand, sonstige betriebliche Erträge sowie Abschreibungen) erwarten wir die folgenden Entwicklungen:

- Im **Materialaufwand** werden sowohl die Kosten für Auftragsproduktionen als auch Beteiligungen von Ko-Produzenten an Verwertungserlösen von Filmrechten sowie nachlaufender Aufwand für abgeschlossene Projekte erfasst. Da wir davon ausgehen, dass in den nächsten Jahren vor allem die Nachfrage nach exklusivem Content von Netflix und Co. zunimmt und PANTAFLIX dadurch immer mehr Auftragsproduktionen umsetzen wird, dürfte auch der Materialaufwand tendenziell wachsen. Wir haben dies in einer steigenden Materialaufwandsquote abgebildet (2021e: 26,9% vs. 2024e: 39,0%).
- In den **sonstigen betrieblichen Erträgen** werden vor allem die Förderungen von z.B. der Filmförderanstalt (FFA) erfasst. Da im Bereich der Eigen- und Ko-Produktionen alle Filme auch durch Fördermittel finanziert werden, sollten sich analog zu den steigenden Umsätzen auch die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhen. Wir rechnen mit 2,4 Mio. Euro in 2021 sowie einem Anstieg auf 4,2 Mio. Euro bis 2024.
- Im laufenden Geschäftsjahr dürften die **Abschreibungen** mit 11,2 Mio. Euro leicht höher ausfallen als in den Vorjahren (2021e: 7,6 Mio. Euro; 2020: 1,7 Mio. Euro; 2019: 11,9 Mio. Euro). In 2023 rechnen wir dann mit einem sprunghaften Anstieg auf 24,1 Mio. Euro. Hintergrund davon ist die von uns angenommene Fertigstellung der größten Ko-Produktion in der Unternehmensgeschichte („UNWANTED“). Konkret rechnen wir mit einem Auftragsvolumen von 20 bis 25 Mio. Euro, sodass die 90%ige Abschreibung im ersten Jahr bereits zu einem Abschreibungsbetrag von rund 20,0 Mio. Euro führen dürfte. Ab 2024 ff. sollten die Abschreibungen dann absolut betrachtet auf einem ähnlichen Niveau bleiben. Die Abschreibungsquote wird u.E. aufgrund des steigenden Anteils von Auftragsproduktionen (die nicht kapitalisiert und abgeschrieben werden) sukzessive sinken (2023e: 55,0% vs. 2024e: 47,0%).

Hinsichtlich des **Nettoergebnisses** gehen wir bis 2024 von einer Verbesserung auf ein EPS i.H.v. 0,10 Euro aus. Die leicht unterproportionale Steigerung ist auf anfallende Steuerzahlungen zurückzuführen. Bis 2022 dürfte PANTAFLIX noch von Verlustvorträgen profitieren. Ab 2023 rechnen wir dann mit einer zunehmenden Steuerquote, die bis auf 30% ansteigt.



Quelle: Unternehmen, Montega

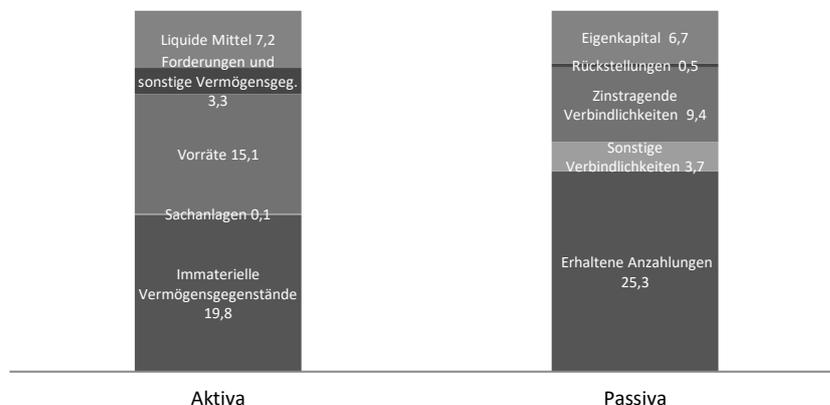
Einhergehend mit der deutlichen Profitabilitätsverbesserung wird u.E. trotz eines erheblich steigenden Investitionsbedarf auch der Cashflow von PANTAFLIX profitieren. In den vergangenen sechs Jahren wies das Unternehmen jährliche Investitionen von durchschnittlich 14,0 Mio. Euro aus. Diese Investitionstätigkeiten betreffen größtenteils die Aktivierung von Herstellungskosten durch Eigen- und Ko-Produktionen. Da wir mit weiterem Wachstum in diesem Produktionsbereich rechnen, dürften auch die Investitionen steigen. Im laufenden Geschäftsjahr erwarten wir aufgrund eines etwas geringeren Anteils von Eigen- und Ko-Produktionen CAPEX i.H.v. nur 11,0 Mio. Euro, die dann bis 2024 jedoch auf 20,3 Mio. Euro ansteigen und folglich den Free Cashflow etwas belasten sollten. Trotz dieser zunehmenden Investitionen dürfte sich der FCF auf 4,3 Mio. Euro in 2024 verbessern.

Bilanzrelationen der Vergangenheit sind nur bedingt aussagekräftig

Die bilanziellen Verhältnisse von PANTAFLIX sind ebenso wie die operativen Kennzahlen durch die bereits beschriebenen Besonderheiten der Filmindustrie gekennzeichnet. Im Geschäftsjahr 2020 dominierten auf der Aktivseite die immateriellen Vermögensgegenstände (19,8 Mio. Euro bzw. 43,3% der Bilanzsumme), die größtenteils geleistete Anzahlungen aus noch nicht fertiggestellten Ko-Produktionen enthielten (z.B. Wolke unterm Dach und Oskars Kleid). Mit 15,1 Mio. Euro bzw. 33,0% ist die zweitgrößte Position den Vorräten zuzuordnen, die von der noch nicht abgeschlossenen Produktion von „Army of Thieves“ geprägt waren. Die liquiden Mittel betragen 7,2 Mio. Euro (bzw. 15,7%).

Auf der Passivseite entfiel mit 25,3 Mio. Euro (55,4%) sowie 9,4 Mio. Euro (20,6%) der Löwenanteil auf erhaltene Anzahlungen und kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Grund hierfür sind zum Bilanzstichtag abgeschlossene, aber noch nicht abgerechnete Projekte (z.B. Wolke unterm Dach und Oskars Kleid). Das Eigenkapital fiel mit 6,7 Mio. Euro (EK-Quote: 14,6%) aufgrund des erwirtschafteten Fehlbetrags niedriger aus als im Vorjahr (12,1 Mio. Euro). In Zukunft dürften neben den GuV-Positionen auch die Bilanzrelationen erheblich schwanken. Je nachdem, in welcher Periode PANTAFLIX mehr Eigen- und Ko-Produktionen (Anlagevermögen) oder Auftragsproduktionen (Umlaufvermögen) abschließt, sollte auch die Bilanzstruktur variieren.

Bilanzstruktur (per 31.12.2020; in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen, Montega

Sentiment für die Filmwirtschaft dürfte sich zunehmend aufhellen

Im Mai wird PANAFILIX den Geschäftsbericht 2021 veröffentlichen. Da die Visibilität zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des H1/21-Berichts (12.10.2021) bereits relativ hoch gewesen sein sollte, rechnen wir mit keinen Überraschungen im Rahmen der Veröffentlichung der Zahlen. Für positiven Newsflow könnte vielmehr die Bekanntgabe der Jahresziele für das laufende Geschäftsjahr sorgen.

Die Guidance dürfte aufgrund der schlechten Planbarkeit zwar nicht sonderlich aggressiv formuliert sein, u.E. aber dennoch weiteres Wachstum in Aussicht stellen. Wir gehen davon aus, dass entweder auf rein qualitativer Ebene ein „Wachstum von Umsatz und Ergebnis“ oder quantitativ eine relativ große Bandbreite in Aussicht gestellt wird.

Hintergrund dieser optimistischen Positionierung ist die Fertigstellung der Projekte „Geschichte der Menschheit“ (Produktionsvolumen MONe: 6-8 Mio. Euro), „Trauzeugen“ (4-6 Mio. Euro) sowie „Santa Fu“ (4-5 Mio. Euro), die folglich im laufenden Jahr erfolgswirksam erfasst werden. Zusätzlich sollten noch Aufträge im Bereich PantaSounds, bei CC15 sowie Erlöse im B2B2C-Streaming anfallen. Zudem hat sich das Management zuversichtlich hinsichtlich der Umsetzung von Projekten im Bereich der Auftragsproduktion geäußert, die anders als aufwändige Kinofilmproduktionen oftmals auch binnen eines Jahres umgesetzt werden können. Insgesamt scheint die Pipeline für das Jahr 2022 somit ausreichend gefüllt zu sein, um eine erfreuliche operative Entwicklung zu erzielen.

Neben Erfolgsmeldungen zu den genannten Projekten könnten weitere Ankündigungen zu Film- und Serienproduktionen mit Fertigstellung in 2023 ein Katalysator für die Aktie sein. Darüber hinaus ist das Management u.E. bestrebt, die Transparenz im Reporting von PANTAFLIX zu erhöhen. Mit zunehmender Visibilität hinsichtlich der operativen Entwicklung (z.B. durch Eckwerte zu Geschäftsbereichen) könnte auch das Vertrauen am Kapitalmarkt steigen.

DCF-Modell deutet attraktives Upside von rund 55% an

Die Bewertung der PANTAFLIX-Aktie haben wir auf Basis eines DCF-Modells durchgeführt, um vor allem die attraktiven Wachstumsperspektiven der Film- und Serienproduktion adäquat zu berücksichtigen. Unter der Annahme eines WACC i.H.v. 8,8% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 2,00 Euro pro Aktie. Bezogen auf den Vortagesschlusskurs impliziert dies ein Upside von 55%.

Die Aussagekraft eines Peergroup-Vergleichs ist u.E. aufgrund mangelnder direkter (börsennotierter) Vergleichsunternehmen als sehr gering einzustufen. So gibt es Vergleichsunternehmen, die aufgrund einer deutlich stärkeren Marktposition auch mit höheren Multiples bewertet sind bzw. nur in kleinen Teilen mit PANTAFLIX vergleichbar sind. Dazu gehören Unternehmen wie The Walt Disney Company, ViacomCBS bzw. Paramount Pictures oder AT&T bzw. Warner Bros. Da der Streaming-Bereich bei PANTAFLIX mit derzeit deutlich unter 5% vom Konzernumsatz eine noch untergeordnete Rolle spielt und auch hier die börsennotierten Peers überschaubar bzw. nicht passend sind (Netflix, Amazon Prime Video, Apple TV+, DAZN, Sky, CLIQ Digital, Joyn, RTL+, Maxdome) erachten wir auch diesen Vergleich für die Unternehmensbewertung als nicht zielführend. Wir haben daher auf eine Peergroup-Analyse verzichtet.

Fazit: Fokussierung auf das Produktionsgeschäft dürfte sich auszahlen

PANTAFLIX hat u.E. aus dem teuren Exkurs in Richtung B2C-Streaming gelernt und sich durch die Fokussierung auf die Wurzeln des Unternehmens im Produktionsgeschäft nun in eine gute Ausgangslage für profitables Wachstum bewegt. Untermuert von stetigem Newsflow zu u.a. aktuell laufenden sowie neuen Filmprojekten sollte PANTAFLIX auch wieder zunehmend Vertrauen am Kapitalmarkt aufbauen. Da dies der Aktie in den nächsten Quartalen frische Impulse liefern dürfte, betrachten wir das aktuelle Kursniveau als attraktive Gelegenheit. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 2,00 Euro sprechen wir für die PANTAFLIX-Aktie daher eine Kaufempfehlung aus.

SWOT

Die Stärken von PANTAFLIX liegen u.E. vor allem in der langjährigen Erfahrung in der Filmwirtschaft, den bereits erzielten Erfolgen mit sowohl nationalen wie auch internationalen Produktionen sowie den hochwertigen Kontakten zu bekannten Schauspielern, Entertainern, Filmregisseuren und Filmproduzenten. Darüber hinaus bietet das Marktumfeld, das insbesondere durch die voranschreitende Digitalisierung sowie das starke Wachstum im Streaming geprägt ist, noch erhebliche Chancen für den Konzern. Auf der anderen Seite sehen wir Schwächen und Risiken vor allem in der hohen Wettbewerbsintensität im Produktions- und Streaming-Geschäft, einer gewissen Abhängigkeit von einzelnen Personen sowie der geringen Visibilität hinsichtlich der Erlös- und Ertragsentwicklung.

Stärken

- Ein sehr relevantes Asset sind u.E. die langjährigen Geschäftsaktivitäten in der Filmindustrie (> 10 Jahre) sowie die daraus resultierenden Kontakte und Erfahrungswerte. Auch die Expertise im Vorstand, der zusammen bereits seit ca. 15 Jahren im PANTAFLIX-Konzern tätig ist, ist als Stärke zu betrachten.
- Besonders wertvoll ist aus unserer Sicht auch die Verbundenheit mit dem sehr bekannten Schauspieler, Filmregisseur, Filmproduzent und Sänger Matthias Schweighöfer, der Co-Gründer und weiterhin relevanter Aktionär von PANTAFLIX ist.
- Durch diverse (teils international) sehr erfolgreiche Film- und Serienproduktionen (u.a. „Army of Thieves“, „You Are Wanted“, „Hot Dog“, „Der Nanny“) ist auch die Markenbekanntheit bzw. der u.E. starke Rufe von PANTAFLIX bzw. PANTALEON Films als Produktionshaus bewiesen.

Schwächen

- Aufgrund des relativ hohen Umsatzanteils in der Region Deutschland (MONe: > 90%) besteht ein gewisses Klumpenrisiko. Dies plant PANTAFLIX jedoch z.B. durch die Expansion des B2B2C-Streaming-Geschäfts ins EU-Ausland mittelfristig abzubauen.
- Die geplanten Umsatz- und Ertragsströme können durch Verschiebungen von Projekten signifikant beeinflusst werden. Daraus resultiert eine u.E. eher geringe Prognosegenauigkeit, was potenziell zu einer erhöhten Volatilität der Aktie führen könnte.
- Für institutionelle Investoren ist oftmals eine geringe Liquidität in der Aktie ein relevantes Hindernis hinsichtlich des Aufbaus einer Position. Bei PANTAFLIX dürfte die geringe Unternehmensgröße bzw. Marktkapitalisierung zusammen mit dem relativ geringen Streubesitz von nur etwa 30% dazu führen, dass die Aktie für einige Investoren (noch) nicht investierbar ist.

Chancen

- Aufgrund der zunehmenden Bedeutung von exklusivem Content (z.B. Netflix Originals) dürfte die Nachfrage im Produktionsgeschäft bei PANTAFLIX in den kommenden Jahren weiterhin steigen.
- Von einem potenziellen Durchbruch von Matthias Schweighöfer in den USA/Hollywood dürfte auch die zum PANTAFLIX-Konzern gehörende und von Matthias Schweighöfer mitgegründete Produktionsfirma PANTALEON Films profitieren.

- Durch eine fortwährend steigende Penetration von Smartphones, Tablets und Smart-TVs sowie eine stetig besser werdende Internetabdeckung dürfte die Nachfrage nach digitalen Medien weiter steigen und damit auch das Wachstum von PANTAFLIX bzw. konkret den Ausbau des Streaming-Geschäfts im B2B2C-Bereich unterstützen.
- Infolge von regulatorischen Vorstößen z.B. hinsichtlich einer variablen Beteiligung am späteren Verwertungserfolg oder Vorgaben zur Unterstützung von lokalen Produktionen könnte PANTAFLIX mittelfristig Rückenwind erhalten.

Risiken

- Ein unter den Erwartungen liegender Erfolg eines Films im Kino sowie die ggf. sinkende Beliebtheit des Kinos im Allgemeinen könnte aufgrund der derzeit noch vergleichsweise hohen Abhängigkeit von dieser Auswertungsstufe zu operativen Rückschlägen führen.
- Durch das u.E. herausfordernde Wettbewerbsumfeld im Bereich Streaming besteht das Risiko, dass Konkurrenten mit deutlich größeren finanziellen Ressourcen Marktanteile zu Lasten von PANTAFLIX gewinnen.
- Wenngleich Matthias Schweighöfer als Mitgründer und Aktionär von PANTAFLIX ein Interesse am Erfolg des Unternehmens haben dürfte, bildet die Abhängigkeit vom Erfolg seiner Person ein gewisses Risiko.
- Regulatorische Änderungen hinsichtlich der lokalen Förderung und Bezuschussung von Filmprojekten könnte die Finanzierung neuer Projekte erschweren.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von PANTAFLIX anhand eines DCF-Modells durchgeführt. Auf eine Plausibilisierung durch eine Peergroup-Analyse verzichten wir mangels börsennotierter Vergleichsunternehmen.

DCF-Modell

Das DCF-Modell bildet die attraktiven Wachstumschancen im Streaming-Markt ab, die u.E. neben den Streaming-Anbietern auch den anderen Teilnehmern der Wertschöpfungskette zu strukturellem Wachstum verhelfen sollten. PANTAFLIX dürfte als etablierte und gut vernetzte Produktionsfirma vom steigenden Bedarf nach exklusivem Content profitieren. Folglich sollte das Unternehmen in der Lage sein, analog zum prognostizierten Marktwachstum in den kommenden Jahren im niedrigen zweistelligen Prozentbereich zu wachsen (CAGR 2021-2027e: 11,9%). Die langfristig niedriger gewählten Wachstumsraten berücksichtigen die Wahrscheinlichkeit einer sich intensivierenden Wettbewerbssituation. Wir haben daher einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsrate von jährlich 2,0 bis 4,0%-Punkten in den Jahren ab 2025 unterstellt.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% gewählt.

Durch ein erhöhtes Kostenbewusstsein hinsichtlich der Personalaufwendungen – insbesondere im Bereich des Streaming-Geschäfts – sowie eine anhaltend hohe Auslastung in der Filmproduktion sollte es PANTAFLIX schaffen, positive Ergebniskennzahlen zu erreichen. Konkret gehen wir davon aus, dass die EBIT-Marge bis 2024 auf 6,2% steigt. Aufgrund der bilanziellen Besonderheiten sowie des teilweise sehr zeitintensiven und damit schwer planbaren Projektgeschäfts (Fertigstellung großer Produktionen mit einer Dauer von bis zu 3 Jahren), halten wir entgegengesetzt zu unserer linearen Planung eine volatilere Umsatz- und Ergebnisentwicklung für wahrscheinlich. Mittel- bis langfristig sollte sich dies jedoch ausgleichen, sodass wir langfristig mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 7,5% rechnen.

Das verwendete Beta von 1,6 reflektiert sowohl ein erhöhtes Risiko durch die Planungsungenauigkeit im Produktionsgeschäft als auch eine gewisse Unsicherheit des Vermarktungserfolgs bei Eigen- und Ko-Produktionen. Andererseits verfügt das Management über langjährige Erfahrung sowie gute Kontakte in der Filmindustrie, sodass wir PANTAFLIX als gut positioniert sehen, um mögliche Veränderungen der Marktbedingungen rechtzeitig adaptieren zu können.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,0% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 7,0% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% ergibt sich ein WACC von 8,8%.

Für die PANTAFLIX AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 2,00 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
Umsatz	31,5	37,5	43,9	50,0	55,0	58,8	61,8	63,0
<i>Veränderung</i>	302,7%	19,0%	17,0%	14,0%	10,0%	7,0%	5,0%	2,0%
EBIT	-2,2	-1,0	1,2	3,1	5,4	6,2	6,8	4,7
<i>EBIT-Marge</i>	-6,9%	-2,6%	2,7%	6,2%	9,9%	10,5%	11,0%	7,5%
NOPAT	-2,2	-1,0	0,9	2,2	3,8	4,3	4,8	3,3
Abschreibungen	7,6	11,2	24,1	23,5	22,0	21,5	21,6	21,4
<i>in % vom Umsatz</i>	24,0%	30,0%	55,0%	47,0%	40,0%	36,5%	35,0%	34,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	11,6	-3,1	-1,5	-1,1	-1,2	-1,0	-1,0	0,0
- Investitionen	-14,9	-11,0	-18,1	-20,3	-20,9	-21,5	-21,9	-21,4
<i>Investitionsquote</i>	47,3%	29,4%	41,3%	40,6%	38,0%	36,5%	35,4%	34,0%
Übriges	0,0							
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,0	-3,8	5,4	4,3	3,7	3,3	3,5	3,4
WACC	8,8%							
Present Value	2,1	-3,6	4,7	3,4	2,8	2,3	2,2	28,1
Kumuliert	2,1	-1,5	3,2	6,6	9,4	11,6	13,8	42,0

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	42,0
Terminal Value	28,1
Anteil vom Tpv-Wert	67%
Verbindlichkeiten	9,0
Liquide Mittel	7,2
Eigenkapitalwert	40,2

Aktienzahl (Mio.)	20,46
Wert je Aktie (Euro)	1,96
+Upside / -Downside	52%
Aktienkurs (Euro)	1,29

Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	4,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,00%

Beta	1,55
WACC	8,8%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	16,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2027	11,9%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	2,0%
EBIT-Marge	2021-2024	-0,2%
EBIT-Marge	2021-2027	4,4%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	7,5%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
9,33%	1,71	1,78	1,82	1,87	1,96
9,08%	1,77	1,85	1,89	1,94	2,05
8,83%	1,83	1,92	1,96	2,02	2,13
8,58%	1,90	1,99	2,04	2,10	2,23
8,33%	1,97	2,07	2,13	2,19	2,33

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2028e

WACC	7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%
9,33%	1,74	1,78	1,82	1,86	1,90
9,08%	1,80	1,85	1,89	1,93	1,98
8,83%	1,87	1,92	1,96	2,01	2,05
8,58%	1,95	2,00	2,04	2,09	2,14
8,33%	2,03	2,08	2,13	2,18	2,23

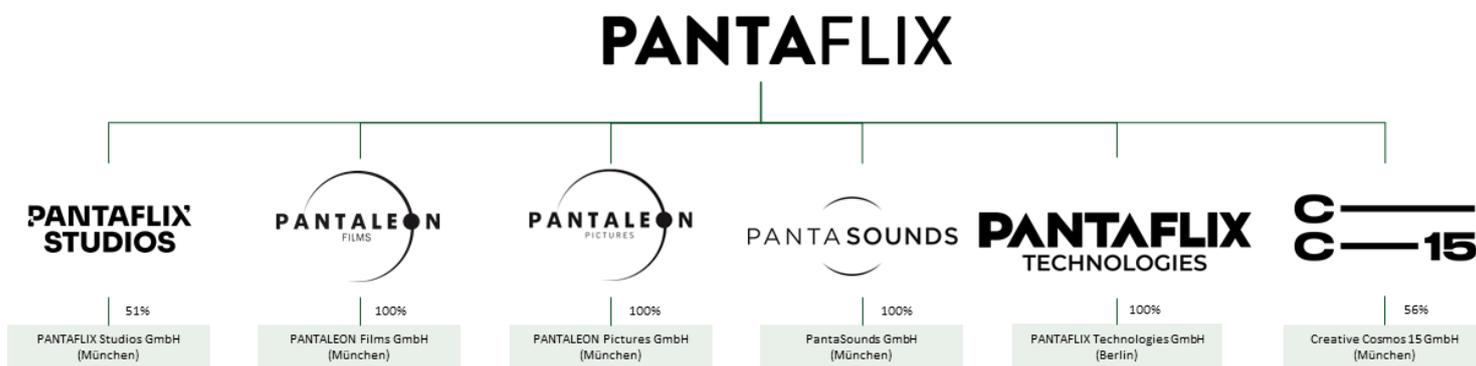
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die PANTAFLIX AG fokussiert sich als breit aufgestelltes Medienunternehmen auf die Kreation und Produktion von Film- und Serieninhalten. Die Vermarktung erfolgt in der Regel über alle gängigen Distributionswege wie etwa das Kino und das lineare Fernsehen ebenso wie digital via Streaming. Dabei kooperiert PANTAFLIX mit namhaften Partnern wie Warner Bros., Disney, Netflix, Amazon, StudioCanal, Sky (Studios) oder Joyn.

Neben dem Produktionsgeschäft betreibt PANTAFLIX noch eine gleichnamige Cloud-basierte VoD-Plattform (www.pantaflix.com), mit der sich das Unternehmen ein zweites Standbein in der dynamisch wachsenden Unterhaltungsindustrie aufbaut. Konkret forciert PANTAFLIX hier das B2B2C-Geschäft und stellt die eigene Plattformtechnologie (auch als White-Label-Produkt) anderen Unternehmen zur Verfügung.

Organisationsstruktur

Zum Konzern gehören aktuell sechs Tochtergesellschaften, die ihren Sitz in München und Berlin haben. Alle Beteiligungen sind mehrheitlich im Besitz von PANTAFLIX und werden daher im Konzernabschluss vollkonsolidiert.



Quelle: Unternehmen

Key Facts

Ticker	PAL	Umsatz	7,8 Mio. Euro
Sektor	Medien	EBIT	-7,1 Mio. Euro
Mitarbeiter	143	EBIT-Marge	n.a.

Kernkompetenz Produktion, Vertrieb, Verwertung und Vermarktung von Filmen und Serien sowie deren Rechten

Standorte Hauptsitz in München, zwei Tochtergesellschaften in Berlin

Kundenstruktur Breiter, internationaler Kundenstamm aus Filmstudios sowie Streaming-Anbietern

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2020

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 2009** Gründung der PANTALEON Entertainment GmbH durch Dan Maag, Marco Beckmann und Matthias Schweighöfer
- 2010** Drehstart des Films „What a Man“ mit Matthias Schweighöfer und Elyas M'Barek
- 2012** Start einer wichtigen Partnerschaft mit dem renommierten Verleiher Warner Bros. Entertainment
- 2014** Umwandlung in eine Aktiengesellschaft (PANTALEON Entertainment AG)
- 2015** Kinoerfolg mit „Der Nanny“ und Start der Dreharbeiten von „Der geilste Tag“
- 2016** Start der VoD-Plattform PANTAFLIX
- 2017** Umfirmierung in PANTAFLIX AG
- Heutiger CEO Nicolas Paalzow wird als Chief Production Officer (CPO) in den Vorstand berufen
- Premiere der für Amazon Prime produzierten Serie „You Are Wanted“
- 2018** Ausbau der Beteiligung an der Kreativ- und Produktionsagentur Creative Cosmos 15 GmbH auf dann 51%
- 2019** Verstärkung der Aktivitäten im Bereich der Eigenproduktionen durch die Gründung der PANTAFLIX STUDIOS
- 2020** PANTAFLIX gewinnt diverse Kunden für die B2B2C-Streaming-Plattform (u.a. Weltbild und Airbus)
- 2021** Stephanie Schettler-Köhler verstärkt als COO den Vorstand
- Einstieg in das Podcast-Geschäft
- „Army of Thieves“ (Netflix-Produktion) kurz nach dem Launch in über 90 Ländern Platz 1 in der Kategorie „Film“
- 2022** PANTALEON Films erweitert die Geschäftsführung um Yoko Higuchi-Zitzmann

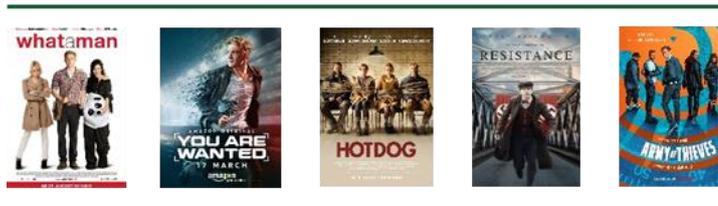
Geschäftsbereiche

PANTAFLIX gliedert sein operatives Geschäft derzeit noch nicht nach Segmenten oder Regionen. Allerdings lassen sich die sechs Tochtergesellschaften in verschiedene Geschäftsbereiche gliedern:

PANTALEON Films GmbH: Die PANTALEON Films GmbH ist eine 2011 von Matthias Schweighöfer gegründete Filmproduktionsgesellschaft mit Sitz in München. Die erste Produktion im Jahr 2011 war die Komödie „What a Man“, wobei Matthias Schweighöfer neben der Verantwortung von Regie, Drehbuch und Produktion auch eine Hauptrolle spielte. Neben Matthias Schweighöfer gehörten bekannte Schauspieler wie Elyas M'Barek oder Nora Tschirner zur Besetzung des Films. Ausgezeichnet wurde der Film in 2012 mit dem Jupiter-Preis in der Kategorie „Bester deutscher Film“. Für PANTALEON Films kann dieser Erfolg direkt zu Beginn der Geschäftstätigkeit als Startschuss für viele weitere bekannte und erfolgreiche Filmprojekte betrachtet werden. Es folgten Kinofilme von und mit Matthias Schweighöfer wie u.a. „Schlussmacher“, „Frau Ella“, „Vaterfreuden“, „Der geilste Tage“ und „Hot Dog“. Für Amazon Prime drehte PANTALEON Films zusammen mit Warner Bros. die erfolgreiche Thriller-Serie „You Are Wanted“. Die für Netflix produzierte Dramey-Serie „Das letzte Wort“ mit Anke Engelke in der Hauptrolle erhielt den

Deutschen Fernsehpreis in der Kategorie „Beste Comedy-Serie“. Darüber hinaus produzierte PANTALEON Films u.a. für Warner Bros. die Tragikomödie „Resistance“, in der neben Jesse Eisenberg auch Matthias Schweighöfer mitspielte. Auch mit „Army of Thieves“, einer Auftragsproduktion für Netflix, feierte PANTALEON Films in 2021 einen weiteren großen Erfolg und erreichte in über 90 Ländern den ersten Platz in der Kategorie „Film“.

Filmproduktionen der PANTALEON Films GmbH



Quelle: Unternehmen

In H2/21 wurden zudem die Drama-Filme „Wolke unterm Dach“ und „Oskars Kleid“ fertiggestellt, die beide in Zusammenarbeit mit Warner Bros. Film produziert wurden. Auch die Komödie „Generation Beziehungsunfähig“ (ebenfalls Ko-Produktion mit Warner Bros. Film) feierte Anfang Juli Premiere und startete Ende Juli in den Kinos.

PANTALEON Pictures GmbH: Mit der 100%-Tochtergesellschaft PANTALEON Pictures GmbH realisiert das Unternehmen seit 2014 in der Regel größere, meist internationale Produktionen und arbeitet oft eng mit der Schwesterfirma PANTALEON Films zusammen. In der jüngeren Vergangenheit gehörten die Komödie „Bullsprit“, die Tragikomödie „Resistance“ sowie die Komödie „Hot Dog“ zu den Produktionen, bei denen PANTALEON Pictures maßgeblich mitgewirkt hat.

PANTAFLIX Studios GmbH: Die 51%-Tochtergesellschaft PANTAFLIX Studios GmbH agiert als innovationsstarke Produktionseinheit für Serienproduktionen, die wesentlich schneller produziert werden können als die High-End-Produktionen der Schwestergesellschaften. Dabei treten als Protagonisten vor allem reichweitenstarke Social-Media-Influencer vor die Kamera. Das erfolgreiche Joyn-Original „DAS INTERNAT“, das Ende 2021 gestartete Personality-Doku-Format mit Musiker, Creator und Schauspieler Mario Novembre („MARIO NOVEMBRE – AUCH DAS NOCH!“), die Influencer-Realityshow „LIKE US“ sowie die für Amazon produzierte Serie „Sex Zimmer, Küche, Bad“ und Staffel 5 der Joyn-Serie „Klass Klassenfahrt“ gehören u.a. zu den Produktionen der PANTAFLIX Studios.

Filmproduktionen der PANTAFLIX Studios GmbH



Quelle: Unternehmen

PANTAFLIX Technologies GmbH: Die PANTAFLIX Technologies GmbH ist eine im Jahr 2015 gegründete 100%-Tochtergesellschaft, die die Aktivitäten des Konzerns im Bereich Video-on-Demand (VoD) bündelt. Das Unternehmen bietet professionelle Lösungen rund um das Streaming, den Verkauf sowie Vertrieb von Filmen und Serien an. Die selbst entwickelte VoD-Plattformtechnologie ist flexibel einsetzbar (auch als White-Label-Produkt) und u.E. technologisch auf hohem Niveau.

Zu Beginn der Geschäftsaktivitäten lag der Fokus der VoD-Plattform noch auf dem B2C-Streaming für Expatriates. Inzwischen ist PANTAFLIX deutlich flexibler aufgestellt und forciert vielmehr das B2B2C-Geschäft. Dabei stellt PANTAFLIX seinen Content bzw. die komplette Plattformtechnologie anderen Unternehmen wie z.B. Airbus, der Bundeswehr, CLIQ Digital, Weltbild oder der FAZ zur Verfügung. Die von den Kunden in Anspruch genommenen Leistungen sind dabei flexibel verhandelbar. So hilft PANTAFLIX beispielsweise dem Multikanal-Buchhandelsunternehmen Weltbild, durch ein VoD-Streaming-Angebot das Produktangebot zu verbreitern. PANTAFLIX begleitet Weltbild als Komplettanbieter in Fragen der Technik, beim Betrieb der Plattform, beim Customer-Support und der Bereitstellung der Inhalte. Auf der anderen Seite verfügt etwa der Kunde CLIQ Digital als SVoD-Anbieter selbst über eine Streaming-Plattform und bezieht daher als B2B-Kunde von PANTAFLIX zusätzlichen Content für die eigene Plattform.

PANTAFLIX' B2B2C-Plattform



Quelle: Unternehmen

PantaSounds GmbH: Seit Beginn des Geschäftsjahres 2022 widmet sich die 2016 gegründete PantaSounds in vollem Umfang der Erschließung des dynamisch wachsenden Podcast-Marktes. Ziel ist es, PantaSounds zu einem relevanten deutschen Produktionshaus für auditives Entertainment zu entwickeln. Tristan Lehmann, der zuvor für die zur ProSiebenSat.1-Gruppe gehörende Audioplattform FYEO verantwortlich war, hat per 01. Januar 2022 als neuer Geschäftsführer der PantaSounds den Roll-Out der Strategie sowie die Weiterentwicklung der Gesellschaft übernommen. Mit „FARBLOS, GERUCHLOS, UNSICHTBAR“ und „MITTEN AM TAG“ befinden sich für 2022 bereits zwei Produktionen in der Veröffentlichungspipeline. Zuvor fokussierte sich PantaSounds auf die Produktion und Vermarktung von Soundtracks für Filme und Serien und arbeitete mit renommierten Vertriebspartnern wie dem Major-Label Universal Music zusammen.

Creative Cosmos 15 GmbH: Die im Jahr 2016 gegründete Creative Cosmos 15 GmbH (CC15), an der PANTAFLIX 56% hält, ist eine Kreativ- und Produktionsagentur mit Sitz in München. Die restlichen Anteile entfallen auf den CEO von PANTAFLIX (10%) sowie die Beteiligungsgesellschaft von Joko Winterscheidt (34%). Mit der CC15 verlängert PANTAFLIX die Wertschöpfungskette in Richtung der Bereiche Marketingkonzepte und Medienstrategien. In den letzten Jahren realisierte die Agentur bereits Kampagnen für namhafte Kunden wie Mercedes Benz, eBay, Audi, ARD oder XXXLutz. Im Jahr 2020 ist beispielsweise der Schauspieler Matthias Schweighöfer durch CC15 Markenbotschafter für XXXLutz in Deutschland geworden. Diese Zusammenarbeit beinhaltet neben TV-Spots auch Online-, Print- und Rundfunk-Kampagnen. Darüber hinaus entwickelte CC15 u.a. für eBay eine Kampagne rund um die Markenbotschafter Joko Winterscheidt und Paul Ripke.

Kunden von Creative Cosmos 15

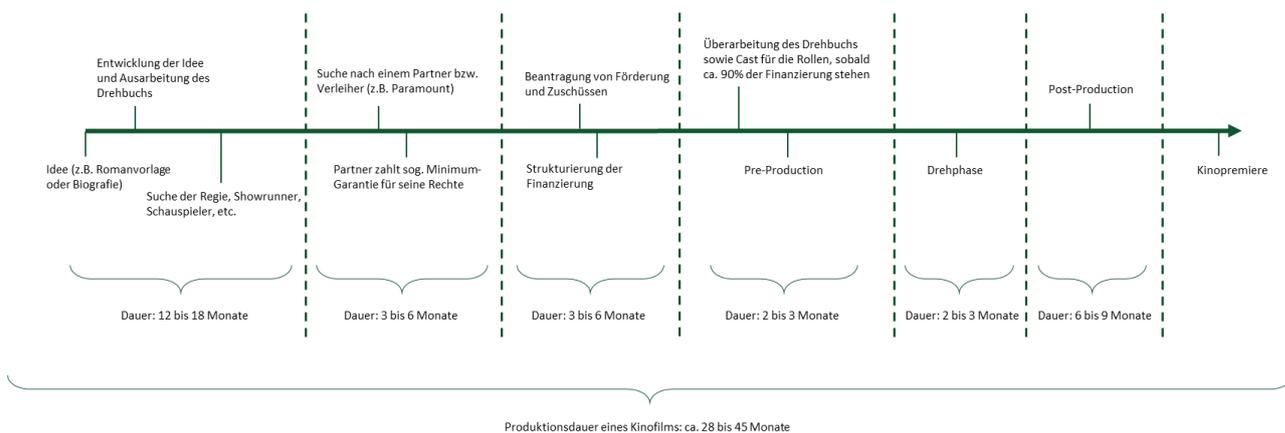


Quelle: Unternehmen

Bilanzierungsbesonderheiten

PANTAFLIX weist mit Blick auf die letzten Jahre eine durchaus volatile Entwicklung der Finanzkennzahlen auf, die u.E. sowohl durch bilanzielle Besonderheiten der Branche bzw. des Unternehmens (Unterscheidung zw. Auftragsproduktionen und Eigen- bzw. Ko-Produktionen) als auch den langwierigen Produktionsprozess eines Kinofilms geprägt sind.

Timeline für die Produktion eines Kinofilms



Quelle: Unternehmen, Montega

Eigen- und Ko-Produktionen: Hierbei handelt es sich um Film- und Serienproduktionen, die bilanziell im Anlagevermögen erfasst werden. Grundlage für eine Eigen- und Ko-Produktion ist eine geschlossene Produktionsfinanzierung. Diese besteht in der Regel aus zwei Säulen. Die erste Säule bilden die Vorabverkäufe von Nutzungsrechten für die Auswertungsstufen Kino, Home Entertainment, Pay-TV und Free-TV. Diese Vorabverkäufe führen zu Garantiezahlungen in Form von Minimumgarantien. Die zweite Säule sind Fördermittel, die von Förderinstitutionen (wie z.B. Filmförderanstalt) meistens als nur im Erfolgsfall rückzahlbare Darlehen vergeben werden. Da die genannten Finanzierungsbausteine in der Regel in Teilraten während des gesamten Produktionsablaufs (Ø 6 - 18 Monate) ausgezahlt werden, muss PANTAFLIX oftmals eine Zwischenfinanzierung bereitstellen. Bilanziell erhöhen sich dadurch (zumindest temporär) die Finanzverbindlichkeiten. Auf die eigentliche Verschuldung des Unternehmens hat dies jedoch keine Auswirkungen, da der Gesamtbetrag inkl. Zinsen durch spätere Zahlungen oder andere Finanzierungsbausteine kompensiert wird. Für PANTAFLIX entsteht durch die Herstellung von Kinofilmen ein wirtschaftliches Recht in Form einer Rechtebibliothek, das über unterschiedliche Verwertungsstufen vermarktet werden kann. Der Stichtag für die Realisation eines Projektes ist der Tag der Fertigstellung der Produktion bzw. des Masters (Nullkopie). In der GuV wird dann die Minimumgarantie sowie der Zuschuss des Deutschen Filmförderfonds als Umsatz und die Förderung (z.B. durch die

Filmförderanstalt) als sonstiger betrieblicher Ertrag erfasst. Die Kosten der Produktion werden aktiviert und abgeschrieben, wodurch das EBITDA des Konzerns temporär deutlich steigt. Dabei erfolgt die Abschreibung immer zu 90% im ersten Jahr. Der Rest wird über vier weitere Jahre abgeschrieben. Abhängig vom Erfolg der Filme können durch die vorhandenen Rechte auch Jahre nach der Erstauswertung im Kino noch Erlöse erzielt werden.

Auftragsproduktion: Neben den Eigen- und Ko-Produktionen hat PANTAFLIX das Geschäftsmodell in den letzten Jahren sukzessive auch im Bereich der Auftragsproduktionen ausgebaut. Diese Produktionen lassen sich oftmals wesentlich schneller umsetzen, da die Produktion durch einen mit dem Auftraggeber vereinbarten Festpreis finanziert wird. Partner sind hierbei z.B. Streaming-Anbieter wie Netflix, Amazon Prime Video oder Joyn. Bilanziell wird die Arbeit im Bereich der Auftragsproduktionen bis zur Fertigstellung in den Vorräten im Umlaufvermögen erfasst und in der Gewinn- und Verlustrechnung durch Bestandsmehrungen bzw. -minderungen abgebildet. Der Stichtag für die endgültige Erfassung in den Erlösen ist auch hier die Fertigstellung der Produktion (Erstellung des Masters). Die angefallenen Kosten werden im Materialaufwand ausgewiesen.

Management

Das operative Geschäft wird von CEO Nicolas Paalzow und COO Stephanie Schettler-Köhler geleitet.



Nicolas Paalzow übernahm im Februar 2019 die Rolle des Vorstandsvorsitzenden, nachdem er bereits seit 2017 Teil des Vorstandsteams war. Vor seiner Tätigkeit bei PANTAFLIX arbeitete der diplomierte Medienberater mehrere Jahre in diversen Führungspositionen bei den Privatsendern ProSiebenSat.1 und Kabel Eins. Darüber hinaus sammelte Herr Paalzow wertvolle Erfahrungen als Geschäftsführer der Produktionshäuser MME Entertainment und JANUS TV.

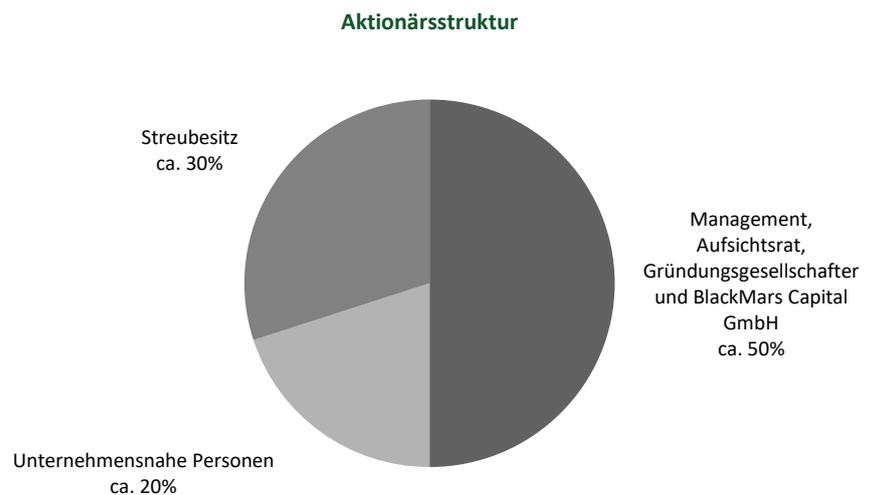


Stephanie Schettler-Köhler ist seit August 2021 im Vorstand als Chief Operating Officer (COO) für den Film- und Serienbereich, die Finanzen, HR und Legal zuständig. Vor ihrer Tätigkeit bei PANTAFLIX war Frau Schettler-Köhler als freiberufliche Produktionsangestellte in mehreren Filmproduktionen aktiv. Bereits im Jahr 2011 wechselte Sie zur heutigen PANTAFLIX AG und sammelte seitdem diverse Erfahrungen als Project Managerin und Prokuristin. Seit 2014 verantwortete Sie weite Teile des operativen Geschäfts der PANTAFLIX AG und ihrer Tochtergesellschaften.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der PANTAFLIX AG werden im Scale, dem Segment für kleine und mittlere Unternehmen der Deutschen Börse, an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das Grundkapital ist in 20.461.529 Inhaberaktien aufgeteilt.

Etwa 70% der Aktien sind im Besitz des Managements, des Aufsichtsrats, der PANTAFLIX-Gründungsgesellschafter Marco Beckmann, Dan Maag und Matthias Schweighöfer sowie der BlackMars Capital GmbH. Letztgenannte Gesellschaft ist als Investment-Vehikel ebenfalls Marco Beckmann zuzuordnen. Die übrigen rund 30% der Anteile bilden den Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) PANTAFLIX AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	35,1	28,7	7,8	31,5	37,5	43,9
Bestandsveränderungen	-3,9	-7,1	13,7	-12,9	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,4	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	31,6	21,9	22,3	18,6	37,5	43,9
Materialaufwand	19,0	12,0	20,0	8,5	22,1	14,5
Rohertrag	12,6	9,9	2,3	10,1	15,4	29,4
Personalaufwendungen	5,9	5,7	4,4	4,6	4,7	4,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,5	3,5	3,8	2,5	2,7	2,8
Sonstige betriebliche Erträge	2,6	2,6	0,5	2,4	2,2	3,6
EBITDA	2,9	3,3	-5,4	5,4	10,3	25,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITA	2,9	3,3	-5,4	5,4	10,3	25,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	11,9	11,9	1,7	7,6	11,2	24,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-9,0	-8,6	-7,1	-2,2	-1,0	1,2
Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-9,0	-8,6	-7,2	-2,2	-1,0	1,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-9,0	-8,6	-7,2	-2,2	-1,0	1,2
EE-Steuern	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-8,8	-7,9	-7,1	-2,2	-1,0	0,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-8,8	-7,9	-7,1	-2,2	-1,0	0,9
Anteile Dritter	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Jahresüberschuss	-8,9	-7,7	-7,1	-2,3	-1,1	0,7

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) PANTAFLIX AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-11,1%	-24,6%	175,1%	-41,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	1,0%	0,7%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	89,9%	76,1%	284,8%	59,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	54,0%	41,7%	255,2%	26,9%	59,0%	33,0%
Rohertrag	35,9%	34,5%	29,6%	32,1%	41,0%	67,0%
Personalaufwendungen	16,8%	19,9%	56,5%	14,5%	12,5%	11,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,4%	12,2%	48,8%	8,0%	7,1%	6,3%
Sonstige betriebliche Erträge	7,4%	9,2%	6,5%	7,5%	6,0%	8,2%
EBITDA	8,2%	11,5%	-69,2%	17,1%	27,4%	57,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITA	8,2%	11,5%	-69,2%	17,1%	27,4%	57,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	33,8%	41,3%	22,0%	24,0%	30,0%	55,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-25,6%	-29,7%	-91,2%	-6,9%	-2,6%	2,7%
Finanzergebnis	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-25,6%	-29,8%	-91,5%	-7,0%	-2,7%	2,7%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-25,6%	-29,8%	-91,5%	-7,0%	-2,7%	2,7%
EE-Steuern	-0,5%	-2,3%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,7%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-25,1%	-27,4%	-91,4%	-7,0%	-2,7%	2,0%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-25,1%	-27,4%	-91,4%	-7,0%	-2,7%	2,0%
Anteile Dritter	0,1%	-0,6%	-0,6%	0,4%	0,3%	0,3%
Jahresüberschuss	-25,2%	-26,9%	-90,8%	-7,4%	-3,0%	1,7%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) PANTAFLIX AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,3	5,8	19,8	27,2	26,9	20,9
Sachanlagen	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	8,5	6,0	19,9	27,3	27,0	21,0
Vorräte	8,5	1,4	15,1	3,2	5,4	6,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,6	5,0	2,7	2,8	3,8	4,2
Liquide Mittel	13,9	7,2	7,2	8,4	3,7	8,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,8	1,5	0,7	0,8	0,9	1,0
Umlaufvermögen	31,8	15,1	25,7	15,1	13,8	20,4
Bilanzsumme	40,3	21,1	45,7	42,4	40,9	41,4
PASSIVA						
Eigenkapital	17,4	12,5	7,1	4,9	4,0	4,8
Anteile Dritter	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Rückstellungen	0,9	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,9	2,7	9,4	8,5	7,6	6,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,6	1,8	1,5	1,3	1,4	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	16,9	3,9	27,5	27,7	27,8	27,9
Verbindlichkeiten	23,2	9,0	39,0	37,9	37,4	37,0
Bilanzsumme	40,3	21,1	45,7	42,4	40,9	41,4

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) PANTAFLIX AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	20,5%	27,6%	43,4%	64,0%	65,8%	50,5%
Sachanlagen	0,5%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	21,1%	28,4%	43,6%	64,4%	66,1%	50,8%
Vorräte	21,1%	6,6%	33,0%	7,5%	13,2%	16,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,9%	23,6%	5,9%	6,6%	9,3%	10,1%
Liquide Mittel	34,5%	34,2%	15,7%	19,8%	9,2%	20,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,4%	7,2%	1,6%	1,8%	2,1%	2,4%
Umlaufvermögen	78,9%	71,6%	56,3%	35,7%	33,8%	49,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	43,1%	59,4%	15,6%	11,6%	9,8%	11,7%
Anteile Dritter	-0,6%	-1,9%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
Rückstellungen	2,1%	3,1%	1,1%	1,2%	1,4%	1,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,1%	12,6%	20,6%	20,0%	18,6%	16,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,5%	8,4%	3,3%	3,1%	3,4%	3,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	41,8%	18,5%	60,3%	65,2%	67,9%	67,4%
Verbindlichkeiten	57,5%	42,6%	85,3%	89,5%	91,3%	89,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

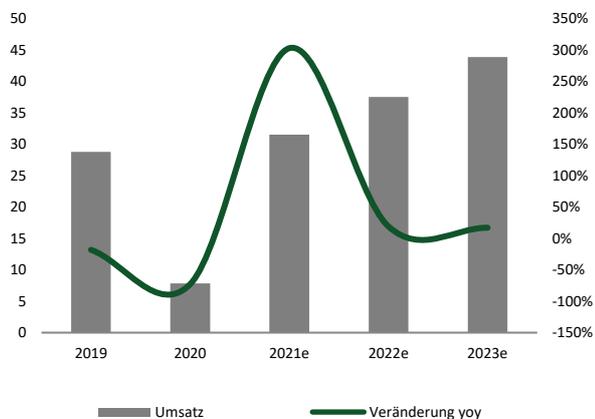
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) PANTAFLIX AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-8,8	-7,9	-7,1	-2,2	-1,0	0,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	11,9	11,9	1,7	7,6	11,2	24,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,4	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1
Cash Flow	2,1	3,7	-5,3	5,5	10,3	25,1
Veränderung Working Capital	10,8	-1,6	14,3	11,6	-3,1	-1,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	12,9	2,1	9,0	17,0	7,2	23,6
CAPEX	-16,3	-9,4	-16,0	-14,9	-11,0	-18,1
Sonstiges	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-16,0	-9,4	-16,0	-14,9	-11,0	-18,1
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	2,0	-0,9	-0,8	-0,8
Sonstiges	0,0	2,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	2,9	3,7	-0,9	-0,8	-0,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-3,1	-4,5	-3,3	1,2	-4,6	4,7
Endbestand liquide Mittel	9,0	4,6	1,3	8,4	3,7	8,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

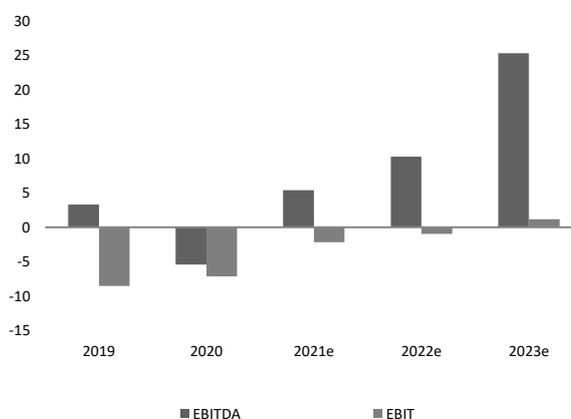
Kennzahlen PANTAFLIX AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	35,9%	34,5%	29,6%	32,1%	41,0%	67,0%
EBITDA-Marge (%)	8,2%	11,5%	-69,2%	17,1%	27,4%	57,7%
EBIT-Marge (%)	-25,6%	-29,7%	-91,2%	-6,9%	-2,6%	2,7%
EBT-Marge (%)	-25,6%	-29,8%	-91,5%	-7,0%	-2,7%	2,7%
Netto-Umsatzrendite (%)	-25,1%	-27,4%	-91,4%	-7,0%	-2,7%	2,0%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	-81,7%	-109,3%	-86,7%	-32,3%	-16,3%	23,2%
ROE (%)	-34,0%	-45,1%	-58,5%	-34,7%	-24,8%	20,8%
ROA (%)	-22,0%	-36,6%	-15,5%	-5,5%	-2,7%	1,8%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-9,0	-4,6	2,2	0,1	3,9	-1,6
Net Debt / EBITDA	-3,1	-1,4	-0,4	0,0	0,4	-0,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,5	-0,4	0,3	0,0	1,1	-0,4
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-3,4	-7,4	-7,0	2,1	-3,8	5,5
Capex / Umsatz (%)	46%	33%	204%	47%	29%	41%
Working Capital / Umsatz (%)	27%	12%	-47%	-47%	-51%	-38%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,8	1,0	3,6	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	9,8	8,5	-	5,2	2,7	1,1
EV/EBIT	-	-	-	-	-	23,8
EV/FCF	-	-	-	13,3	-	5,1
KGV	-	-	-	-	-	32,3
KBV	1,5	2,1	3,7	5,4	6,6	5,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

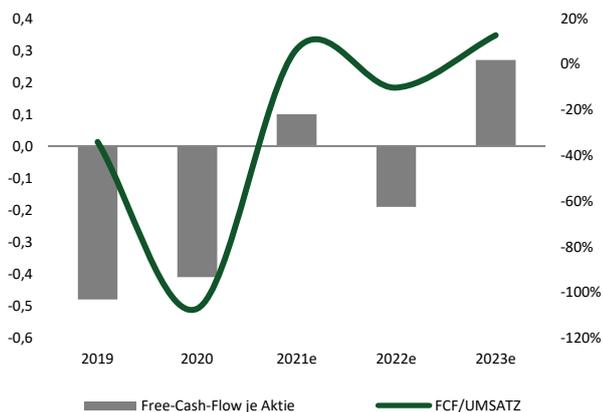
Umsatzentwicklung



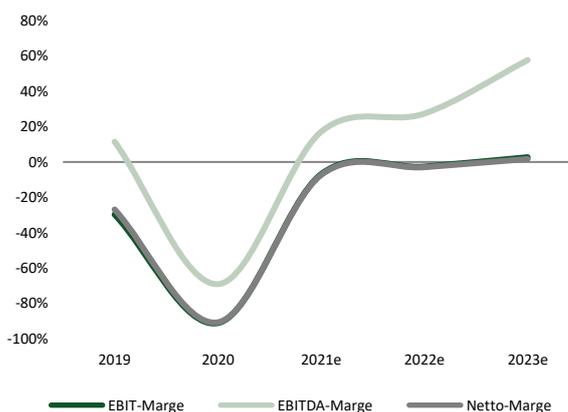
Ergebnisentwicklung



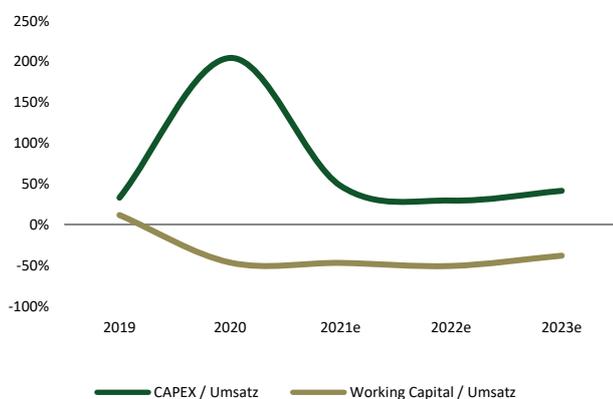
Free-Cash-Flow Entwicklung



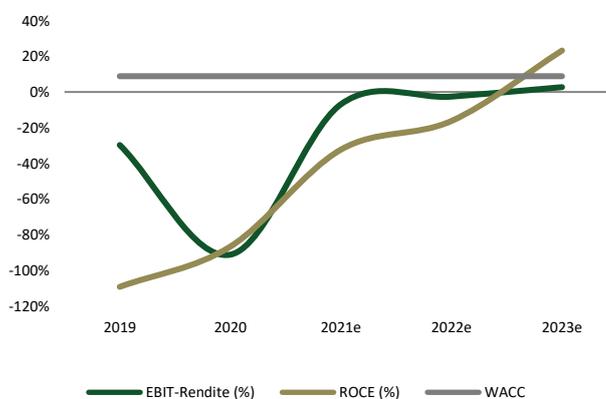
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 22.03.2022): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 22.03.2022): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und
53117 Bonn

Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	22.03.2022	1,29	2,00	+55%
