

Pantaflix

Reuters: PALG.DE

Bloomberg: PAL GY

Deutliche Gewinnwarnung

Gestern Nacht hat Pantaflix eine Gewinnwarnung ausgesprochen. Aufgrund von Verzögerungen bei der Abnahme zweier Filme rechnet der Vorstand bei unverändert steigenden Erlösen nunmehr mit einem operativen Verlust von EUR -7 bis -9 Mio., was deutlich unter dem durch Einmaleffekte aus dem Abschluss von Kooperations- und Vermittlungsverträgen verzerrten Vorjahreswert liegt. Ursächlich für die starke Verschlechterung der Ertragslage sind nach unserer Einschätzung der im Zuge des Video-on-Demand-Einstiegs notwendige Personalaufbau sowie deutlich steigende Marketing- und Entwicklungsaufwendungen. Da diese aus unserer Sicht auch in den kommenden Jahren die Ertragslage belasten werden, nehmen wir auch unsere EBIT-Prognosen für die Folgejahre zurück und ermitteln aus unserem DCF-Entity-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 0,90 (bislang: EUR 3,10) je Aktie (jeweils bereinigt um den Aktiensplit). Angesichts eines von uns erwarteten Kursrückgangs von -70,1% bestätigen wir unser Sell-Rating für die Aktien der Pantaflix AG.

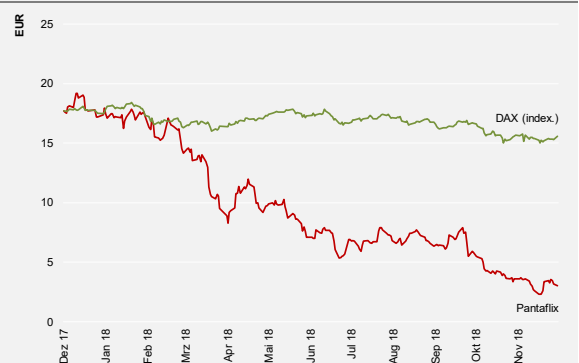
Deutliche Gewinnwarnung

Pantaflix hat die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr aufgrund einer zeitlichen Verzögerung bei der Abnahme zweier bereits hergestellter Filme stark nach unten genommen. Zwar geht der Vorstand von einem zweistelligen prozentualen Umsatzanstieg aus, nimmt jedoch die Prognose für das operative Ergebnis auf eine Bandbreite zwischen EUR -7 und -9 Mio. zurück. Vergleichbare Größenordnungen werden auch beim Ergebnis nach Steuern erwartet. Bemerkenswert an dieser Entwicklung ist nach u. E., dass aus dem zukünftigen Hauptstandbein des Unternehmens, den Streaming-Erlösen aus dem Video-on-Demand- (VOD-) Segment, unverändert nur geringfügige Wertbeiträge erwartet werden können.

Wie bereits wiederholt angemerkt, stellt die Filmproduktion auf eigene Rechnung ohne umfangreiche Vorabverkäufe nach u. E. ein hochriskantes Geschäftsmodell dar. Trotz des Versuchs vieler Filmproduzenten, Finanzierungslücken durch Vorverkäufe (Presales) der Filmrechte an Teilhaber der Verwertungskette wie regionale Film- oder Videoverleiher, Pay-TV- und Free-TV-Sender sowie Koproduktionspartner zu schließen, sind Insolvenzen von Filmproduzenten eher die Regel als die Ausnahme. Auch unter den kapitalstärksten börsennotierten deutschen Filmproduzenten mussten in den vergangenen 20 Jahren zahlreiche Unternehmen Insolvenz anmelden, darunter Helkon (2002), Senator Entertainment (2004) oder Inter-tainment (2006).

Rating: Sell **Risiko:** Sehr hoch
Kurs: EUR 3,01
Kursziel: EUR 0,90 (bislang: EUR 3,10)

WKN/ISIN: DE000A12UPJ7/A12UPJ				
Indizes: -				
Transparenzlevel: Scale				
Gewichtete Anzahl Aktien: 13,976 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 42,1 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: ~50.000 Stück				
Geschäftsbericht 2018: Vorauss. Juni 2019				
EUR Mio. (31.12.)	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	28,1	31,7	29,8	32,3
EBITDA	17,5	7,6	7,6	8,9
EBIT	2,2	-5,9	-3,6	-1,9
EBT	2,2	-5,9	-3,6	-1,9
EAT	-0,4	-4,1	-2,5	-1,3
% der Umsätze	2017	2018e	2019e	2020e
EBITDA	62,5%	23,9%	25,6%	27,6%
EBIT	7,9%	-18,7%	-12,2%	-5,9%
EBT	7,9%	-18,6%	-12,1%	-5,9%
EAT	-1,4%	-12,9%	-8,4%	-4,1%
Je Aktie (EUR)	2017	2018e	2019e	2020e
EPS	-0,03	-0,29	-0,17	-0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,87	1,58	1,40	1,30
Cashflow	0,75	0,09	0,52	0,52
%	2017	2018e	2019e	2020e
EK-Quote	56,7%	55,7%	49,9%	41,2%
Gearing	-47%	2%	19%	40%
x	2017	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	8,19	1,34	1,54	1,53
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	9,2	1,9	2,2	2,3
EUR Mio.	2018e	2019e	2020e	
Guidance: Umsatz	>10%	-	-	
Guidance: EBIT	-7 bis -9	-	-	



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA
 +49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553
 peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Beendigung der You Are Wanted-Serie

Weiterer schwerer Schlag gegen Pantaflix

Nach wie vor unkommentiert seitens des Unternehmens sind Meldungen des Branchendienstes DWDL, wonach Amazon Prime das Aus für die von Pantaleon Films produzierte Serie „You Are Wanted“ (YAW) angekündigt hat. Nachdem YAW nach Angaben von Pantaflix die am häufigsten gestreamte Serie des deutschsprachigen Video-Streamingdienstes von Amazon war, ist die Ankündigung Amazons eine Überraschung. Als wahrscheinliche Ursache sehen wir, dass Pantaflix die Qualitätsansprüche von Amazon in einem Umfeld, in dem immer mehr hochklassig produzierte und inhaltlich anspruchsvolle Serien auf den Markt kommen, nicht länger erfüllen konnte.

Wir nehmen unser Zwölfmonats-Kursziel auf EUR 0,90 je Aktie zurück

Nach Bekanntgabe der Gewinnwarnung haben wir unser dreistufiges DCF-Modell überarbeitet. Der unter Berücksichtigung unserer neuen Finanzprognose abgeleitete Enterprise Value liegt nunmehr bei EUR 0,9 Mio. Von erheblicher Bedeutung sind die während der Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows, die sich nach unserer Einschätzung auf EUR -16,8 Mio. summieren. Diese werden nur noch knapp von den während der darauf folgenden Grobplanungsphase erzielten freien Cashflows in Höhe von EUR 7,5 Mio. sowie dem Barwert des Terminal Values von EUR 10,2 Mio. übertroffen.

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

Nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition EUR -12,2 Mio. (per Ende 2017) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 13,1 Mio. Bei 13,976 Mio. Aktien (nach Berücksichtigung der Effekte aus dem Aktiensplit) entspricht dies einem Wert von EUR 0,90 je Aktie.

TABELLE 1: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

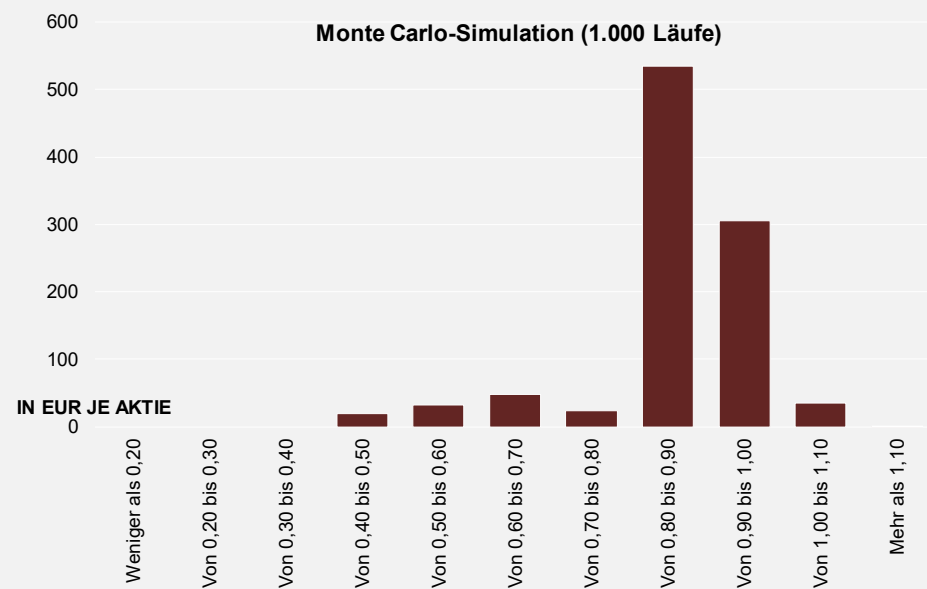
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	6,3%
Terminal Cost of capital	%	5,6%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	10,2
in % des Enterprise Value	%	1105,2%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-16,8
in % des Enterprise Value	%	-1820,7%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	7,5
in % des Enterprise Value	%	815,6%
Enterprise Value	EUR Mio.	0,9
Finanzschulden	EUR Mio.	-4,9
Excess Cash	EUR Mio.	17,1
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	13,1
Anzahl Aktien (post-KE)	Mio.	14,0
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	0,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 1 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 4,2 Mio. bzw. über EUR 14,0 Mio. bzw. von unter EUR 0,30 und über EUR 1,00 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

ABBILDUNG 1: MONTE CARLO-SIMULATION (1.000 LÄUFE)



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

Zu sehen ist ein linkssteiles-rechtsschiefes Histogramm mit einem Modus zwischen EUR 0,80 und EUR 0,90 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bestätigung unseres Buy-Ratings

Vor dem Hintergrund der massiven Underperformance der Pantaflix-Aktie (-83,0% YoY) gegenüber dem DAX (-12,2% YoY) und des von uns erwarteten weiteren Kursrückgangs von -70,1% bestätigen wir unser Sell-Rating für die Aktien der Pantaflix AG.

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 0,90 je Aktie wären die Aktien von Pantaflix mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 2: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER PANTAFLIX-AKTIE

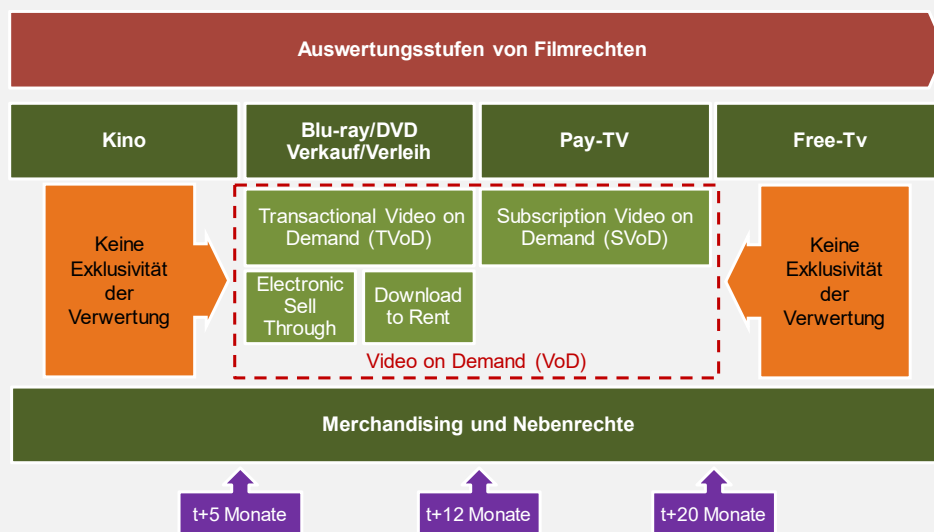
		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel von EUR 0,90		
		2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	x	1,3x	1,5x	1,5x	0,4x	0,5x	0,6x
EV/EBITDA	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	x	1,9x	2,2x	2,3x	0,6x	0,6x	0,7x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Upside-Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Upside-Risiken: **(1)** Deutlich höherer Anteil an höhermargigen B- und C-Movies im Streaming-Bereich durch forcierte Ansprache der 250 Mio. Expatriates; **(2)** Produktion von Spielfilmen und TV-Serien mit Blockbuster-Potenzial; **(3)** niedrigere als von uns erwartete Costs per Click im Streaming von Blockbustern; **(4)** weitere nicht-exklusive Vertragsabschlüsse mit Content-Lieferanten; **(5)** mögliche Übernahme des Unternehmens.

ABBILDUNG 2: IDEALTYPISCHE VERWERTUNG VON FILMRECHTEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Ein Vertriebsmodell, das „Entertainment neu definieren“ will

Pantaflix hat sich zum Ziel gesetzt, der global führende transaktionsbedingte Video-On-Demand-Dienst der Filmbranche zu werden. Im Gegensatz zum abonnentenbasierten Geschäftsmodell von Netflix muss beim transaktionsbasierten Geschäftsmodell von Pantaflix jeder einzelne Film-Download separat vergütet werden. Damit muss ein Nutzer, damit er einen Film von der Pantaflix-Website herunterladen kann, auch Kenntnis von deren Existenz haben. Da Pantaflix nach eigenem Anspruch weltweit 250 Mio. Expatriates ansprechen will, ist hierfür nach unserer Einschätzung ein global ausgerichtetes Marketing-Budget erforderlich.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e*	2019e	2020e	2021e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	13,7	15,1	28,1	31,7	29,8	32,3	35,4
YoY	%	1882,6%	10,6%	85,4%	12,8%	-5,7%	8,2%	9,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	6,6	1,4	2,4	0,7	0,7	0,7	0,8
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	10,8	1,2	1,2	1,3	1,5
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	20,3	16,5	41,5	33,6	31,8	34,4	37,7
YoY	%	2846,3%	-18,9%	151,6%	-19,1%	-5,4%	8,2%	9,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,2	-3,6	-15,0	-13,4	-12,6	-13,8	-15,3
in % der Gesamtleistung	%	-45,4%	-22,0%	-36,2%	-39,8%	-39,8%	-40,2%	-40,6%
Rohhertrag	EUR Mio.	11,1	12,9	26,5	20,2	19,1	20,6	22,4
YoY	%	1508,9%	15,9%	105,7%	-23,7%	-5,3%	7,5%	8,9%
in % der Gesamtleistung	%	54,6%	78,0%	63,8%	60,2%	60,2%	59,8%	59,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-2,0	-3,5	-5,8	-5,4	-5,4	-5,4
in % der Bruttoerlöse	%	-6,0%	-13,1%	-12,3%	-18,5%	-18,1%	-16,7%	-15,2%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,5	-1,7	-5,5	-6,8	-6,1	-6,3	-6,5
in % der Bruttoerlöse	%	-10,8%	-11,5%	-19,5%	-21,4%	-20,4%	-19,4%	-18,4%
EBITDA	EUR Mio.	8,8	9,2	17,5	7,6	7,6	8,9	10,5
in % der Bruttoerlöse	%	64,4%	60,5%	62,5%	23,9%	25,6%	27,6%	29,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-9,4	-10,9	-15,3	-13,5	-11,3	-10,8	-10,3
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-1,7	2,2	-5,9	-3,6	-1,9	0,2
YoY	%	-178,3%	220,5%	-227,5%	-367,6%	-38,5%	-47,5%	-110,7%
YoY	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Bruttoerlöse	%	-4,0%	-11,4%	7,9%	-18,7%	-12,2%	-5,9%	0,6%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-0,4	-1,6	2,2	-5,9	-3,6	-1,9	0,2
in % der Bruttoerlöse	%	-3,2%	-10,8%	7,9%	-18,6%	-12,1%	-5,9%	0,6%
Steuern	EUR Mio.	0,1	-0,1	-2,6	1,8	1,1	0,6	-0,1
in % des EBT	%	-11,9%	3,6%	-118,2%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-4,1	-2,5	-1,3	0,1
in % der Bruttoerlöse	%	-2,8%	-11,1%	-1,4%	-12,9%	-8,4%	-4,1%	0,4%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Anzahl der Aktien	Mio.	12,1	12,1	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
EPS	EUR	-0,03	-0,14	-0,03	-0,29	-0,17	-0,09	0,02

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,1	7,6	4,5	5,0	4,4	4,5	4,5
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,0	7,5	4,4	4,8	4,2	4,3	4,3
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	12,4	10,4	41,4	34,6	34,7	39,7	43,4
Vorräte	EUR Mio.	0,9	0,0	10,8	12,0	13,2	14,5	16,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,4	4,6	12,6	14,6	14,0	15,4	17,3
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	3,1	3,3	0,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,6	0,5	0,7	0,8	1,1	1,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	4,8	1,8	17,1	4,1	3,3	5,4	5,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	13,5	18,1	46,0	39,7	39,2	44,3	48,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Eigenkapital	EUR Mio.	4,8	3,1	26,1	22,1	19,6	18,3	18,4
Grundkapital	EUR Mio.	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kapitalrücklage	EUR Mio.	5,9	5,9	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-2,2	-3,9	-4,3	-8,4	-10,9	-12,3	-12,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,7	14,8	16,9	17,6	19,6	26,1	29,6
Bankschulden	EUR Mio.	3,0	5,8	4,9	4,4	7,1	12,7	15,3
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,2	0,8	9,3	10,4	9,7	10,4	11,3
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	8,2	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	13,5	18,1	46,0	39,7	39,2	44,3	48,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Langfristiges Vermögen	%	8,0%	42,1%	9,9%	12,6%	11,3%	10,2%	9,4%
Immaterielles Vermögen	%	7,7%	41,4%	9,5%	12,1%	10,7%	9,6%	8,9%
Sachanlagevermögen	%	0,3%	0,6%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,6%
Beteiligungen	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	91,8%	57,6%	90,0%	87,2%	88,4%	89,6%	90,3%
Vorräte	%	6,7%	0,0%	23,4%	30,3%	33,7%	32,7%	33,3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	25,1%	25,6%	27,5%	36,7%	35,7%	34,8%	36,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	23,1%	18,4%	0,7%	8,3%	8,4%	7,4%	6,9%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	1,1%	3,6%	1,2%	1,7%	2,1%	2,4%	2,7%
Liquide Mittel	%	35,7%	10,1%	37,2%	10,2%	8,5%	12,2%	11,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Eigenkapital	%	35,3%	17,0%	56,7%	55,7%	49,9%	41,2%	38,3%
Grundkapital	%	8,2%	6,1%	2,8%	3,2%	3,2%	2,9%	2,6%
Kapitalrücklage	%	43,8%	32,6%	63,4%	73,6%	74,5%	65,9%	60,8%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-16,6%	-21,7%	-9,3%	-21,1%	-27,9%	-27,8%	-25,5%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,4%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	%	0,0%	0,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,4%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	64,3%	82,1%	36,7%	44,3%	50,1%	58,8%	61,7%
Bankschulden	%	22,6%	31,9%	10,7%	11,2%	18,1%	28,7%	31,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	1,7%	4,7%	20,3%	26,3%	24,8%	23,5%	23,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	40,0%	45,5%	5,8%	6,9%	7,2%	6,5%	6,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-4,1	-2,5	-1,3	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	9,4	10,9	15,3	13,5	11,3	10,8	10,3
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-0,9	0,9	-10,8	-1,2	-1,2	-1,3	-1,5
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-3,4	-1,2	-8,0	-1,9	0,6	-1,5	-1,8
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-3,3	-0,7	3,1	-3,1	-0,2	-0,2	-0,3
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,2	0,6	8,5	1,1	-0,7	0,7	0,9
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	9,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	10,7	11,6	10,5	1,3	7,3	7,2	7,8
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-1,0	-6,4	3,1	-0,4	0,6	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-9,4	-11,0	-15,4	-13,5	-11,3	-10,8	-10,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-10,3	-17,3	-12,3	-13,9	-10,7	-10,9	-10,3
Free Cashflow	EUR Mio.	0,4	-5,7	-1,7	-12,7	-3,5	-3,7	-2,5
Δ Grundkapital	EUR Mio.	1,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	5,9	0,0	23,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	3,0	2,7	-0,8	-0,5	2,7	5,7	2,5
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,4	2,8	-5,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-16,9	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,5	2,7	17,0	-0,4	2,7	5,7	2,6
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-1,1	-3,0	15,3	-13,0	-0,7	2,1	0,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	5,9	4,8	1,8	17,1	4,1	3,3	5,4
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	4,8	1,8	17,1	4,1	3,3	5,4	5,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	13,7	15,1	28,1	31,7	29,8	32,3	35,4
Rohertrag	EUR Mio.	11,1	12,9	26,5	20,2	19,1	20,6	22,4
EBITDA	EUR Mio.	8,8	9,2	17,5	7,6	7,6	8,9	10,5
EBIT	EUR Mio.	-0,5	-1,7	2,2	-5,9	-3,6	-1,9	0,2
EBT	EUR Mio.	-0,4	-1,6	2,2	-5,9	-3,6	-1,9	0,2
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,4	-1,7	-0,4	-4,1	-2,5	-1,3	0,1
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	6,73	7,87	19,20	17,95			
Kurs Tief	EUR	3,50	2,73	6,82	2,32			
Kurs Durchschnitt	EUR	4,47	4,71	11,51	9,10			
Kurs Schlusskurs	EUR	5,43	7,55	17,19	3,01	3,01	3,01	3,01
EPS	EUR	-0,03	-0,14	-0,03	-0,29	-0,17	-0,09	0,02
BVPS	EUR	0,39	0,25	1,87	1,58	1,40	1,30	1,31
CFPS	EUR	0,88	0,96	0,75	0,09	0,52	0,52	0,56
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							0,90
Performance bis Kursziel	%							-70,1%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	64,4%	60,5%	62,5%	23,9%	25,6%	27,6%	29,6%
EBIT-Marge	%	-4,0%	-11,4%	7,9%	-18,7%	-12,2%	-5,9%	0,6%
EBT-Marge	%	-3,2%	-10,8%	7,9%	-18,6%	-12,1%	-5,9%	0,6%
Netto-Marge	%	-2,8%	-11,1%	-1,4%	-12,9%	-8,4%	-4,1%	0,4%
FCF-Marge	%	3,1%	-37,7%	-6,2%	-40,0%	-11,6%	-11,4%	-7,2%
ROE	%	-8,1%	-54,8%	-1,5%	-18,4%	-12,8%	-7,2%	0,8%
NWC/Umsatz	%	36,5%	37,7%	81,9%	102,2%	117,3%	116,6%	118,1%
Capex/Umsatz	%	68,6%	72,5%	54,9%	42,7%	37,9%	33,6%	29,1%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	1882,6%	10,6%	85,4%	12,8%	-5,7%	8,2%	9,7%
Rohertrag	%	1508,9%	15,9%	105,7%	-23,7%	-5,3%	7,5%	8,9%
EBITDA	%	n/a	3,9%	91,5%	-56,8%	0,9%	16,6%	17,6%
EBIT	%	n/a	220,5%	n/a	n/a	-38,5%	-47,5%	n/a
EBT	%	n/a	273,9%	n/a	n/a	-38,6%	-47,6%	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	339,7%	-76,1%	907,9%	-38,6%	-47,6%	n/a
EPS	%	n/a	336,8%	-81,7%	n/a	-39,2%	-49,1%	n/a
CFPS	%	n/a	8,4%	-21,5%	-87,8%	467,3%	-0,7%	7,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,1	7,6	4,5	5,0	4,4	4,5	4,5
Umlaufvermögen	EUR Mio.	12,4	10,5	41,5	34,7	34,8	39,8	43,5
Eigenkapital	EUR Mio.	4,8	3,1	26,1	22,1	19,6	18,3	18,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,7	15,0	19,9	17,6	19,6	26,1	29,6
EK-Quote	%	35,3%	17,0%	56,7%	55,7%	49,9%	41,2%	38,3%
Gearing	%	-37,1%	127,8%	-46,7%	1,6%	19,1%	40,1%	53,1%
Working Capital	EUR Mio.	4,1	3,8	14,1	16,1	17,5	19,5	21,9
Capital Employed	EUR Mio.	4,1	4,9	21,7	20,7	22,4	24,0	26,4
Asset Turnover	x	1,0	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	12.100	12.100	13.976	13.976	13.976	13.976	13.976
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	81,5	95,2	268,3	250,9			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	42,4	33,0	95,4	32,4			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	54,0	57,0	160,9	127,2			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	65,7	91,3	240,3	42,1	42,1	42,1	42,1
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1,8	3,9	-12,2	0,4	3,7	7,3	9,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	79,7	99,1	257,8	251,2			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	40,6	36,9	84,9	32,7			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	52,3	60,9	150,4	127,5			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	63,9	95,2	229,8	42,4	45,8	49,5	52,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	5,83	6,55	9,19	7,94	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,97	2,44	3,03	1,03	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	3,82	4,03	5,36	4,03	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	4,67	6,29	8,19	1,34	1,54	1,53	1,47
EV/EBITDA Hoch	x	9,0	10,8	14,7	33,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	4,6	4,0	4,8	4,3	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	5,9	6,7	8,6	16,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,3	10,4	13,1	5,6	6,0	5,6	5,0
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	104,0	n/a	n/a	n/a	254,1
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	190,0
KBV Schlusskurs	x	13,8	29,6	9,2	1,9	2,2	2,3	2,3
KCF Durchschnitt	x	5,0	4,9	15,3	99,3	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	0,6%	-6,3%	-0,7%	-30,1%	-8,2%	-8,7%	-6,0%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal year
Umsatz	EUR Mio.	31,7	29,8	32,3	35,4	38,0	39,8	41,0	41,7	42,2	42,5	42,8	43,1	43,3	43,6	43,8
YoY	%	12,8%	-5,7%	8,2%	9,7%	7,1%	4,8%	3,0%	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	-5,9	-3,6	-1,9	0,2	0,6	1,0	1,5	1,9	2,4	2,8	3,2	3,7	4,1	4,6	4,4
EBIT-Marge	%	-18,7%	-12,2%	-5,9%	0,6%	1,6%	2,6%	3,6%	4,6%	5,6%	6,6%	7,6%	8,6%	9,6%	10,6%	10,0%
Steuern	EUR Mio.	1,8	1,1	0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,4
Steuerquote (τ)	%	30,9%	30,9%	30,8%	32,5%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	-4,1	-2,5	-1,3	0,1	0,4	0,7	1,0	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5	2,9	3,2	3,0
Reinvestment	EUR Mio.	-2,5	-0,8	-2,1	-2,4	-1,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
FCFF	EUR Mio.	-6,6	-3,3	-3,5	-2,3	-0,7	0,1	0,7	1,1	1,5	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	2,7
WACC	%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	106,7%	113,8%	121,4%	129,1%	73,0%	68,6%	64,5%	60,7%	57,1%	53,9%	50,8%	48,0%	45,4%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	-6,6	-3,5	-3,9	-2,8	-0,9	0,1	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	6,3%														
Terminal Cost of capital	%	5,6%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	10,2														
in % des Enterprise Value	%	1105,2%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	-16,8														
in % des Enterprise Value	%	-1820,7%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	7,5														
in % des Enterprise Value	%	815,6%														
Enterprise Value	EUR Mio.	0,9														
Finanzschulden	EUR Mio.	-4,9														
Excess Cash	EUR Mio.	17,1														
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	13,1														
Anzahl Aktien	Mio.	14,0														
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	0,90														

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ☞ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ☞ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ☞ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ☞ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ☞ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ☞ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ☞ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate, adjustiert um Aktiensplit):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
04.12.2018/14:27Uhr	EUR 0,90/EUR 2,08	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1
28.09.2018/08:10Uhr	EUR 3,10/EUR 6,76	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1
19.03.2018/11:15 Uhr	EUR 4,20/EUR 13,64	Sell, Gültigkeit 12 Monate	1, 2

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:
Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der Studien

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 04.12.2018 um 13:25 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 2,09.