

26. Oktober 2021
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Pantaflix AG

Deutliche Belebung nach sehr schwierigem Corona-Jahr

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 1,255 € | Kursziel: 2,70 € (zuvor: 2,90 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Filmproduktion / VoD
Mitarbeiter:	55
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A12UPJ7
Ticker:	PAL:GR
Kurs:	1,255 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	18,6 Mio. Stück
Market-Cap:	23,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	25,6 Mio. Euro
Free Float:	ca. 30 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,70 / 0,90 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	16,5 Tsd. Euro / Tag

Nachdem das letzte Jahr wegen der Corona-bedingten Drehstopps und Projektverschiebungen sehr schwach ausgefallen war, zeigt sich die Geschäftsentwicklung von PANTAFLIX im ersten Halbjahr 2021 deutlich erholt. Vor allem der Umsatz legte kräftig zu. Mit 22,7 Mio. Euro wurde nicht nur der Vorjahreswert vervielfacht, sondern auch mit großem Abstand ein neuer Halbjahresrekord aufgestellt. Ebenfalls verbessert hat sich die Ergebnissituation. Das EBIT blieb zwar mit -2,1 Mio. Euro noch negativ, doch gegenüber dem Vorjahr wurde der Fehlbetrag halbiert. Da für die zweite Jahreshälfte weitere Produktionsfertigungen geplant (und teilweise schon erfolgt) sind, will PANTAFLIX im Gesamtjahr mehr als 30 Mio. Euro Erlösen. Auf dieser Grundlage soll der EBIT-Verlust deutlich reduziert werden, die Zielspanne liegt zwischen -2,5 Mio. Euro und dem Breakeven (Vorjahr: -7,1 Mio. Euro). Wir trauen PANTAFLIX zu, diesen Trend auch in 2022 fortzusetzen und im kommenden Geschäftsjahr ein positives Ergebnis auszuweisen. Dazu beitragen soll nicht zuletzt auch das VoD-Geschäft, für das mit dem B2B-Konzept endlich ein erfolgreicher Monetarisierungsweg gefunden scheint. Zumindest zeigt sich PANTAFLIX bezüglich der bisherigen Kooperationen sehr zufrieden und stellt weitere Abschlüsse in Aussicht.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	35,1	28,7	7,8	33,8	37,2	40,9
EBIT (Mio. Euro)	-9,0	-8,6	-7,1	-0,3	2,5	3,0
Jahresüberschuss	-8,9	-7,7	-7,1	-0,3	2,3	2,8
EpS	-0,63	-0,50	-0,42	-0,02	0,13	0,15
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	25,2%	-18,2%	-72,8%	332,1%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	21,4%
KUV	0,66	0,81	2,98	0,69	0,63	0,57
KGV	-	-	-	-	10,0	8,2
KCF	1,8	11,3	2,6	2,3	2,2	1,9
EV / EBIT	-	-	-	-	10,4	8,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Halbjahresumsatz auf Rekordniveau

Nach dem sehr schwierigen Geschäftsjahr 2020, das letztlich sogar noch schwächer ausgefallen ist, als von uns befürchtet, hat sich die Geschäftslage von PANTAFlix im bisherigen Jahresverlauf 2021 deutlich aufgehellt. Hauptsächlich dank der Fertigstellung der NETFLIX-Auftragsproduktion „Army of Thieves“, des eigenen Films „Generation Beziehungsunfähig“ und der zweiten Staffel der für Joyn produzierten Teenager-Serie „Das Internat“ konnten in den ersten sechs Monaten 22,7 Mio. Euro umgesetzt werden. Gegenüber dem sehr schwachen Vorjahr, das vom Corona-bedingten Stopp der Dreharbeiten geprägt gewesen war, bedeutet das einen Zuwachs um 364 Prozent. Aber auch im Vergleich mit früheren Jahren stellt der nun erreichte Halbjahresumsatz den mit Abstand höchsten Wert dar.

Geschäftszahlen	HJ 2020	HJ 2021	Änderung
Umsatz	4,89	22,68	+363,9%
Gesamtleistung	4,38	10,77	+145,8%
Materialaufwand	3,00	3,72	+24,2%
Personalaufwand	2,36	2,06	-12,6%
SBA	2,31	1,24	-46,3%
EBITDA	-3,28	3,75	-
Abschreibungen	1,00	5,85	+484,8%
EBIT	-4,28	-2,10	-
EBIT-Marge	-87,6%	-9,3%	
Vorsteuerergebnis	-4,29	-2,11	-
Vorsteuermarge	-87,8%	-9,3%	
Jahresüberschuss	-4,24	-2,20	-
Netto-Marge	4,89	22,68	

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Gesamtleistung mehr als verdoppelt

Ebenfalls deutlich erhöht (+334 Prozent auf 1,1 Mio. Euro) haben sich die sonstigen betrieblichen Erträge, in denen vor allem die Darlehen im Rahmen der staatlichen Filmförderung gebucht werden. Demgegenüber ist der Beitrag der aktivierten Eigenleistungen (projektgenau zurechenbare Leistungen von festangestellten Mitarbeitern in Eigen- und Co-Produktionen,

auf Null gesunken (Vorjahr: 0,5 Mio. Euro). Zusammen mit einer deutlich negativen Bestandsveränderung in Höhe von -13,0 Mio. Euro (Vorjahr: -1,2 Mio. Euro), die vor allem den Abschluss der Auftragsproduktion „Army of Thieves“ wiedergibt, hat sich die Gesamtleistung der Monate Januar bis Juni auf 10,8 Mio. Euro belaufen, 146 Prozent mehr als vor einem Jahr. In der Gesamtleistung nicht enthalten sind die Leistungen, die für Eigen- und Koproduktionen erbracht wurden und die bis zu deren Fertigstellung als geleistete Anzahlungen im Anlagevermögen gebucht werden. Diese beliefen sich zum 30.06. auf 15,5 Mio. Euro, woraus sich unter Einbeziehung des Wertes zum Jahresanfang (18,3 Mio. Euro) und der Abschreibungen auf eine Produktionsleistung (für eigene Filme) von etwa 3 Mio. Euro schließen lässt.

Deutliche Kostensenkung

Das kräftige Wachstum der Gesamtleistung ging im ersten Halbjahr mit niedrigeren Kosten einher. Der Materialaufwand, der insbesondere Aufwendungen für Auftragsproduktionen sowie Beteiligungen von Koproduzenten umfasst, hat sich zwar um 24 Prozent auf 3,7 Mio. Euro erhöht, was aber durch den Rückgang des Personalaufwands (-13 Prozent auf 2,1 Mio. Euro) und vor allem durch die fast halbierten sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-46 Prozent auf 1,2 Mio. Euro) mehr als aufgewogen wurde. Deren Entwicklung erklärt das Unternehmen auf Nachfrage mit einer Kombination aus Corona-bedingten Minderungen (Reisen etc.) und aus gezielten umfangreichen Einsparungen bei Sachkosten.

EBIT klar verbessert, aber noch negativ

Ergebnisseitig führte dies zu einer Verbesserung des EBITDA um 7 Mio. Euro auf knapp 3,8 Mio. Euro, womit der erste EBITDA-Halbjahresüberschuss seit 2017 erzielt wurde. Für die Beurteilung der Ergebnisqualität hat das EBITDA allerdings nur eine begrenzte Aussagekraft, weil sich die Herstellungskosten der eigenen Filme erst im EBIT bemerkbar machen. Sie werden während der Produktion zunächst im Anlagevermögen aktiviert und anschließend leistungsbezogen abgeschrieben, wobei PANTAFlix bereits mit

der Fertigstellung eines Films einen Großteil von dessen bilanziellem Wert abschreibt. Als Gegenposition zu den diesjährigen Umsätzen aus fertiggestellten Filmen beliefen sich die Abschreibungen der ersten sechs Monate auf 5,9 Mio. Euro, wodurch das EBIT mit -2,1 Mio. Euro trotz des hohen EBITDA-Überschusses noch in den roten Zahlen blieb. Gegenüber dem Vorjahr wurde der Fehlbetrag aber halbiert.

Änderungen im Konsolidierungskreis

Das gilt auch für das Vorsteuer- und das Halbjahresergebnis, die bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanz- und Steuerergebnis fast gleichauf mit dem EBIT lagen. Eine kleine Änderung hat sich beim Ergebnisanteil von Minderheitsgebern ergeben, der im Vorjahr noch negativ und im Berichtszeitraum positiv war, so dass der Konzernverlust mit -2,2 Mio. Euro minimal höher ausgefallen ist als das Nachsteuerergebnis (-2,1 Mio. Euro). Diese Verschiebung spiegelt den Verkauf von 49 Prozent an der Tochter PANTAFLIX Studios wider, die innerhalb der Gruppe die Produktion der Influencer-basierten Teenager-Serien à la „Krass Klassenfahrt“ oder „Das Internat“ verantwortet. Der Verkauf, der nach Unternehmensangaben ohne nennenswerte Ergebniswirkung durchgeführt wurde, erfolgte an die beiden Geschäftsführer der Tochter und soll diese dauerhaft an das Konzept binden. Eine umgekehrte Transaktion wurde bei PanSounds durchgeführt, so dass der Konzern seinen Anteil von zuvor 56 auf 100 Prozent erhöht hat.

Nettoverschuldung dank KE reduziert

Eine Cashflow-Rechnung hat PANTAFLIX für das erste Halbjahr nicht vorgelegt, doch anhand der Veränderungen der Liquidität (um -0,7 Mio. Euro auf 6,5 Mio. Euro), der Bankkredite (um -1,2 Mio. Euro auf 8,2 Mio. Euro) und des Mittelzuflusses aus einer im Mai platzierten Kapitalerhöhung (+2,0 Mio. Euro, bestehend aus 1,7 Mio. neuen Aktien zum Stückpreis von 1,21 Euro) lässt sich auf einen negativen Free-Cashflow in Höhe von rund -1,4 Mio. Euro und einen Finanzierungs-Cashflow von +0,8 Mio. Euro schließen. Da sich die Bankkredite stärker reduziert haben als die Liquidität, ist die Nettoverschuldung gegenüber dem Jahresanfang um ein Viertel auf 1,6

Mio. Euro zurückgegangen und liegt damit weiterhin auf einem moderaten Niveau.

Eigenkapitalquote deutlich erhöht

Da sich der Halbjahresverlust und der Effekt der Kapitalerhöhung in etwa die Waage gehalten haben, blieb das Eigenkapital stabil bei über 6,2 Mio. Euro. Vor allem durch den deutlichen Rückgang der Vorräte (Fertigstellung von zuvor als unfertige Leistungen erfassten Auftragsproduktionen) ist aber gleichzeitig die Bilanzsumme um fast 17 Mio. Euro auf 28,7 Mio. Euro gesunken, woraus sich eine um 8,4 Prozentpunkte auf 23,0 Prozent erholte Eigenkapitalquote ergeben hat. Auf der Passivseite der Bilanz vollzog sich der Rückgang vor allem im Bereich der ausgewiesenen erhaltenen Anzahlungen, die sich von 25,3 auf 10,8 Mio. Euro ermäßigt haben.

Breakeven in 2021 möglich

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat PANTAFLIX die Prognose bestätigt, dieses Jahr mindestens 30 Mio. Euro umsetzen zu wollen und auf dieser Basis ein deutlich verbessertes EBIT zu erwirtschaften. Dieses soll im schlechtesten Fall bei -2,5 Mio. Euro liegen, was aber gegenüber dem Vorjahr (-7,1 Mio. Euro) einer massiven Verbesserung entspräche, während bei einem positiven Verlauf auch ein Breakeven als möglich bezeichnet wird. Da sich die Kinofilme "Oskars Kleid" und „Wolke unterm Dach“ bereits unmittelbar vor der Fertigstellung befinden und auch die Realisierung der letzten Tranche der Auftragsproduktion „Army of Thieves“, die bereits am 29. Oktober bei NETFLIX starten wird, mit Sicherheit umsatzwirksam werden wird, wirkt die Prognose umsatzseitig gut abgesichert. Dies umso mehr, als auch die dritte Staffel von „Das Internat“ bereits im September fertiggestellt und mit „Sex Zimmer, Küche, Bad“ auch schon die erste Teenager-Serie für Amazon Prime fertig gedreht und in die Postproduktion überführt wurde.

Zufrieden mit B2B-Konzept

Auch die Projekt-Pipeline für das nächste Jahr ist vielversprechend. Unter anderem berichtet das Unternehmen von einem Auftrag für die ARD sowie von viel-

versprechenden Gesprächen über ein sehr großes Serienprojekt. Zufrieden zeigt sich das Management auch mit der Entwicklung im VoD-Geschäft, das inzwischen sehr stark auf die B2B-Aktivitäten konzentriert wird. Bezüglich der Kooperationen mit dem SZ-Verlag, dem Weltbild-Verlag und Airbus (für die Bundeswehr) berichtet PANTAFLIX auf Nachfrage von einem sehr guten Verlauf und will diesen Weg auch mit weiteren Partnern gehen. Darüber hinaus greifen inzwischen fast 40 kleinere und größere Filmfestivals auf die Streaming-Technologie von PANTAFLIX zurück. Auch dieser Strang soll weiter ausgebaut werden, wobei das Unternehmen mit Blick auf die Profitabilität dem Thema Prozessstandardisierung und -automatisierung eine hohe Priorität beimisst. Ein neues Geschäftsfeld soll schließlich mit der Tochter PantaSounds erschlossen werden, die ihre Aktivitäten zukünftig um die Produktion von Podcasts und Audio Fiction erweitern will. Erste Projekte sollen noch in diesem Jahr veröffentlicht werden.

Fokus auf das Kerngeschäft

Wir haben bisher angenommen, dass es PANTAFLIX zukünftig gelingen wird, den Umsatz kontinuierlich zu erhöhen und endlich auch dauerhaft profitabel zu arbeiten. An diesem Szenario halten wir auch weiterhin fest, wobei wir im Vergleich mit unseren bisherigen Schätzungen vor allem die unterstellten Margen zurückgenommen haben. Zurückzuführen ist dies vor allem auf die veränderten Annahmen bezüglich des VoD-Geschäfts. Inzwischen hat sich hier der Fokus nahezu ausschließlich auf das B2B-Modell verengt, womit PANTAFLIX zwar beachtliche Erfolge erzielt und ab dem nächsten Jahr endlich den Breakeven der Sparte schaffen könnte, doch die Wachstums- und Margenpotenziale, die wir früher dem Bereich zugeordnet hatten, sehen wir nun nicht mehr. Mit dem nun verfolgten Konzept könnte PANTAFLIX zukünftig einen soliden Strom an wiederkehrenden Erlösen generieren und damit einen Teil der Fixkosten decken, doch das mit Abstand größte Umsatzgewicht bleibt auch in Zukunft im Produktionsgeschäft. Auch den Aktivitäten der beiden Töchter CC15 (Werbefilmagentur) und PantaSounds (Audio-Content) trauen wir derzeit trotz der teilweise beachtlichen Erfolge im Kontext des Gesamtkonzerns nur eine ergänzende

Funktion zu. Im Produktionsgeschäft selbst scheinen sich zudem die Umsatzanteile weiter in Richtung von Auftragsproduktionen zu verschieben, was im Vergleich mit Eigenproduktionen den Vorteil einer besseren Kalkulierbarkeit, aber auch den Nachteil niedrigerer Margen birgt.

Moderates Umsatzwachstum

Die Umsatzschätzungen haben wir hingegen weitgehend unverändert gelassen. Mit Blick auf das laufende Jahr sehen wir unsere bisherige Umsatzprognose in Höhe von 33,8 Mio. Euro weiter als gut erreichbar an. PANTAFLIX selbst hat einen Umsatz oberhalb von 30 Mio. Euro angekündigt, was angesichts der im zweiten Halbjahr bereits fertiggestellten bzw. unmittelbar vor der Fertigstellung stehenden Produktionen sehr gut abgesichert sein dürfte. Bezüglich der Folgejahre haben wir ein Wachstum von anfangs 10 Prozent p.a. unterstellt, das wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums schrittweise auf 5 Prozent absinken lassen. Angesichts der ausgeprägten Projektabhängigkeit des Filmgeschäfts dürfte die tatsächliche Entwicklung einzelner Jahre stark von dieser Trendprojektion abweichen, aber im Durchschnitt mehr als erreichbar sein. Zum Vergleich: Auf Basis der Erwartung, dass unsere diesjährige Umsatzprognose von 33,8 Mio. Euro erreicht wird, hat PANTAFLIX seit 2013 eine durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) von mehr als 20 Prozent erreicht (allerdings ist hierbei die niedrige Basis aus 2013 zu beachten). Auf Basis dieser Wachstumsannahmen erwarten wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 einen Umsatz in Höhe von 57,3 Mio. Euro (bisher: 56,0 Mio. Euro).

Ziel-Marge abgesenkt

Die Annahmen bezüglich der Profitabilität haben wir hingegen, wie oben ausgeführt, spürbar vorsichtiger ausgestaltet. Neben den genannten Gründen wie dem veränderten Umsatzmix gehört dazu auch die Tatsache, dass die bisherigen Profitabilitätsfortschritte zwar beachtlich sind, gleichwohl aber hinter unseren Erwartungen zurückbleiben. So hatten wir noch Anfang des Jahres erwartet, dass 2021 bei einem Umsatz von knapp 34 Mio. Euro ein klar positives EBIT erreichbar sein könnte. Da PANTAFLIX aber das EBIT le-

diglich in einer Spanne zwischen -2,5 und 0,0 Mio. Euro sieht, haben auch wir unsere Schätzung auf einen leicht negativen Wert (-0,3 Mio. Euro) angepasst. Zukünftig könnte PANTAFLIX zwar von der beschlossenen großzügigeren Filmförderung (die sogenannten Handlungskosten, die maximal angesetzt werden dürfen, wurden von 350 auf 650 Tsd. Euro erhöht) profitieren, auch die Ergebnisbelastung durch die Entwicklung des VoD-Geschäfts dürfte plangemäß 2022 enden, doch noch ist der Breakeven nicht gelungen. Wir gehen zwar davon aus, dass nächstes Jahr endlich ein positives Ergebnis ausgewiesen wird, haben uns aber vor dem Hintergrund der seit Jahren in Summe unbefriedigenden Ergebnissituation für eine vorsichtiger Vorgehensweise entschieden und den prognostizierten Margenanstieg deutlich langsamer modelliert. Die Ziel-EBIT-Marge für 2028 sehen wir nun bei 9,4 Prozent, während wir bisher mit 13,7 Prozent kalkuliert hatten.

2021 noch negativ

Für das laufende Jahr, für das wir bisher mit einem positiven Ergebnis in Höhe von 1,3 Mio. Euro gerechnet hatten, erwarten wir nun einen Verlust von 0,3 Mio. Euro. Den Vorstoß in die Gewinnzone unterstellen wir nun für 2022 mit einem Jahresüberschuss von 2,3 Mio. Euro. Auf Basis dieser Erwartung

dürfte PANTAFLIX die organische Entwicklung künftig ohne Aufnahme weiterer Eigenmittel finanzieren können, zumal die hohen Investitionen in die Produktentwicklung (vor allem die VoD-Plattform), die in der Vergangenheit die Cashflows belastet hatten, nun nicht mehr fortgesetzt werden. Die aus diesen Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle unten, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Für die Jahre ab 2029 kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value mit einem Sicherheitsabschlag von 30 Prozent auf die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums sowie mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

Diskontierungssatz angepasst

Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem WACC-Satz von 6,6 Prozent, der somit um 0,3 Prozentpunkte unter dem bisherigen Diskontierungssatz liegt. Zurückzuführen ist dies auf den erhöhten FK-Anteil, der sich aus den veränderten Schätzungen ergeben hat, und der nun bei 45 Prozent (bisher: 40 Prozent) liegt. Demgegenüber blieben sowohl die FK-Kosten (5 Prozent) als auch die Eigenkapitalkosten von 9,1 Prozent

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	33,8	37,2	40,9	44,6	48,1	51,5	54,6	57,3
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%
EBIT-Marge	-0,9%	6,6%	7,3%	7,9%	8,4%	8,8%	9,1%	9,4%
EBIT	-0,3	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,4
Steuersatz	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
NOPAT	-0,3	2,3	2,8	3,3	3,8	4,3	4,7	5,1
+ Abschreibungen & Amortisation	10,7	9,4	10,3	11,2	12,1	12,9	13,7	14,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Operativer Brutto Cashflow	10,1	11,4	12,8	14,2	15,6	16,9	18,1	19,1
- Zunahme Net Working Capital	0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
- Investitionen AV	-6,5	-7,9	-8,7	-11,7	-12,6	-13,4	-14,2	-14,9
Free Cashflow	3,6	2,9	3,5	1,8	2,3	2,7	3,1	3,4

(ermittelt nach CAPM mit einem sicheren Zins von 1,0 Prozent, einer Risikoprämie von 5,8 Prozent und einem Betafaktor von 1,4) ebenso unverändert wie der Steuersatz für den Tax-Shield (30,0 Prozent).

Kursziel: 2,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 50,7 Mio. Euro bzw. 2,72 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 2,70 Euro ableiten. Gegenüber unserem letzten Update ist das Kursziel damit etwas gesunken (bisher: 2,90 Euro), was auf die reduzierten Margenschätzungen sowie auf die erhöhte Aktienzahl zurückzuführen ist. Allerdings wurden diese Effekte größtenteils durch den niedrigeren WACC-Satz und den Diskontierungseffekt aufgewogen. Gegenüber dem aktuellen Aktienkurs sehen wir auf dieser Basis somit weiterhin ein sehr hohes Kurspotenzial von deutlich mehr als 100 Prozent, das aber vor allem im Hinblick auf die Erreichung der Profitabilitätswerte immer noch mit erhöhter Unsicherheit behaftet ist. Deswegen belassen wir die Ein-

stufung des Prognoserisikos mit fünf von sechs möglichen Punkten unverändert.

Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,6%	4,20	3,76	3,41	3,14	2,91
6,1%	3,63	3,30	3,03	2,81	2,63
6,6%	3,19	2,94	2,72	2,55	2,40
7,1%	2,84	2,64	2,46	2,32	2,19
7,6%	2,55	2,39	2,24	2,12	2,02

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,6 und 7,6 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 2,02 und 4,20 Euro je Aktie.

Fazit

Nach dem sehr schwierigen Corona-Jahr 2020 verzeichnet PANTAFLIX im bisherigen Jahresverlauf 2021 wieder eine deutlich höhere Geschäftsdynamik. Dank der wieder relativ normal ablaufenden Dreharbeiten und der ungebrochen starken Nachfrage nach Film- und Serienproduktionen konnte der Umsatz im ersten Halbjahr mit 22,7 Mio. Euro nicht nur gegenüber dem sehr schwachen Vergleichswert aus 2020 vervielfacht werden, sondern es wurde auch der mit Abstand beste Halbjahreswert der Unternehmensgeschichte erzielt.

Auch das Ergebnis wurde deutlich verbessert, blieb aber mit -2,1 Mio. Euro (EBIT) noch klar im Minus. Das dürfte auch noch im Gesamtjahr der Fall sein, für das PANTAFLIX bei einem Umsatz von mehr als 30 Mio. Euro ein EBIT zwischen -2,5 Mio. Euro und einem Breakeven-Wert anstrebt.

Angesichts der starken Umsatzdynamik halten wir diese Ergebnisentwicklung für enttäuschend und se-

hen sie als Ausdruck des noch bestehenden Optimierungsbedarfs bezüglich der Kostenstrukturen. Eine wichtige Verbesserung wäre der Breakeven im VoD-Geschäft, den PANTAFLIX auf der Grundlage der nach eigener Aussage sehr zufriedenstellenden Entwicklung des B2B-Konzepts für 2022 anstrebt.

Auch wir gehen in unseren Schätzungen davon aus, dass dies gelingt, und dass PANTAFLIX im nächsten Jahr zum ersten Mal seit 2017 ein positives EBIT ausweisen wird. Gegenüber unseren bisherigen Schätzungen haben wir aber unsere Margenerwartungen aus Vorsicht deutlich reduziert, weswegen sich auch der von uns ermittelte faire Wert auf 2,70 Euro je Aktie ermäßigt hat. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir aber weiter ein sehr hohes Potenzial. Allerdings sind unsere Schätzungen auch weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet, weswegen wir auch die Risikokomponente betonen und als Urteil „Speculative Buy“ bestätigen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	19,9	15,7	14,3	12,8	13,2	13,7	14,1	14,6	15,1
1. Immat. VG	19,8	15,5	14,0	12,3	12,6	12,9	13,3	13,6	13,9
2. Sachanlagen	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2
II. UV Summe	25,6	13,6	15,4	17,9	18,2	19,7	20,9	21,8	22,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	6,7	8,4	10,7	13,5	16,2	18,1	19,7	20,9	22,3
II. Rückstellungen	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	2,0	1,6	1,1	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
2. Kurzfristiges FK	36,5	19,0	17,4	15,8	14,3	14,3	14,4	14,4	14,5
BILANZSUMME	45,7	29,4	29,8	30,7	31,5	33,4	35,1	36,5	38,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	7,8	33,8	37,2	40,9	44,6	48,1	51,5	54,6	57,3
Gesamtleistung	22,8	24,4	39,2	43,0	46,8	50,5	54,0	57,1	59,9
EBITDA	-5,4	10,4	11,8	13,3	14,7	16,1	17,5	18,7	19,7
EBIT	-7,1	-0,3	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,4
EBT	-7,2	-0,3	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-7,1	-0,3	2,3	2,8	3,4	3,8	4,3	4,7	5,1
JÜ	-7,1	-0,3	2,3	2,8	3,4	3,8	4,3	4,7	5,1
EPS	-0,42	-0,02	0,13	0,15	0,18	0,21	0,23	0,25	0,27

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	9,0	10,1	10,8	12,2	13,5	14,9	16,1	17,3	18,3
CF aus Investition	-16,0	-6,5	-7,9	-8,7	-11,7	-12,6	-13,4	-14,2	-14,9
CF Finanzierung	3,7	0,0	-2,0	-2,0	-2,7	-2,0	-2,7	-3,4	-3,8
Liquidität Jahresanfa.	4,6	1,3	4,8	5,7	7,2	6,3	6,7	6,7	6,4
Liquidität Jahresende	1,3	4,8	5,7	7,2	6,3	6,7	6,7	6,4	6,0

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-72,8%	332,1%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%
EBITDA-Marge	-69,2%	30,8%	31,8%	32,5%	33,0%	33,5%	33,9%	34,2%	34,4%
EBIT-Marge	-91,2%	-0,9%	6,6%	7,3%	7,9%	8,4%	8,8%	9,1%	9,4%
EBT-Marge	-91,5%	-1,0%	6,6%	7,3%	7,9%	8,4%	8,8%	9,1%	9,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-90,8%	-1,0%	6,3%	7,0%	7,5%	8,0%	8,4%	8,7%	8,9%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 26.10.2021 um 15:15 Uhr fertiggestellt und am 26.10.2021 um 16:15 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
20.01.2021	Speculative Buy	2,90 Euro	1), 3), 4)
25.06.2020	Speculative Buy	3,30 Euro	1), 3), 4)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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