

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 2,00 Euro

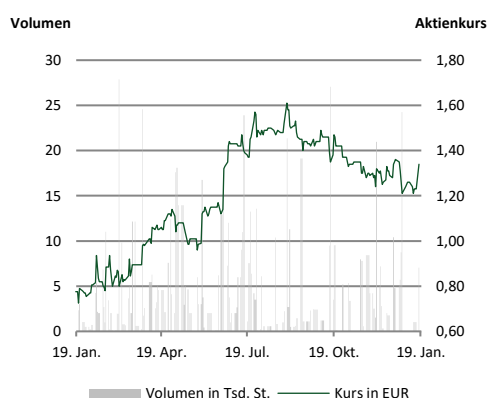
Kurspotenzial: +49 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,34 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	9,79
Marktkap. (in Mio. Euro)	13,1
Enterprise Value (in Mio. Euro)	15,0
Ticker	SPM
ISIN	DE0007279507

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	1,87
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,73
3 M relativ zum CDAX	-6,3%
6 M relativ zum CDAX	-7,5%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Andreas R. Klein	53,2%
Josef Siepe	10,1%
Familie Klein Beteiligungs GbR	6,1%
Streubesitz	30,6%

Termine

GB 2021	vsl. März 2022
H1 Bericht	vsl. August 2022

Prognoseanpassung

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	44,4	44,0	48,2
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	2,9	2,3	3,4
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,15	0,11	0,21
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Comment 20. Januar 2022

Drehbuch für eine ertragreiche Zukunft ist geschrieben

Splendid ist als **mittelständisch geprägter Medienkonzern** im Bereich der Vermarktung von Bewegtbildmaterial entlang der gesamten Wertschöpfungskette vom Kino über Streaming-Plattformen und Blu-rays/DVDs bis zum Fernsehen aktiv. Zusätzlich zur Vermarktung bietet das Unternehmen auch Digitalisierungs- und Synchronisations-Dienstleistungen an und produziert selbst Filme sowie Serien.

Durch dieses breite Dienstleistungsspektrum partizipiert Splendid an der Entwicklung unterschiedlicher Teilmärkte innerhalb der Bewegtbildbranche. Dabei stehen u.E. einem spürbar rückläufigen Markt im Bereich des physischen Geschäfts mit Blu-rays/DVDs sowie einem eher stagnierenden Kinomarkt deutliche **Wachstumsraten im digitalen Vertrieb (VoD) und Produktionsgeschäft** gegenüber. Bedingt durch die attraktiven Steigerungsraten im Digitalbereich (VoD-CAGR 2020-2025e: +9,7%) ist hier in den letzten Jahren auch das Wettbewerbsumfeld erheblich kompetitiver geworden. Splendid kann sich dabei u.E. jedoch durch die **langjährige Erfahrung und gute Reputation** in der Filmwirtschaft sowie das **diversifizierte Dienstleistungsspektrum** über alle Auswertungsstufen abgrenzen.

Durch ebendiese Wettbewerbsvorteile ist es dem Unternehmen in den letzten Jahren gelungen, mit der herausfordernden **Transitionsphase hin zu einer zunehmenden Digitalisierung der Produktions- und Vermarktungsprozesse** Schritt zu halten. So übertrafen in H1/21 erstmalig in der Unternehmensgeschichte die Erlöse aus dem Digitalgeschäft (Streaming/VoD) die des physischen Vertriebs (Blu-ray/DVD). Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen und das Unternehmen in den nächsten Jahren zudem von weiteren **Vertriebsereignissen im (White-Label) B2B-Streaming** sowie einer **steigenden Nachfrage im Produktionsgeschäft** profitieren wird (u.a. „Originals“-Produktionen für die großen Streaming-Anbieter sowie Doku-Soaps).

Durch Bekanntgabe der H1-Zahlen (Umsatz: +1,3% yoy; EBIT: +301,2% yoy) sowie die Anhebung der Jahresziele hat Splendid u.E. bereits gezeigt, dass das Unternehmen nun beginnt, die **Früchte der strategischen Veränderungen der letzten Jahre zu ernten**. In den nächsten Quartalen dürfte sich dieser Trend manifestieren, sodass Splendid mit geringer werdenden Einflüssen durch die Corona-Pandemie und gleichzeitig sukzessive verstärkten Investitionen in neuen Content ab 2023 sowohl auf Umsatz- als auch Ergebnisebene deutlich wachsen dürfte. Wenngleich ein Teil des Turnarounds bereits durch die starke Kursentwicklung der letzten Monate (1Y: +72,9%) erkannt wurde, notiert die Aktie aktuell mit einem für 2023 erwartetem **KGV von 6,1x bzw. einem EV/EBIT-Multiple i.H.v. 4,4x auf einem nach wie vor attraktiven Niveau**.

Fazit: Für Splendid dürfte sich der Gegenwind der letzten Jahre nun zunehmend in Rückenwind wandeln, was sukzessive in den Finanzkennzahlen sowie damit einhergehend auch in der Aktienkursentwicklung deutlich werden sollte. Wir nehmen die Aktie mit dem Rating „Kaufen“ und einem DCF-basierten Kursziel von 2,00 Euro in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	50,0	43,5	44,4	44,0	48,2
Veränderung yoy	-3,3%	-12,9%	1,9%	-0,9%	9,7%
EBITDA	14,6	14,9	15,2	14,5	16,7
EBIT	-10,4	1,6	2,9	2,3	3,4
Jahresüberschuss	-16,0	-0,2	1,4	1,1	2,0
Bruttomarge	12,0%	34,0%	32,0%	31,6%	32,9%
EBITDA-Marge	29,2%	34,2%	34,3%	32,9%	34,5%
EBIT-Marge	-20,9%	3,6%	6,6%	5,2%	7,1%
Net Debt	12,9	3,5	2,0	2,0	1,5
Net Debt/EBITDA	0,9	0,2	0,1	0,1	0,1
ROCE	-45,1%	14,3%	47,2%	34,2%	42,8%
EPS	-1,64	-0,02	0,15	0,11	0,21
FCF je Aktie	0,31	1,01	0,26	0,00	0,05
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBIT	n.m.	9,5	5,1	6,6	4,4
KGV	n.m.	n.m.	8,9	12,2	6,4
KBV	4,4	4,8	3,2	2,5	1,8

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 1,34

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Digitalisierung der Filmwirtschaft beeinflusst die gesamte Wertschöpfungskette	4
Hohe Expertise in der Filmwirtschaft als Wettbewerbsvorteil	8
Zunehmende Fokussierung auf digitale Produkte zahlt sich aus	9
Rückkehr zum EBIT-Margenniveau von >7% visibel	12
Fortschritte der angepassten Strategie spiegeln sich auch im Aktienkurs wider	14
Chancen des Turnarounds sind in Bewertung noch nicht angemessen reflektiert	15
Fazit: Begonnener Aufwärtstrend dürfte sich sukzessive fortsetzen	15
SWOT	16
Stärken	16
Schwächen	16
Chancen	16
Risiken	17
Bewertung	18
DCF-Modell	18
Unternehmenshintergrund	20
Organisationsstruktur	20
Key Facts	20
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	21
Segmentbetrachtung	21
Regionen	25
Management	25
Aktionärsstruktur	26
Anhang	27
Disclaimer	31

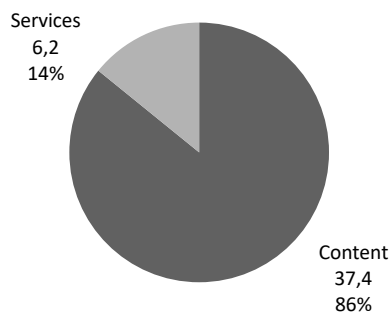
INVESTMENT CASE

Die Splendid Medien AG ist ein mittelständischer Medienkonzern, dessen Geschäftsmodell von der Vermarktung von Filmen und Unterhaltungsprogrammen im Kino, auf Streaming-Plattformen, auf Blu-ray/DVD sowie im Fernsehen geprägt ist. Aktuell umfasst die Filmbibliothek etwa 1.600 Titel aus diversen Genres. Neben der Vermarktung bietet Splendid auch Dienstleistungen im Bereich der Digitalisierung und Synchronisation für die Film- und Fernsehindustrie an und produziert selbst Filme sowie Serien. Das operative Geschäft gliedert sich in die Segmente Content und Services:

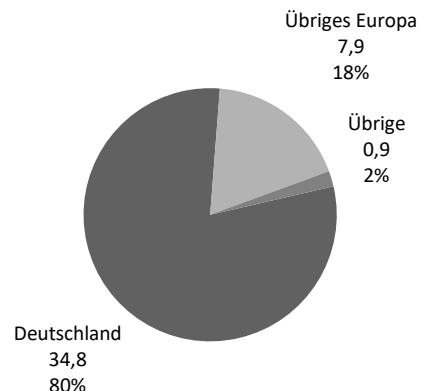
- Das Segment **Content** beinhaltet den Erwerb von Lizenzrechten an Spielfilmen, Serien, Dokumentationen sowie weiteren Unterhaltungsprogrammen aus verschiedenen Genres. Üblicherweise erwirbt Splendid die Lizenzrechte für Spielfilme für einen Zeitraum von 15 bis 20 Jahren. Für die übrigen Formate beträgt der Lizenzzeitraum in der Regel nur 5 bis 7 Jahre. Die Vermarktung des Contents erfolgt entlang der gesamten Wertschöpfungskette beginnend mit dem Kino, gefolgt vom Home Entertainment (VoD und Blu-ray/DVD) sowie dem Pay-TV/SVoD und schließlich dem Free-TV. Zu den Kunden gehören neben den Kinos alle bekannten TV-Sender sowie VoD-Anbieter (u.a. Netflix und Amazon) im deutschsprachigen Raum sowie in Benelux. Zudem betreibt Splendid mit „Videociety“ sowie der jüngst von der ProSiebenSat.1-Tochtergesellschaft Joyn GmbH akquirierten „maxdome“-Plattform auch ein eigenes transaktionsbasiertes Streaming-Angebot (TVoD). Hierbei liegt der Fokus u.E. perspektivisch vor allem auf dem B2B-Bereich, wo das Unternehmen mit freenet sowie der Bauer Media Group bereits prominente Geschäftspartner gewinnen konnte. Darüber hinaus entwickelt und produziert Splendid auch selbst Filme und Serien im Auftrag von TV-Sendern (u.a. „Die Wollnys“ für RTLZWEI) sowie Streaming-Plattformen (u.a. „Misfit“ für Netflix). Im Geschäftsjahr 2020 erzielte Splendid in diesem Segment einen Umsatz i.H.v. 37,4 Mio. Euro, was 85,8% des Konzernerlöses ausmachte.
- Die **Service**-Gesellschaften von Splendid erstellen Synchronisationen, tontechnische Nachbearbeitungen sowie Digitalisierungsleistungen für die VoD-Vermarktung auf Streaming-Plattformen sowie für die Blu-ray-/DVD-Produktion. Neben der Anwendung dieser Dienstleistungen für selbst produzierte Filme und Serien gehören mittlerweile internationale Medienunternehmen wie Paramount, Warner Bros., DreamWorks Animation, BBC Studios, Discovery Channel, RTL Television oder die ProSiebenSat.1-Gruppe zu den Kunden. Mit zuletzt 6,2 Mio. Euro bzw. 14,2% der Erlöse ist dieses Segment deutlich kleiner.

Regional betrachtet entfällt mit einem Anteil von 79,8% bzw. 34,8 Mio. Euro der größte Umsatzanteil auf den Heimatmarkt Deutschland. Im übrigen Europa erzielt Splendid 18,2% bzw. 7,9 Mio. Euro. Die restlichen 2,0% bzw. 0,9 Mio. Euro verteilen sich weltweit.

Umsätze nach Segmenten 2020
(in Mio. Euro)



Umsätze nach Regionen 2020
(in Mio. Euro)



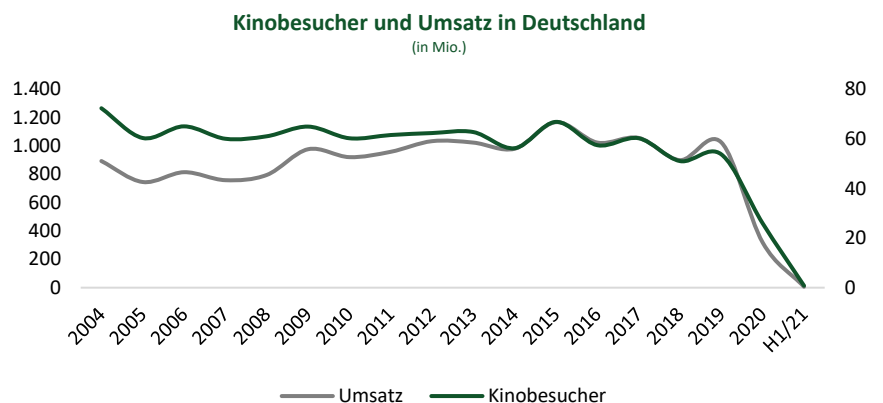
Quelle: Unternehmen

Digitalisierung der Filmwirtschaft beeinflusst die gesamte Wertschöpfungskette

Splendid vermarktet die erworbenen Inhalte entlang der gesamten Wertschöpfungskette, sodass für das Unternehmen sowohl die Entwicklung des Kinomarktes als auch die Home-Entertainment-Kanäle Video-on-Demand (VoD) und Blu-ray/DVD sowie die Bereiche Pay- und Free-TV von Bedeutung sind. Darüber hinaus ist das Unternehmen im Produktionsgeschäft aktiv. Um ein umfassendes Bild zu erhalten, beleuchten wir nachfolgend jedes Segment isoliert:

Kinomarkt dürfte sich nach Corona-Pandemie 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. In H2/21 sollte aufgrund der Lockerungen im öffentlichen Leben eine deutliche Besserung im Vergleich zum ersten Halbjahr eingetreten sein. So ging der Branchenverband HDF Kino von einer sukzessiven Normalisierung aus, die u.a. auch durch zuletzt verschobene Filmpremieren wie z.B. des neuen James Bond-Films unterstützt wird.



Quelle: Filmförderanstalt (FFA)

Da über die letzten 15 Jahre, trotz des Vormarschs der Streaming-Dienste, die Anzahl der Kinos sowie der Besucher 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 weiter 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. Diese Auswertungsstufe hat auch für Splendid im Rahmen der Wertschöpfungskette im Filmgeschäft eine gewisse Bedeutung. Allerdings spielt die erwartete Erholung des Kinomarktes ab 2022 für die Rückkehr auf den Wachstumspfad aufgrund des geringen Umsatzanteils (ca. 7%) nur eine untergeordnete Rolle.

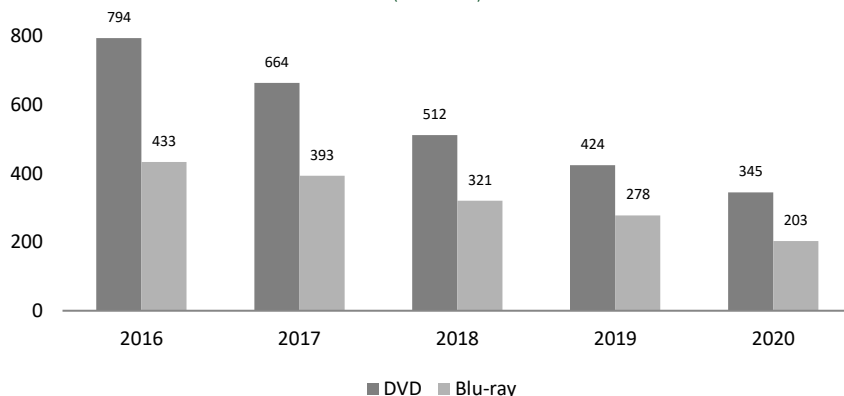
Die Gefahr der abnehmenden Exklusivität eines Films für die Kinos könnte Splendid indes durch die eigenen Aktivitäten im Streamingmarkt zumindest teilweise kompensieren.

VoD weist das höchste Wachstum digitaler Medien auf

Im Bereich des Home Entertainments fokussiert sich Splendid auf die digitale Vermarktung des lizenzierten Contents auf VoD-Plattformen sowie das physische Geschäft mit Blu-rays und DVDs. Seit einer Anpassung der Unternehmensstrategie im Jahr 2019 richtet das Unternehmen den Fokus stärker auf den digitalen Vertrieb, was mit Blick auf die zugrundeliegende Marktentwicklung u.E. auch eindeutig der richtige Schritt war.

So ist bei der Umsatzentwicklung des Blu-ray- und DVD-Verkaufs in Deutschland seit Jahren ein deutlich rückläufiger Trend zu erkennen. Laut einer Analyse der Spitzenorganisation der Filmwirtschaft ist der DVD-Umsatz von 794 Mio. Euro in 2016 auf nur noch 345 Mio. Euro in 2020 (CAGR: -18,8%) und der Blu-ray-Umsatz von 433 Mio. Euro auf 203 Mio. Euro (CAGR: -17,3%) signifikant gefallen.

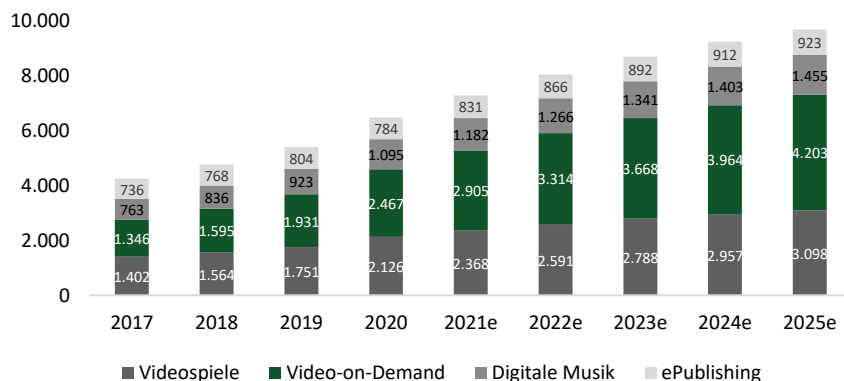
Umsatzentwicklung des und Blu-ray- und DVD-Markts in Deutschland
(in Mio. Euro)



Quelle: Spitzenorganisation der Filmwirtschaft, FFA, BVV, GfK

Grund für diesen Umsatzrückgang ist der sich verändernde Medienkonsum von Bewegtbildformaten, der maßgeblich vom massiven Wachstum digitaler Medien wie dem Streaming bzw. den VoD-Anbietern wie Netflix und Co. getrieben ist. So sind in Deutschland die Umsätze im VoD-Bereich komplett entgegengesetzt zur Erlösentwicklung der Blu-rays/DVDs in den letzten Jahren um durchschnittlich +22,4% p.a. auf 2.467 Mio. Euro in 2020 gewachsen. Bis 2025 soll sich gemäß des Statista Digital Market Outlook das Umsatzvolumen um weitere +70,4% auf 4.203 Mio. Euro spürbar steigern (CAGR 2021-2025e: +9,7%).

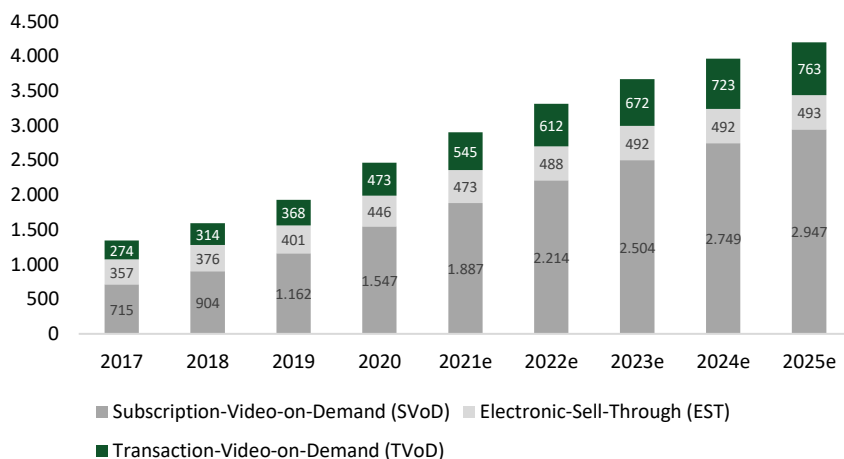
Umsatzentwicklung mit digitalen Medien in Deutschland
(in Mio. Euro)



Quelle: Statista Digital Market Outlook

Innerhalb des VoD-Markts sind für Splendid alle drei Subkategorien – Subscription-Video-on-Demand (SVoD), Transaction-Video-on-Demand (TVoD) und Electronic-Sell-Through (EST) – relevant, da das Unternehmen den erworbenen Content entweder mittels Pay-per-View-Kanälen (TVoD und EST) oder über Lizenzverträge an Abo-Anbieter (SVoD) vertreibt. Für die nächsten Jahre prognostiziert der Digital Market Outlook für alle Bereiche weiteres Wachstum. Zwischen 2021 und 2025 soll die durchschnittliche Wachstumsrate bei EST mit nur 1,0% p.a. am niedrigsten liegen. Für TVoD und SVoD wird ein deutlich höheres Wachstum von 8,8 bzw. 11,8% p.a. auf 763 bzw. 2.947 Mio. Euro erwartet.

Entwicklung des VoD-Umsatzes in Deutschland
(in Mio. Euro)



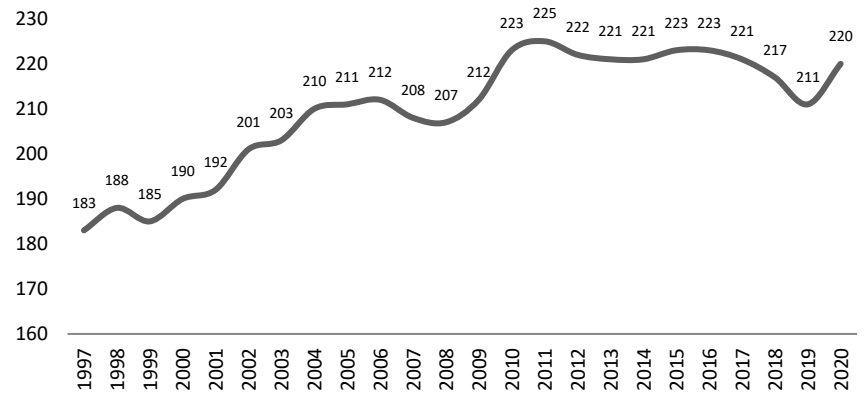
Quelle: Statista Digital Market Outlook

Treiber dieser Entwicklung ist weniger das Nutzerwachstum, sondern vielmehr ein steigender Average-Revenue-Per-User (ARPU). So sollen die Nutzerzahlen im Bereich SVoD bzw. TVoD mit durchschnittlich 4,4 bzw. 2,2% p.a. auf 27,6 bzw. 20,3 Mio. in 2025 nur moderat steigen. Der ARPU hingegen erhöht sich im selben Zeitraum um durchschnittlich 7,5 Euro bzw. 6,5% p.a. auf 106,94 bzw. 37,65 Euro.

Anders als im SVoD-Bereich, wo ein steigender ARPU vor allem auch durch regelmäßige Preiserhöhungen des Abos zustandekommt (z.B. Preisanstieg des Netflix-Standard-Abos seit 2014: 44,5%), resultiert der höhere ARPU im TVoD-Segment u.E. vielmehr aus einer steigenden Anzahl an Filmausleihungen pro Kunde. So ist etwa nach einer Analyse der GfK die durchschnittliche Leihgebühr im TVoD zwischen 2014 und 2020 von 4,12 auf 2,93 Euro um -28,9% deutlich gesunken. Insgesamt sollen die für Splendid wichtigen Marktsegmente SVoD und TVoD von zuletzt 1.887 bzw. 473 Mio. Euro in 2020 auf 2.947 bzw. 763 Mio. Euro in 2025 spürbar zulegen, sodass dies u.E. eine gute Basis für Wachstum im Home-Entertainment-Segment bietet.

Abwärtstrend im Fernsehmarkt durch Corona-Effekt u.E. nur temporär gebrochen: Nach einer Analyse der AGF Videoforschung ist die durchschnittliche tägliche Fernsehdauer in Deutschland zwischen 1997 und 2014 von 183 auf 223 Minuten gestiegen (+21,9% bzw. +40 Minuten). Seit 2015 ist diese dann bis 2019 auf 211 Minuten pro Tag wieder leicht gesunken (-5,4%), um in 2020 dann wieder auf 220 Minuten zu steigen. Der zuletzt wieder verstärkte Fernsehkonsum ist hierbei vor allem der COVID-19-Pandemie geschuldet, die laut PwC dazu geführt hat, dass die Menschen ein höheres Informationsbedürfnis hatten und mehr Zeit zu Hause verbrachten.

Durchschnittliche tägliche Fernsehdauer in Deutschland
(in Minuten)



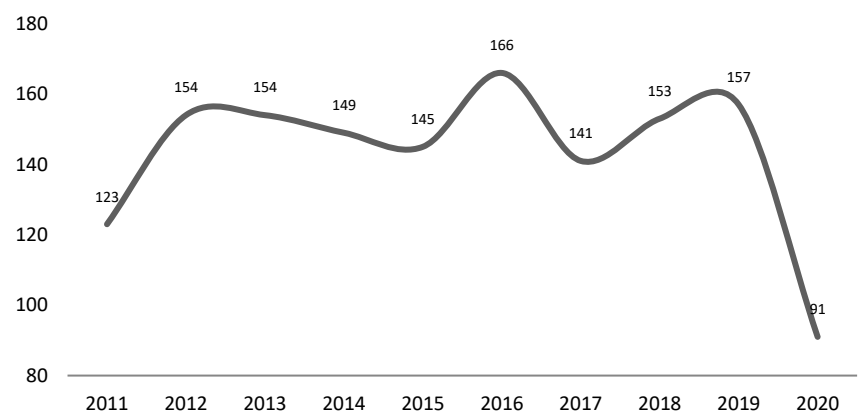
Quelle: AGF Videoforschung

Da auch das Jahr 2021 noch stark von der Corona-Pandemie, Beschränkungen des öffentlichen Lebens sowie einem erhöhten Informationsbedürfnis geprägt war, halten wir erst ab 2022 eine erneut abnehmende tägliche Fernsehdauer für wahrscheinlich. Da die absolute Zeit des Medienkosums u.E. jedoch nicht sinken wird, handelt es sich hierbei vielmehr um eine Verschiebung in andere Kanäle wie z.B. das Streaming. Für Splendid ist eine potenziell schwächere Entwicklung im Fernsehmarkt somit nicht direkt schädlich, da das Unternehmen aufgrund des diversifizierten Verwertungsansatzes breit aufgestellt ist und so gegenläufige Trends kompensiert werden können.

„Originals“ dürften für hohe Auslastung im Produktionsgeschäft sorgen

Im Durchschnitt der letzten Jahre lag die Zahl erstaufgeführter deutscher Spielfilme bei 149 pro Jahr. Durch die Corona-Krise stürzte dieser Wert in 2020 auf nur noch 91 rapide ab. 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.

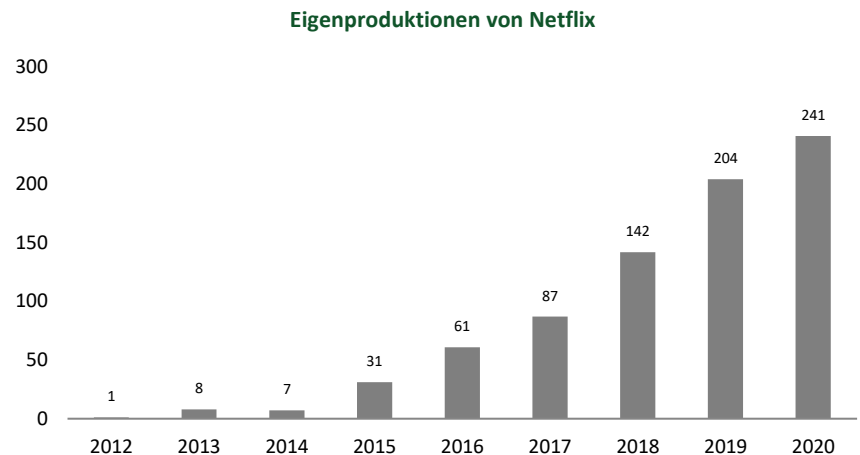
Erstaufgeführte deutsche Spielfilme



Quelle: Spitzenorganisation der Filmwirtschaft

Inzwischen gab es weitreichende Lockerungen, sodass die Pipeline an Film- und Serienproduktionen unter Hochdruck abgearbeitet wird. Im zweiten Halbjahr 2021 sollte es daher laut dem aktuellen Vierteljahresbericht der Spitzenorganisation der Filmwirtschaft deutlich mehr Filmpremieren geben haben als in den Vorjahren. Ab 2022 soll sich das Niveau wieder auf Höhe der Vor-Corona-Jahre bewegen.

Für eine weiterhin hohe Auslastung im Bereich der Film- und Serienproduktionen dürften in den nächsten Jahren vor allem die Eigenproduktionen der großen Streaminganbieter sorgen. Insbesondere die großen Akteure wie Netflix, Amazon und Apple versuchen, sich zunehmend durch eigenen hochwertigen Content voneinander abzugrenzen. So ist beispielsweise die Zahl der Eigenproduktionen von Netflix in den letzten Jahren massiv gestiegen.



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 Streaminganbieter selbst jedoch keine bzw. nur sehr geringe eigene Produktionskapazitäten haben, greifen sie 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. Für Splendid als erfahrene Produktionsfirma in der DACH- und Benelux-Region bietet der Trend zu immer mehr Eigenproduktionen der großen Streaminganbieter eine aussichtsreiche Basis für weiteres Wachstum im Produktionsgeschäft.

Insgesamt bewerten wir die Marktlage für Splendid überwiegend positiv. Einem deutlich rückläufigen Markt im Bereich des physischen Geschäfts mit Blu-rays/DVDs sowie einem eher stagnierenden Kinomarkt stehen Wachstumschancen im digitalen Vertrieb und Produktionsgeschäft gegenüber.

Hohe Expertise in der Filmwirtschaft als Wettbewerbsvorteil

Durch die veränderten Rahmenbedingungen von der Produktion bis zum Vertrieb hat sich auch die **Wettbewerbslandschaft der Filmwirtschaft in den letzten Jahren spürbar verändert**. Insbesondere der Siegeszug des Streamings rief mit u.a. Netflix, Amazon, Disney und Apple einige global aktive und sehr finanzstarke Marktteilnehmer hervor. Dadurch sind hiesige Unternehmen aus den klassischen Medien, wie dem linearen Fernsehen, verstärkt unter Druck geraten und haben durch den Aufbau eigener digitaler Produktangebote versucht, dem Verlust von Marktanteilen entgegenzuwirken. Den daraus entstandenen Streaming-Anbietern wie z.B. Joyn von der ProSiebenSat.1-Gruppe oder RTL+ von der RTL Group fehlt es u.E. jedoch an klaren Alleinstellungsmerkmalen, um gegen den großen Wettbewerb der Platzhirsche anzukommen.

Aus diesem Grund sehen wir auch das Streaming-Geschäft von Splendid durch die eigene Plattform „Videociety“ sowie die jüngst erworbene „maxdome“-Plattform zumindest im B2C-Bereich kritisch. Wir gehen somit auch nicht davon aus, dass Splendid durch diesen Zukauf den Aufbau eines weiteren B2C-Streaming-Anbieters forciert.

Vielmehr betrachten wir den Deal als strategischen Zukauf zum Ausbau der Aktivitäten im B2B-Streaming. Splendid hat aufgrund seiner **langjährigen Erfahrungen in der Filmwirtschaft** erkannt, dass das Unternehmen durch den Erwerb von „maxdome“ sowohl eine bekannte Marke als auch einen – laut Management den bisherigen Content gut ergänzenden – TVoD-Filmkatalog erwirbt. Dadurch dürfte es Splendid fortan gelingen, neben freenet und der Bauer Media Group weitere namhafte Kunden für das White-Label-B2B-Streaming zu gewinnen. Die Möglichkeiten potenzieller Partner sind hierbei u.E. sehr groß. So bietet aktuell z.B. die Deutsche Telekom für MagentaTV-Kunden eine Kombination mit Netflix-Zugang an. Alternativ dazu könnte für die Telekom auch das White-Label-Streaming-Portal von Splendid für Magenta-Kunden interessant sein. Darüber hinaus kann ein Großkonzern eine White-Label-Streaming-Plattform auch als Mitarbeiter-Benefit für seine Belegschaft anbieten. Relevantester Wettbewerber ist in diesem Bereich u.E. PANTAFLIX, die ebenfalls eine eigene Streaming-Plattform mit Content-Katalog besitzen und auch im B2B-Bereich aktiv sind. So hat PANTAFLIX bereits Partnerschaften mit beispielsweise der Süddeutschen Zeitung, Weltbild, Airbus, CLIQ Digital und der Deutschen Bundeswehr bekannt gegeben.

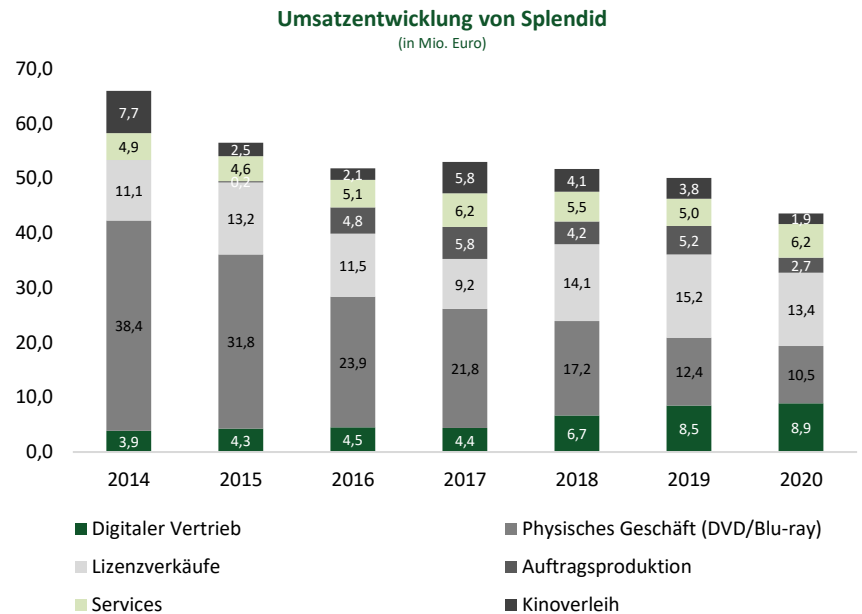
Unabhängig von den eigenen B2C- und B2B-Aktivitäten im Streaming haben die voranschreitende Digitalisierung sowie die damit einhergehenden Veränderungen der Wettbewerbslandschaft in den letzten Jahren auch massive Auswirkungen auf die Vermarktung von Filmen und Unterhaltungsprogrammen über alle Auswertungsstufen. Insbesondere der Bereich des physischen Geschäfts mit Blu-rays/DVDs, wo Splendid in Deutschland nach wie vor zu den größten Lieferanten des Handels gehört, ist im Zuge des Streaming-Booms stark unter Druck geraten. Da Splendid sich hinsichtlich der **verschiedenen Auswertungsstufen frühzeitig breit aufgestellt** hat, konnte das Unternehmen durch Wachstum im digitalen Vertrieb die rückläufigen Erlöse im physischen Geschäft sukzessive kompensieren. So fiel in H1/21 der Umsatzanteil aus dem digitalen Vertrieb erstmalig höher aus als im physischen Geschäft.

Ein weiterer Wettbewerbsvorteil dürfte in der **guten Reputation** von Splendid innerhalb der Filmindustrie liegen. In der über 40-jährigen Unternehmensgeschichte konnte das Unternehmen mehrfach beweisen, dass Filme aus dem Universum von Splendid von hoher Qualität sind und teils mehrfach ausgezeichnet wurden (u.a. vier Oscars für „Traffic“, Golden Globe und Emmy-Awards für „James Dean“ und „Victoria & Albert“, zwei Golden Globes für „Gangs of New York“). Zudem arbeitet Splendid schon seit einigen Jahren mit den großen Digitalunternehmen zusammen und produziert u.a. für Netflix die Serie „Misfit“. Eine solche Historie ist u.E. ein relevantes Asset für die Akquise zukünftiger Filmprojekte. Allerdings sind im Produktionsgeschäft mit z.B. Constantin Film und Pantaleon Films auch andere etablierte Unternehmen im hiesigen Markt aktiv, sodass das Wettbewerbsumfeld auch hier als durchaus kompetitiv bewertet werden kann. Dennoch sehen wir Splendid insbesondere aufgrund der u.E. hohen Expertise sowie guten Vernetzung innerhalb der Filmwirtschaft gegenüber neuen Marktteilnehmern gut positioniert.

Zusammenfassend verfügt Splendid durch die vorgenannten Aspekte u.E. insgesamt über eine gute Position, um trotz herausforderndem Wettbewerbsumfeld im Produktions- und Lizenzgeschäft zu wachsen.

Zunehmende Fokussierung auf digitale Produkte zahlt sich aus

In 2014 verzeichnete Splendid mit einem Umsatz von 66,0 Mio. Euro das höchste Niveau der Firmengeschichte. Seitdem sind die Erlöse sukzessive um durchschnittlich -6,7% p.a. auf 43,5 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2020 gefallen. Hauptgrund für diese Entwicklung ist die nachhaltige Veränderung des Konsumverhaltens von Bewegtbildformaten, die u.E. durch den Start des Streaming-Geschäfts von Netflix in Deutschland – der ebenfalls im Jahr 2014 erfolgte – ausgelöst wurde. Bei Splendid wird die zunehmende Digitalisierung der Filmindustrie vor allem mit Blick auf die Umsätze in den Bereichen des digitalen Vertriebs (Streaming bzw. VoD) und des physischen Geschäfts (Verkauf von Blu-rays/DVDs) deutlich. Seit 2014 zeigt sich hier ein u.E. eindeutiger Trend aus stark sinkendem physischem Geschäft sowie steigenden Erlösen im digitalen Vertrieb.



Quelle: Unternehmen

In 2019 konkretisierte Splendid seine Unternehmensstrategie nochmals, um in der herausfordernden Transitionsphase hin zu einer zunehmenden Digitalisierung der Produktions- und Vermarktungsprozesse nicht den Anschluss zu verlieren. Im abgelaufenen Geschäftsjahr machte der digitale Vertrieb bereits 20,5% der Konzernumsätze aus (2014: 5,9%), wohingegen der Anteil des physischen Geschäfts im gleichen Zeitraum von 58,2% auf nur noch 24,1% zurückging.

Im ersten Halbjahr 2021 gelang es Splendid erstmals seit dreieinhalb Jahren, mit +1,3% yoy auf 19,8 Mio. Euro wieder einen moderaten Umsatzanstieg auf Konzernebene zu erzielen. Verantwortlich ist dafür vor allem ein erneut starkes Wachstum im digitalen Vertrieb (+35,0% yoy auf 5,4 Mio. Euro). Erstmals in der Unternehmensgeschichte von Splendid übertraf damit das Digitalgeschäft die Erlöse des physischen Vertriebs (4,9 Mio. Euro). Schwach entwickelte sich wenig überraschend der Bereich Kinoverleih (0,1 Mio. Euro vs. 1,1 Mio. Euro im Vj.), der aufgrund der Corona-bedingten Kinoschließungen in Deutschland (Öffnung der Kinos erst wieder seit Anfang Juli 2021) sowie der massiven Kapazitätsbeschränkungen nach den Öffnungen der Kinos in Österreich, Belgien und den Niederlanden temporär massiv an Bedeutung verlor.

Für das Gesamtjahr 2021 geht der Vorstand insbesondere aufgrund der positiven Entwicklung im Bereich Home Entertainment sowie bei den Auftragsproduktionen von einem Konzernumsatz leicht über dem Vorjahr aus. Wir rechnen insgesamt mit Erlösen i.H.v. 44,4 Mio. Euro (+1,9% yoy). Auf Segmentebene dürfte der Umsatz im Bereich Content mit 39,0 Mio. Euro über Vorjahr liegen (+4,2% yoy) und wie eingangs erwähnt besonders geprägt vom erfreulichen Geschäft in den Bereichen Home Entertainment (MONe: +7,2% yoy auf 20,8 Mio. Euro) und Auftragsproduktion (MONe: +20,4% yoy auf 3,3 Mio. Euro) sein. Im Segment Services gehen wir von einem Rückgang der Umsätze um 12,0% yoy auf 5,4 Mio. Euro aus, da sich die außergewöhnlich hohe Nachfrage aus dem Vorjahr, wie schon im H1-Bericht angedeutet, nicht wiederholt.

Für die nächsten Jahren erwarten wir eine Rückkehr auf den Wachstumspfad, die primär auf die folgenden Treiber zurückzuführen sein dürfte:

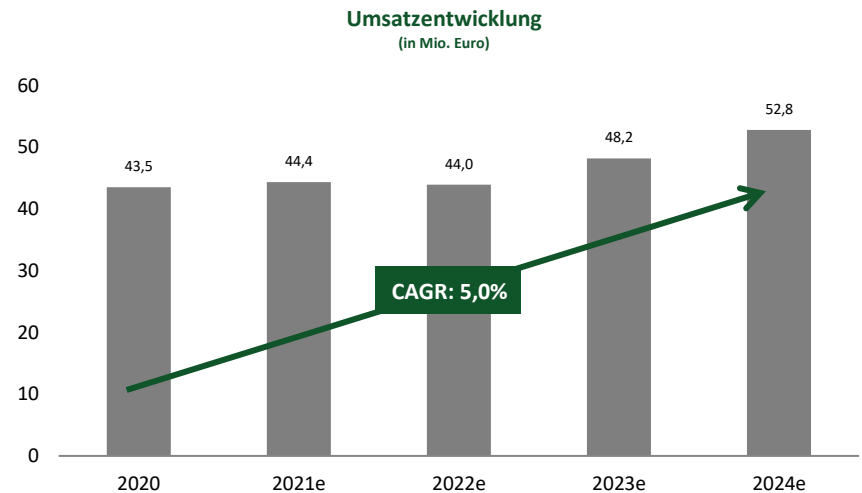
- Von dem weiteren Wachstum im Streaming-Markt dürfte Splendid in den Auswertungsstufen Lizenzverkäufe sowie Home Entertainment profitieren. Konkret gehen wir davon aus, dass diese Segmente nach den operativ schwächeren Jahren 2020 und 2021 – die spürbar von deutlich geringeren Investitionen in das Filmvermögen geprägt waren – ab dem laufenden Jahr wieder wachsen. Wir rechnen mit einem Umsatzanstieg bis 2024 von durchschnittlich +17,0% p.a. auf 13,3 Mio. Euro bzw. +4,4% p.a. auf 23,5 Mio. Euro. Hintergrund der vermeintlich geringen Erlössteigerungen im Bereich Home Entertainment sind die gegenläufigen Effekte der Subsegmente digitaler Vertrieb (VoD) und physisches Geschäft (Blu-ray/DVD). Hier wird das u.E. starke Wachstum im Bereich des digitalen Vertriebs (CAGR 2022-2024e: +14,5% yoy) durch ein weiter rückläufiges physisches Geschäft mit Blu-rays/DVDs (CAGR 2022-2024e: -16,5% yoy) teilweise aufgezehrt.
- Ebenfalls getrieben durch die Dynamik beim Streaming halten wir eine steigende Nachfrage in der Film- und Serienproduktion durch mehr „Originals/Exclusive“-Produktionen für die großen Streaming-Anbieter für realistisch. Da Akteure wie Netflix insbesondere für regionalen Content gerne mit lokalen Studios zusammenarbeiten, sehen wir Splendid aufgrund der hohen Reputation gut positioniert, um von dieser steigenden Nachfrage zu profitieren. Darüber hinaus verdeutlicht die langjährige Doku-Soap-Produktion der „Wollnys“ mit inzwischen 14 Staffeln, dass Splendid auch in diesem Bereich über Expertise verfügt. Nach Unternehmensangaben ist die Pipeline für die Auftragsproduktion neuer Formate gut gefüllt, sodass auch dieser Produktionsbereich zukünftig wachsen sollte.

Mit Blick auf die Segmentberichterstattung betrifft die Doku-Soap-Produktion den Bereich Auftragsproduktion, der u.E. bis 2024 auf ein Umsatzniveau von 6,8 Mio. Euro (2020: 2,7 Mio. Euro) deutlich wachsen dürfte. Da die Ko-Produktionen für z.B. Netflix nicht als Auftragsproduktion erfasst, sondern im Segment Lizenzverkäufe subsummiert werden, ist der von uns erwartete positive Effekt bereits in den oben genannten 13,3 Mio. Euro berücksichtigt.

- Auch der dritte Wachstumstreiber basiert auf dem strukturellen Wachstum des Streamings. Aufgrund des starken Wettbewerbs durch einerseits die großen internationalen Anbieter wie Netflix, Amazon, Apple oder Disney sowie andererseits einige lokale Player wie Joyn oder RTL+ halten wir das Wachstumspotenzial von Splendids (B2C-)Streaming-Plattform Videociety sowie maxdome für gering. Chancen sehen wir allerdings im B2B-Streaming, wo Splendid beispielsweise bereits seit 2018 eine Kooperation mit freenet hat. Das Telekommunikationsunternehmen nutzt das VoD-Portal von Splendid als White-Label-Lösung für die SVoD-Plattform „freenet Video“. Wir gehen davon aus, dass Splendid hieraus jährlich einen niedrigen einstelligen Mio.-Euro-Betrag erlöst. Durch den Zukauf von maxdome bzw. dessen lizenziertem Content erhöht sich u.E. nun die Attraktivität des (White-Label-) B2B-Streaming-Angebots von Splendid.

Wir rechnen daher in den nächsten Quartalen mit der Akquise weiterer Kunden, da der Kreis potenzieller Interessenten groß wirkt. So kommen nahezu alle größeren Unternehmen in Frage, die ein White-Label-Streaming-Angebot für Kunden oder auch Mitarbeiter anbieten möchten. Bei Splendid werden diese Kunden sowohl im Segment Home Entertainment als auch unter Lizenzverkäufen ausgewiesen. Unsere bereits dargestellten Wachstumsaussichten für diese Segmente werden u.E. dadurch zusätzlich untermauert.

In den nächsten Jahren sollten die genannten Treiber dazu beitragen, die Erlöse von Splendid bis 2024 auf 52,8 Mio. Euro zu steigern (CAGR 2020-2024e: 5,0%).



Quelle: Unternehmen, Montega

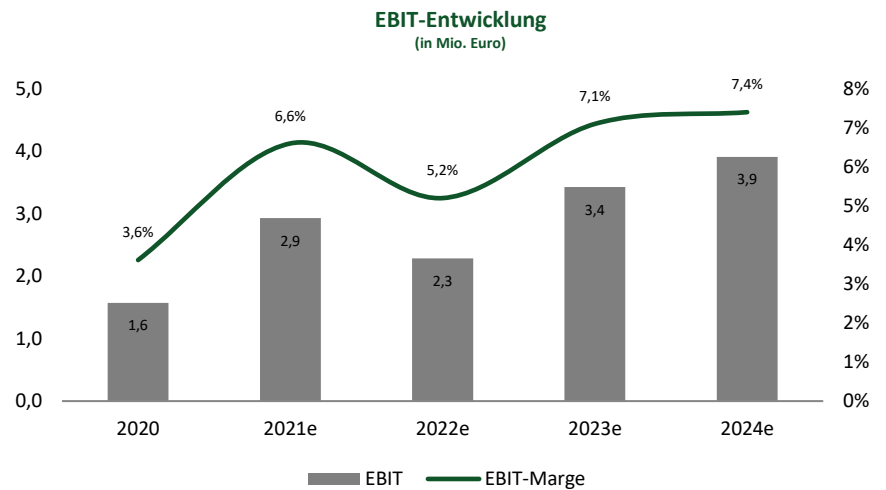
Rückkehr zum EBIT-Margenniveau von >7% visibel

Auf Ergebnisebene erreichte Splendid in H1/21 ein signifikant über Vorjahr liegendes EBIT i.H.v. 2,7 Mio. Euro (Vj.: 0,7 Mio. Euro). Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf deutlich geringere Werbeausgaben und Provisionen für Kino- und Home-Entertainment-Veröffentlichungen sowie niedrigere Personal-, Reise-, Rechts- und Beratungskosten. Insgesamt lagen daher die Vertriebs- und Verwaltungskosten mit 2,2 bzw. 3,2 Mio. Euro deutlich unter Vorjahr (2,8 bzw. 3,7 Mio. Euro). Ein weiterer positiver Effekt resultierte aus höheren sonstigen betrieblichen Erträgen (1,0 Mio. Euro vs. 0,3 Mio. Euro im Vj.), die sich insbesondere aus der Auflösung von Rückstellungen und Verbindlichkeiten sowie aus der Beendigung von Rechtsstreitigkeiten ergaben.

Im Gesamtjahr 2021 erwartet das Management ein EBIT zwischen 2,5 und 3,0 Mio. Euro. Dies impliziert für das zweite Halbjahr ein Niveau in der Bandbreite von nur -0,2 bis +0,3 Mio. Euro. Hintergrund dieser auf den ersten Blick konservativen Guidance sind die nach wie vor bestehenden Unsicherheiten infolge der weiteren Corona-Entwicklung. Darüber hinaus müsste Splendid in H2 deutlich mehr Geld für Werbemaßnahmen im Rahmen von Kinoveröffentlichungen aufgewendet haben. Dennoch rechnen wir insbesondere vor dem Hintergrund der guten Ausgangsbasis aus dem ersten Halbjahr mit einem EBIT am oberen Ende der avisierten Spanne von 2,9 Mio. Euro (EBIT-Marge: 6,6%).

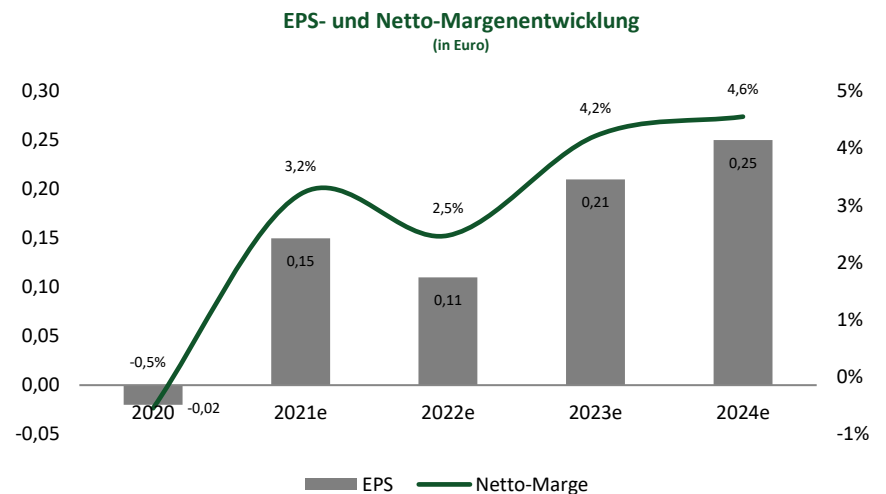
Bis 2024 erwarten wir eine überproportionale, durchschnittliche Wachstumsrate von 25,6% p.a. auf ein EBIT i.H.v. 3,9 Mio. Euro (EBIT-Marge: 7,4%). Der Grund für diese starke Entwicklung liegt vor allem in der inzwischen gesund geschrumpften Konzernstruktur. So hat es der Vorstand insbesondere durch die Fokussierung auf margenstärkeres Geschäft geschafft, wesentliche Kostenblöcke zu reduzieren. Beispielsweise betragen die Herstellungskosten in 2020 nur noch 66,0% des Umsatzes (2017: 73,8%). Ebenso verbesserten sich die Vertriebskosten auf zuletzt 12,3% vom Umsatz (2017: 20,4%).

Wenngleich wir das Kostenniveau aus 2020 aufgrund von einigen Corona-bedingten Sondereffekten (u.a. sehr geringe Reisekosten) nicht als nachhaltig betrachten, führt das zunehmende Umsatzwachstum bei unterproportionaler Kostensteigerung dennoch zur nachfolgend dargestellten Profitabilitätsverbesserung:



Quelle: Unternehmen, Montega

Mit Blick auf das Nettoergebnis gehen wir bis 2024 von einer stetigen Steigerung auf ein EPS von 0,25 Euro aus. Zurückzuführen ist die deutliche Verbesserung auf einen spürbaren Abbau von Finanzverbindlichkeiten, wodurch auch das Finanzergebnis deutlich niedriger ausfällt (-0,5 Mio. Euro in 2024 vs. -1,5 Mio. Euro in 2020).



Quelle: Unternehmen, Montega

Die von uns erwartete Ergebnisverbesserung wird trotz wieder steigendem Investitionsbedarf auch auf Cashflow-Ebene deutlich. Splendid hat in den vergangenen neun Jahren durchschnittlich 17,7 Mio. Euro p.a. investiert. Der Löwenanteil davon entfällt auf Investitionen in das Filmvermögen, die zwingend notwendig sind, um kompetitiven Content anbieten zu können. In den letzten zwei Jahren wurden, u.a. auch aufgrund der Unsicherheiten durch die Corona-Pandemie, nur noch 12,7 bzw. 8,0 Mio. Euro investiert. In den nächsten Jahren dürften die CAPEX wieder in Richtung 15,0 bis 17,0 Mio. Euro ansteigen und folglich auch den Free Cashflow etwas belasten. Dennoch erwarten wir eine sukzessive Verbesserung des FCF auf 1,1 Mio. Euro in 2024 (FCF-Yield: 7,5%).

Bilanziell ist Splendid u.E. inzwischen wieder solider aufgestellt. Auf der Aktivseite dominieren mit 12,9 Mio. Euro bzw. 38,9% der Aktiva die immateriellen Vermögensgegenstände. Mit 9,8 Mio. Euro macht davon den Großteil das erworbene Filmvermögen aus. Weitere 10,3 Mio. Euro bzw. 31,1% der Bilanzsumme entfallen auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, was primär Forderungen aus den laufenden Produktionen sowie Ansprüche gegen Kunden sämtlicher Verwertungsstufen sind.

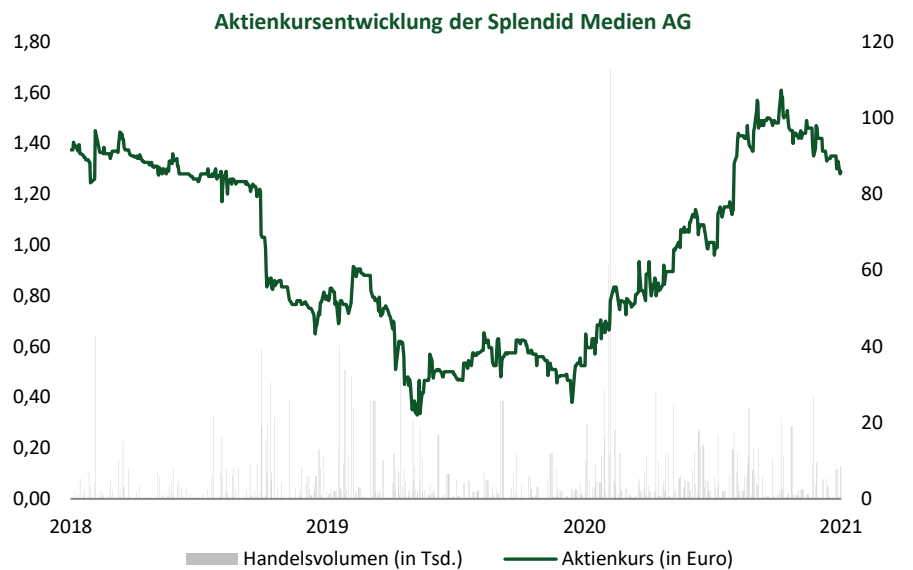
Mit 7,3 Mio. Euro bzw. 22,0% der Aktiva sind die liquiden Mittel die drittgrößte Bilanzposition. Auf der Passivseite machen, trotz eines signifikanten Schuldenabbaus, die zinstragenden Verbindlichkeiten mit 10,8 Mio. Euro (2019: 18,9 Mio. Euro) bzw. 32,6% der Passiva den größten Teil aus. Weitere 9,2 Mio. Euro (27,8%) bzw. 7,8 Mio. Euro (23,7%) entfallen auf die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstige Rückstellungen. In letztgenannten sind im Wesentlichen Rückstellungen für Remissionen aus dem physischen Home-Entertainment-Geschäft sowie Verpflichtungen aus Lizenzverträgen enthalten. Das Eigenkapital lag mit 2,7 Mio. Euro bzw. einer Eigenkapitalquote von nur 8,3% in 2020 auf einem noch niedrigen Niveau. Per H1/21 hat sich dieser Wert jedoch bereits auf 5,0 Mio. Euro bzw. eine Quote von 17,2% spürbar verbessert.

Fortschritte der angepassten Strategie spiegeln sich auch im Aktienkurs wider

Ende August 2019 passte Splendid seine Unternehmensstrategie an und nahm massive Wertanpassungen der Firmenwerte sowie Filmbibliothek vor. Fortan sollte der Schwerpunkt der Investitionen auf ein breites Portfolio von weniger kapitalintensiven Titeln ausgerichtet werden. Filme mit hohen Investitionskosten, die mit einem großen Vermarktungsrisiko verbunden sind, dürften nur noch sehr selektiv akquiriert bzw. produziert werden. Zudem wollte sich Splendid verstärkt auf den Ausbau der eigenen B2B-Streaming-Plattform sowie auf Eigenproduktionen für den Streaming-Markt konzentrieren. Wenngleich die strategischen Maßnahmen u.E. richtig und vor allem zeitgemäß waren, belasteten die Abschreibungen sowie die Ungewissheit über den Erfolg der angepassten Strategie den Aktienkurs erheblich. Konkret brach dieser Mitte 2019 von etwa 1,20 Euro auf 0,85 Euro deutlich ein.

Anfang 2020 trübte sich das Chartbild aufgrund der aufkommenden Unsicherheiten durch den Beginn der Corona-Pandemie weiter ein und die Splendid-Aktie markierte bei 0,33 Euro ein Kursniveau, das zuletzt zu Zeiten der Finanzkrise 2008 erreicht wurde. Der daraufhin folgende Newsflow zeigte dann jedoch, dass die Folgen der Corona-Krise für Splendid weniger schlimm werden, als der Kapitalmarkt zu Beginn der Pandemie befürchtet hatte. So gingen die Erlöse im Gesamtjahr 2020 im Vergleich zu anderen Medien-/Entertainment-Unternehmen mit -12,9% yoy nur moderat zurück. Auf Ergebnisebene erreichte Splendid eine signifikante Verbesserung (EBIT: 1,6 Mio. Euro vs. -10,4 Mio. Euro im Vj.). In 2021 erzielte das Unternehmen in H1 sogar ein kleines Umsatzplus (+1,3% yoy) sowie ein erneut stark verbessertes EBIT (2,7 Mio. Euro vs. 0,7 Mio. Euro im Vj.). Die Umsatz- und EBIT-Guidance für das Gesamtjahr 2021 erhöhte das Management aufgrund einer besser als erwarteten Entwicklung in den Bereichen Home Entertainment und Auftragsproduktion auf ein Umsatzniveau „leicht über Vorjahr“ (zuvor: „unter Vorjahr“) sowie ein EBIT in der Bandbreite von 2,5 bis 3,0 Mio. Euro (zuvor: rund 1,6 Mio. Euro). Einhergehend mit den operativen Verbesserungen der letzten Quartale erholte sich auch die Aktie auf ein Vor-Corona-Kursniveau von aktuell 1,34 Euro.

Die Geschäftsberichtsveröffentlichung im März 2022 dürfte aufgrund der guten operativen Entwicklung in H1/21 sowie der bereits erfolgten Prognoseanhebung wenig Überraschungspotenzial bieten. Das Geschäftsjahr 2022 sollte dann von einem sich normalisierenden Kino- und Produktionsgeschäft auf der einen Seite und schwächeren Lizenzverkäufen auf der anderen Seite geprägt sein. Hintergrund von Letzterem sind vor allem die im Rahmen der Corona-Krise deutlich reduzierten Investitionen in das Filmvermögen. Da Splendid im laufenden Jahr die Ausgaben für neuen Content jedoch u.E. wieder erhöhen wird, dürfte die Visibilität für ein starkes Jahr 2023 deutlich zunehmen. Untermauert vom positiven Newsflow zur operativen Entwicklung dürfte Splendid dann auch wieder die IR-Aktivitäten ausbauen, wodurch die Aktie insgesamt frische Impulse erhalten sollte.



Chancen des Turnarounds sind in Bewertung noch nicht angemessen reflektiert

Die Bewertung der Splendid-Aktie haben wir auf Basis eines DCF-Modells durchgeführt. Dieses reflektiert die u.E. aussichtsreichen Wachstumsperspektiven durch die voranschreitende Digitalisierung in der Filmwirtschaft sowie das daraus resultierende profitable Wachstum des Unternehmens. Unter der Annahme eines WACC i.H.v. 8,76% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 2,00 Euro pro Aktie. Auf Basis des Vortageschlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 49%.

Auf eine Peergroup-Analyse zur Plausibilisierung wurde aufgrund mangelnder direkter Vergleichsunternehmen verzichtet. Einige der Peers sind nur in kleinen Teilen direkt mit Splendid vergleichbar. So ist bei der Highlight Communications AG eigentlich nur die Tochter Constantin Film und nicht das ganze Konglomerat ein Peer. Zudem gibt es Peers, die aufgrund nicht vorhandener Konsensschätzungen bzw. Forward-Multiples aus der Peergroup rausfallen (u.a. Edel SE oder Wild Bunch AG). Wieder andere Vergleichsunternehmen werden aufgrund einer deutlich stärkeren Marktposition im skalierbaren B2C-Streaming-Geschäft auch mit signifikant höheren Multiples bewertet (u.a. Netflix). Insgesamt ist daher der Umfang der Peergroup (u.a. PANTAFLIX, CLIQ Digital, Leonine) bzw. die Aussagekraft des Peergroup-Vergleichs u.E. als sehr gering einzustufen.

Fazit: Begonnener Aufwärtstrend dürfte sich sukzessive fortsetzen

Splendid hat die Transitionsphase hin zu einer zunehmenden Digitalisierung der Produktions- und Vermarktungsprozesse rechtzeitig erkannt, um die Wachstumschancen im digitalen Vertrieb und Produktionsgeschäft ergreifen zu können. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen durch die operativen Fortschritte zunehmend Vertrauen am Kapitalmarkt aufbauen kann und der grundsätzliche Aufwärtstrend der Aktie sukzessive neuen Schwung erfährt. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 2,00 Euro empfehlen wir die Splendid-Aktie zum Kauf.

SWOT

Die Stärken von Splendid liegen u.E. vor allem in der langjährigen Erfahrung und dem guten Ruf in der hiesigen Filmindustrie sowie dem diversifizierten Ansatz hinsichtlich der Auswertungsstufen. Zudem bietet das Marktumfeld, das insbesondere durch die voranschreitende Digitalisierung geprägt ist, noch erhebliche Wachstumschancen. Auf der anderen Seite sehen wir Schwächen und Risiken vor allem in dem kompetitiven Marktumfeld sowie der Abhängigkeit von Content-Partnern bzw. dem Auswertungserfolg der erworbenen Lizenzen.

Stärken

- Durch die langjährigen Geschäftsaktivitäten in der Filmindustrie bewerten wir den Erfahrungsschatz sowie die Kontakte innerhalb der Industrie als relevantes Asset.
- Auch die langjährige Markenbekanntheit bzw. der u.E. starke Ruf von Splendid ist ein Beleg für das ausgeprägte Know-how innerhalb der verschiedenen Auswertungsstufen sowie des Produktionsgeschäfts. Darüber hinaus dürfte auch „maxdome“ über eine nach wie vor hohe Markenbekanntheit verfügen.
- Aufgrund der Aktivitäten in allen Auswertungsstufen – von Kino über VoD, Blu-ray/DVD sowie Pay- und Free-TV – kann das Unternehmen sehr flexibel auf sich verschiebende Marktentwicklungen reagieren.

Schwächen

- Durch den hohen Umsatzanteil in der Region Deutschland besteht ein gewisses Klumpenrisiko, das Splendid jedoch durch den Auf- und Ausbau von Geschäftsaktivitäten in z.B. Belgien und den Niederlanden schrittweise abbauen will.
- Da der Content überwiegend von externen Partnern bezogen wird, besteht hier eine gewisse Abhängigkeit. Unattraktiver Content könnte zu geringeren Erlösen trotz hoher Ausgaben für die Lizenzen führen.
- Die geringe Unternehmensgröße bzw. Marktkapitalisierung schränkt zusammen mit dem relativ geringen Streubesitz von etwa 30% die Handelbarkeit der Aktie ein. Für institutionelle Investoren ist dies oftmals ein relevantes Hindernis hinsichtlich des Aufbaus einer Position.

Chancen

- Durch die digitale Transformation sowie den damit einhergehenden Wandel des Produktmixes – von Blu-ray/DVD hin zu VoD – dürfte Splendid wieder auf den nachhaltigen Wachstumskurs zurückkehren und damit erneut eine erhöhte Aufmerksamkeit am Kapitalmarkt erfahren.
- Die weitere Expansion des Filmgeschäfts in neue Regionen sowie der Ausbau des Streaming-Geschäfts könnte dem Unternehmen zusätzliche Wachstumsimpulse liefern.
- Eine steigende Zahl an Smart-TVs, Smartphones und Tablets sowie die sukzessive besser werdende Internetabdeckung sollte die Nachfrage nach digitalen Medien beflügeln und damit auch das strukturelle Wachstum von Splendid unterstützen.

Risiken

- Aufgrund des u.E. intensiven Wettbewerbsumfelds im Bereich (B2C-)Streaming besteht das Risiko, dass Wettbewerber mit deutlich größeren finanziellen Ressourcen Marktanteile zu Lasten von Splendid gewinnen.
- Ein schnellerer Bedeutungsverlust des Kinos könnte zu operativen Rückschlägen führen. Allerdings halten wir dieses Risiko vor dem Hintergrund des geringen Umsatzanteils (2021-2024e: ca. 7%) für überschaubar.
- Finanzielle Engpässe würden den Erwerb von Filmlizenzen limitieren und damit auch zukünftiges Wachstum begrenzen.
- Die Erfolgsaussichten neuer Filme sowie Verschiebungen von Projekten können die geplanten Umsatz- und Ertragsströme signifikant beeinflussen. Daraus resultiert eine u.E. eher geringe Prognosegenauigkeit in diesem Segment, was die Volatilität der Aktie potenziell erhöhen könnte.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von Splendid anhand eines DCF-Modells durchgeführt. Auf eine Plausibilisierung durch eine Peergroup-Analyse verzichten wir aufgrund des Mangels börsennotierter Vergleichsunternehmen.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die aussichtsreichen Wachstumsperspektiven, die in den nächsten Jahren durch die voranschreitende Digitalisierung in der Filmwirtschaft entstehen dürften. Konkret gehen wir u.a. davon aus, dass sowohl der Streaming-Markt an sich als auch der exklusiv für die Streaming-Anbieter produzierte Content weiterhin wachsen werden. An diesem strukturellen Wachstum sollte auch Splendid partizipieren, sodass das Unternehmen in den kommenden Jahren im mittleren einstelligen Prozentbereich wachsen dürfte (CAGR 2021-2027e: +6,0%). Die langfristig niedriger gewählten Wachstumsraten berücksichtigen die Wahrscheinlichkeit einer sich intensivierenden Wettbewerbssituation. Wir haben daher einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsrate von jährlich 2,0%-Punkten in den Jahren ab 2025 unterstellt.

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

Durch ein erhöhtes Kostenbewusstsein sowie die konsequente Fokussierung auf die digitale Transformation hat es Splendid geschafft, sowohl in FY/20 als auch H1/21 ein positives Ergebnis zu erzielen. Wir gehen davon aus, dass es Splendid trotz weiterer Investitionen in das Filmvermögen gelingt, die EBIT-Marge bis 2024 auf 7,4% zu steigern. Langfristig rechnen wir mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 6,0%.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert einerseits ein erhöhtes Risiko durch die Ungewissheit des Vermarktungserfolgs von eingekauftem Content sowie eine gewisse Planungsungenauigkeit im Produktionsgeschäft. Andererseits verfügt der Vorstand über langjährige Erfahrung in der Filmindustrie, sodass wir Splendid als gut positioniert erachten, 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 8,76%.

Für die Splendid Medien 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	44,4	44,0	48,2	52,8	57,1	60,5	62,9	64,2
<i>Veränderung</i>	1,9%	-0,9%	9,7%	9,5%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%
EBIT	2,9	2,3	3,4	3,9	4,1	4,2	4,3	3,8
<i>EBIT-Marge</i>	6,6%	5,2%	7,1%	7,4%	7,2%	7,0%	6,8%	6,0%
NOPAT	2,1	1,6	2,4	2,7	2,9	3,0	3,0	2,7
Abschreibungen	12,3	12,2	13,2	14,4	15,5	16,3	16,4	16,0
<i>in % vom Umsatz</i>	27,7%	27,7%	27,4%	27,3%	27,1%	27,0%	26,0%	25,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,6	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
- Investitionen	-10,9	-13,3	-14,8	-15,9	-16,5	-16,9	-16,7	-16,4
<i>Investitionsquote</i>	24,6%	30,2%	30,6%	30,0%	29,0%	28,0%	26,5%	25,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,8	0,3	0,6	1,1	1,4	2,0	2,3	1,9
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Present Value	2,8	0,3	0,5	0,9	1,0	1,3	1,4	15,3
Kumuliert	2,8	3,1	3,6	4,4	5,4	6,7	8,1	23,5

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	23,5
Terminal Value	15,3
Anteil vom Tpv-Wert	65%
Verbindlichkeiten	10,8
Liquide Mittel	7,3
Eigenkapitalwert	20,0

Aktienzahl (Mio.)	9,79
Wert je Aktie (Euro)	2,04
+Upside / -Downside	52%
Aktienkurs (Euro)	1,34

Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,00%

Beta	1,40
WACC	8,8%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	6,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2027	6,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	2,0%
EBIT-Marge	2021-2024	6,6%
EBIT-Marge	2021-2027	6,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	6,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
9,26%	1,74	1,83	1,87	1,92	2,04
9,01%	1,81	1,90	1,95	2,01	2,13
8,76%	1,88	1,98	2,04	2,10	2,23
8,51%	1,96	2,07	2,13	2,20	2,35
8,26%	2,04	2,16	2,23	2,30	2,47

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2028e

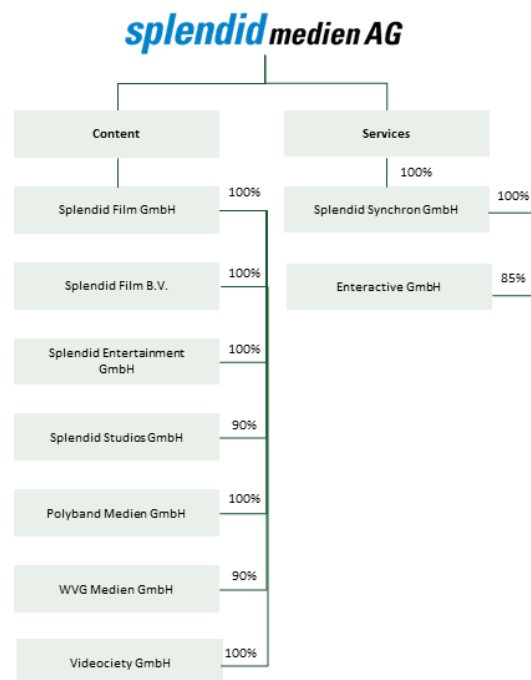
WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%
9,26%	1,70	1,79	1,87	1,96	2,04
9,01%	1,78	1,86	1,95	2,04	2,13
8,76%	1,85	1,94	2,04	2,13	2,23
8,51%	1,93	2,03	2,13	2,23	2,33
8,26%	2,02	2,13	2,23	2,34	2,44

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Splendid Medien AG mit Sitz in Köln ist ein mittelständisch geprägter Medienkonzern, der überwiegend im deutschsprachigen Raum sowie in den Benelux-Ländern aktiv ist. Kern der operativen Tätigkeiten bildet die Vermarktung von Filmen und Unterhaltungsprogrammen im Kino, auf Streaming-Plattformen, auf Blu-ray und DVD sowie im Fernsehen. Die Filmbibliothek umfasst aktuell rund 1.600 Titel aus einem breiten Spektrum der Genres Action, Horror, Fantasy, Komödien, Drama, Arthouse, Kinder- und Familienunterhaltung, Fitness/Wellness/Gesundheit sowie Dokumentationen. Zusätzlich zur Vermarktung produziert Splendid auch selbst Filme sowie Serien und erbringt vielseitige Dienstleistungen im Bereich der Digitalisierung und Synchronisation für die Film- und Fernsehindustrie.

Organisationsstruktur

Unter der Muttergesellschaft Splendid Medien AG sind aktuell neun Tochtergesellschaften angesiedelt, wovon acht ihren Firmensitz in Deutschland und eine in den Niederlanden haben. Insgesamt sind in der Splendid-Gruppe 151 Mitarbeiter beschäftigt.



Quelle: Unternehmen

Key Facts

Ticker	SPM	Umsatz	43,5 Mio. Euro
Sektor	Medien	EBIT	1,6 Mio. Euro
Mitarbeiter	151	EBIT-Marge	3,6%

Kernkompetenz Vermarktung von Filmen und Unterhaltungsprogrammen über alle Auswertungsstufen sowie eigenes Produktionsgeschäft und diverse Dienstleistungen für die internationale Medienindustrie

Standorte Hauptsitz in Köln, acht Tochtergesellschaften in Köln, Hamburg und München sowie eine Tochtergesellschaft in Amsterdam

Kundenstruktur Breiter, internationaler Kundenstamm aus Filmstudios, Streaming-Anbietern sowie Handelsunternehmen (stationär & E-Commerce)

Quelle: Unternehmen

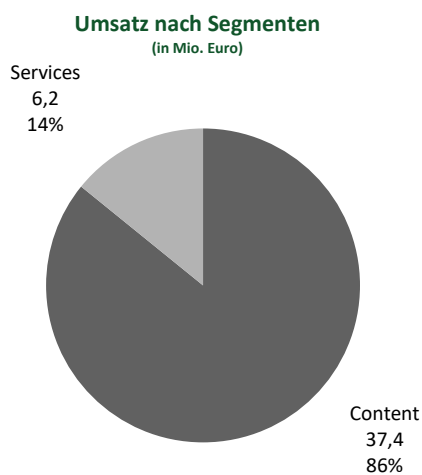
Stand: Geschäftsjahr 2020

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

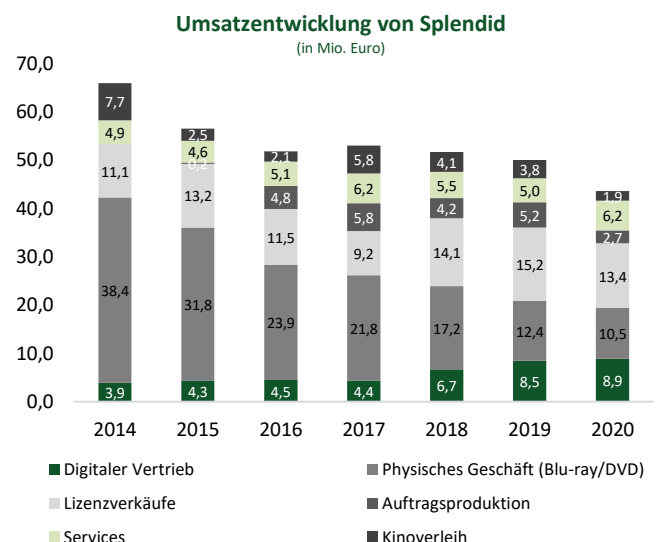
- 1974** Gründung des Unternehmens Splendid Film durch Albert E. Klein
- 1997** Einrichtung eigener Synchronstudios
- 1999** Börsengang
- 2000** Erwerb der Tochtergesellschaft Polyband Medien GmbH sowie Gründung der Enteractive GmbH
- 2004** Mehrheitserwerb an der Vertriebsgesellschaft WVG Medien GmbH
- 2007** Ausbau des Geschäftsbereichs Video-on-Demand (VoD)
- 2008** Aufnahme der Geschäftstätigkeiten in den Niederlanden und Belgien
- 2010** Gründung des VoD-Portals „Videociety“
- 2013** Erste deutsche Eigenproduktion
- 2015** Aufbau des Bereichs TV-Produktion
- 2016** Mehrheitsbeteiligung an der heutigen Splendid Studios GmbH
- 2017** Erste eigene Ko-Produktion in den Benelux-Ländern („Misfit“)
- 2018** Start der Zusammenarbeit mit freenet im Bereich B2B-VoD
- 2019** Strategiewechsel und Neuaufstellung des Vorstands mit Fokussierung auf die Vermarktung von Filmlicenzen und Produktionen für Streaming-Plattformen
- 2021** „Misfit“-Format wird als weltweite Netflix Original Serie produziert
Kooperation mit der Bauer Media Group im Bereich VoD

Segmentbetrachtung

Splendid gliedert die operativen Tätigkeiten in die Segmente Content und Services. Den Löwenanteil repräsentiert dabei nicht nur zuletzt, sondern auch schon in den vergangenen Jahren der Bereich Content mit einem Anteil von stets >85% an den Gesamtumsätzen.

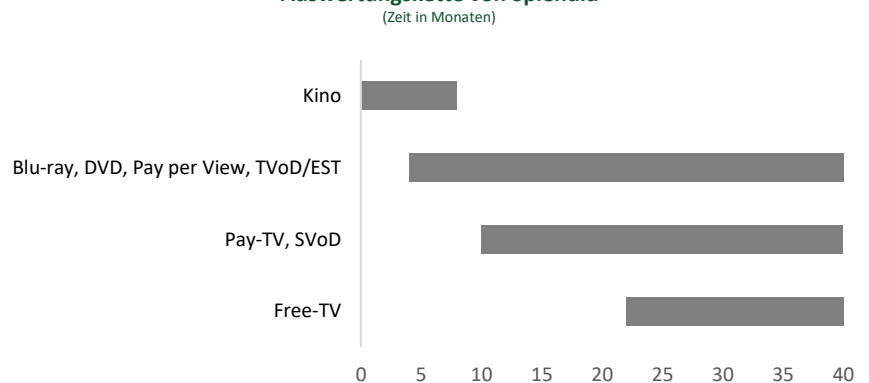


Quelle: Unternehmen



Content (37,4 Mio. Euro bzw. 86% vom Gesamtumsatz): Das Segment Content umfasst den Lizenzhandel mit Filmrechten, die Film- und Programmauswertungen im Kino und Home Entertainment (Blu-ray, DVD, VoD, EST) sowie die Film- und TV-Produktion. Die Lizenzrechte für Spielfilme werden in der Regel für einen Zeitraum von 15 bis 20 Jahren erworben. Für alle anderen Formate, wie Serien und Dokumentationen, beträgt der Lizenzzeitraum nur etwa 5 bis 7 Jahre. Aktuell umfasst die Bibliothek von Splendid rund 1.600 Titel aus einem breiten Spektrum der Genres Action, Horror, Fantasy, Komödien, Drama, Arthouse, Kinder- und Familienunterhaltung, Fitness/Wellness/Gesundheit sowie Dokumentationen. Die Vermarktung der Inhalte erfolgt entlang der gesamten Wertschöpfungskette. In der Regel beginnt die Auswertung eines Films mit dem Kino, wo ein Film je nach Reichweite mehrere Monate zu sehen ist. Ab etwa vier Monaten nach dem Release erscheinen Filme dann in Streaming-Portalen als TVoD-Inhalte (Pay-per-View). Zudem startet in der gleichen Zeit auch der Verkauf oder Verleih von physischen Blu-rays bzw. DVDs. Nach etwa zehn Monaten werden die Filme dann im Pay-TV gezeigt und als SVoD angeboten. Ab ca. 22 Monaten erscheint ein Film dann im Free-TV.

Auswertungskette von Splendid

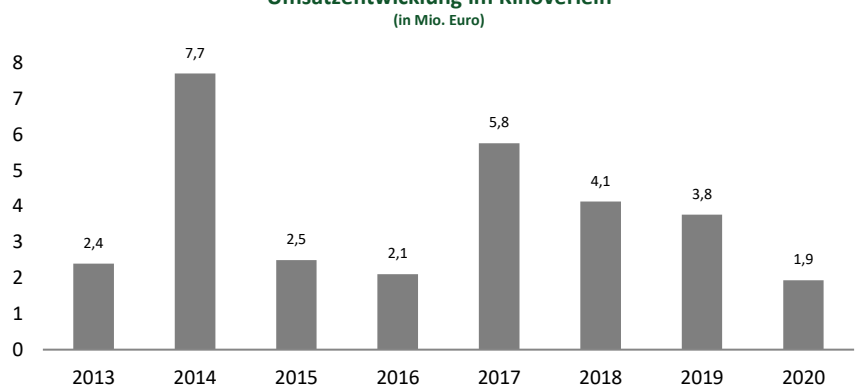


Quelle: Unternehmen

Im Rahmen der Segmentberichterstattung unterteilt Splendid sein operatives Geschäft im Bereich Content in die folgenden Unterkategorien:

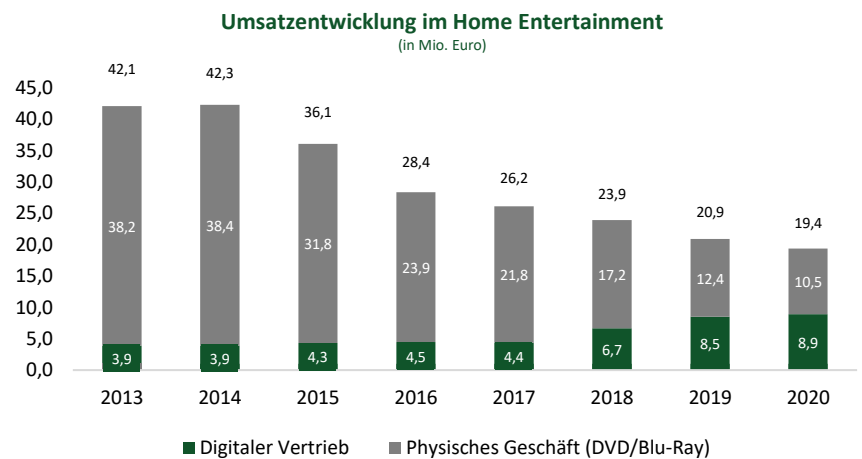
- Kinoverleih:** In der Auswertungsstufe Kinoverleih erlöste Splendid mit der Veröffentlichung von Kinofilmen in Deutschland, Österreich und den Benelux-Staaten in 2020 1,9 Mio. Euro. Die Umsatzentwicklung ist hier sehr volatil und stark abhängig vom Erfolg einzelner Filme. In Deutschland, Österreich und Belgien wird die Vermietung der Filme an die Kinos sowie die Abrechnung (sog. „Booking and Billing“) mittels Kooperationspartnern abgedeckt. In den Niederlanden geschieht dies über eine eigene Vertriebsgesellschaft. Vorteil einer Kinoveröffentlichung ist die erhöhte Aufmerksamkeit für einen Film, was sich oft auch positiv auf die Vermarktung in den folgenden Auswertungsstufen auswirkt.

Umsatzentwicklung im Kinoverleih



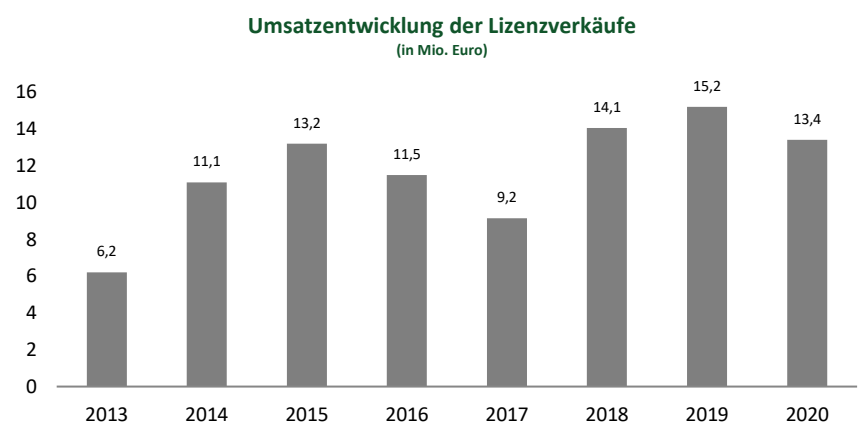
Quelle: Unternehmen

- Home Entertainment:** Circa vier Monate nach dem Kinostart beginnt die Auswertung des Films im Home Entertainment. In diesem umsatzstärksten Bereich erzielte Splendid in 2020 19,4 Mio. Euro. Hierzu zählt sowohl der Verleih und Verkauf über das Internet (VoD & EST) als auch der Verleih und Verkauf physischer Bildtonträger (Blu-ray und DVD). Wenngleich Splendid zu den größten unabhängigen Blu-ray- und DVD-Anbietern im deutschsprachigen Raum gehört, verdeutlicht die Umsatzentwicklung der letzten Jahre dennoch die spürbar abnehmende Relevanz dieses Mediums (CAGR 2013-2020: -16,8% p.a.). Auf der anderen Seite verzeichnete das Unternehmen im digitalen Vertrieb im selben Zeitraum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12,5% ein deutliches Wachstum. Hier vermarktet Splendid die Inhalte über alle bedeutenden Internet-Plattformen sowie über das eigene Streaming-Portal „maxdome“ (Portal der Tochtergesellschaft Videociety GmbH). Neben dem B2C-Geschäft stellt Splendid seine VoD-Plattform als White-Label-Lösung auch Geschäftskunden zur Verfügung. So nutzt z.B. freenet seit 2018 das VoD-Portal von Splendid als White-Label-Lösung für die SVoD-Plattform „freenet Video“.



Quelle: Unternehmen

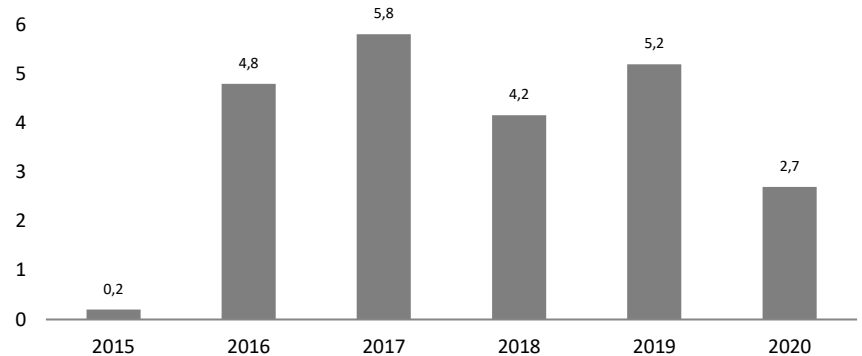
- Lizenzverkäufe:** Etwa zehn Monate nach Auswertungsbeginn im Home Entertainment beginnt die Vermarktung eines Films auf den Pay-TV-Kanälen, den SVoD-Plattformen sowie im Free-TV. Die Lizenzen veräußert das Unternehmen für eine vertraglich festgelegte Dauer bzw. für eine definierte Anzahl von Ausstrahlungen in einer Zeitperiode. Zu den Kunden gehören hier alle TV-Sender sowie SVoD-Anbieter im deutschsprachigen Raum sowie in Benelux. Im Geschäftsjahr 2020 erzielte Splendid in diesem Bereich 13,4 Mio. Euro. Der Großteil davon dürfte dem SVoD-Bereich zuzuordnen sein (MONE: >70%).



Quelle: Unternehmen

- **Auftragsproduktion:** Im Bereich der Auftragsproduktionen produziert Splendid TV-Formate für Fernsehsender. Dabei entwickelt das Unternehmen oftmals gemeinsam mit dem Sender eine Formatidee und setzt diese dann in der Produktion um. Zuletzt stand hier z.B. die Herstellung von „Die Wollnys“ für RTLZWEI im Fokus. In 2020 erzielte Splendid in diesem Bereich Erlöse i.H.v. 2,7 Mio. Euro.

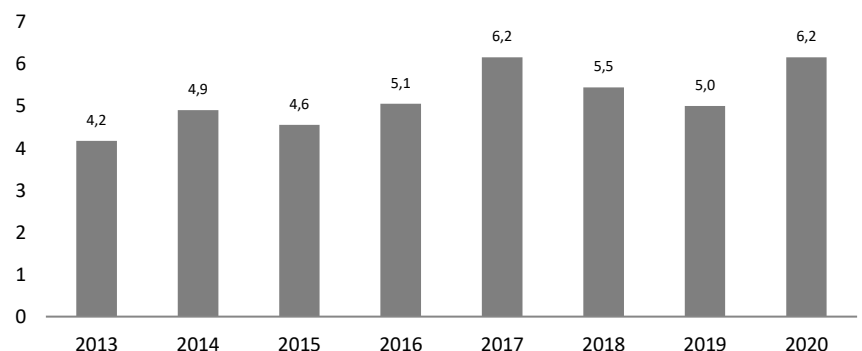
Umsatzentwicklung in der Auftragsproduktion
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Services (6,2 Mio. Euro bzw. 14% vom Gesamtumsatz): Im Segment Services sind diverse Dienstleistungen für die Film- und Fernsehindustrie aggregiert. Der Schwerpunkt liegt bei der Synchronisation und tontechnischen Nachbearbeitung sowie Digitalisierungsdienstleistungen für die VoD-Vermarktung im Internet sowie für Blu-ray- und DVD-Produktionen. Im Bereich der Synchronisation nimmt Splendid inzwischen zusätzlich auch die Vertonung von Dokumentationen vor. Zu den Kunden zählen internationale Medienunternehmen wie Paramount, Warner Bros., DreamWorks Animation, BBC Studios, Discovery Channel, RTL Television oder die ProSiebenSat.1-Gruppe. Bei den Digitalisierungsdienstleistungen entfällt der Großteil auf VoD-Digitalisierungen für Internet-Portale, da die technischen Anforderungen je nach Streaming-Plattform oftmals unterschiedlich sind. Darüber hinaus gehört zu diesem Bereich auch die Bearbeitung von Remastering-Aufträgen für DVDs und Blu-rays sowie weitere Dienstleistungen wie z.B. die Erstellung und Auslieferung digitaler Kinokopien. Zu den Kunden der Digitalisierungsdienstleistungen gehören u.a. Warner Bros., Leonine, Koch Films oder BBC Studios.

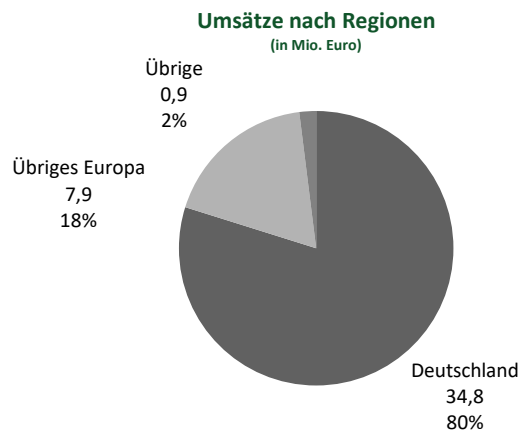
Umsatzentwicklung Services
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Regionen

Regional betrachtet erzielt Splendid mit zuletzt 34,8 Mio. Euro bzw. 80% den Großteil der Erlöse in Deutschland. Auf das übrige Europa entfallen 7,9 Mio. Euro bzw. 18%. Hier ist Splendid insbesondere in Belgien und den Niederlanden aktiv. Weitere 0,9 Mio. Euro bzw. 2% der Umsätze stammen weltweit aus diversen anderen Regionen. Da wir mit Wachstum sowohl im Heimatmarkt als auch in benachbarten EU-Ländern rechnen, dürfte die Verteilung der Erlöse auch in den nächsten Jahren in diesen Verhältnissen bleiben.



Quelle: Unternehmen

Management

Das operative Geschäft wird vom CEO Dr. Dirk Schweitzer und CFO Björn Siecken geleitet.



Dr. Dirk Schweitzer wurde im Januar 2020 in den Vorstand der Splendid Medien AG berufen, nachdem er bereits seit April 2013 als Geschäftsführer der Tochtergesellschaft Splendid Film GmbH in der Gruppe tätig war. Zuvor arbeitete Herr Dr. Schweitzer mehr als 10 Jahre für die RTL-Gruppe, wo er u.a. als Bereichsleiter Programmakquisition und -vertrieb bei RTL Television in Köln sowie als Leiter der Unternehmensentwicklung der CLT-UFA International in Luxemburg aktiv war. Direkt vor seinem Wechsel in die Splendid Gruppe fungierte Herr Dr. Schweitzer als Geschäftsführer der Tele München Gruppe.

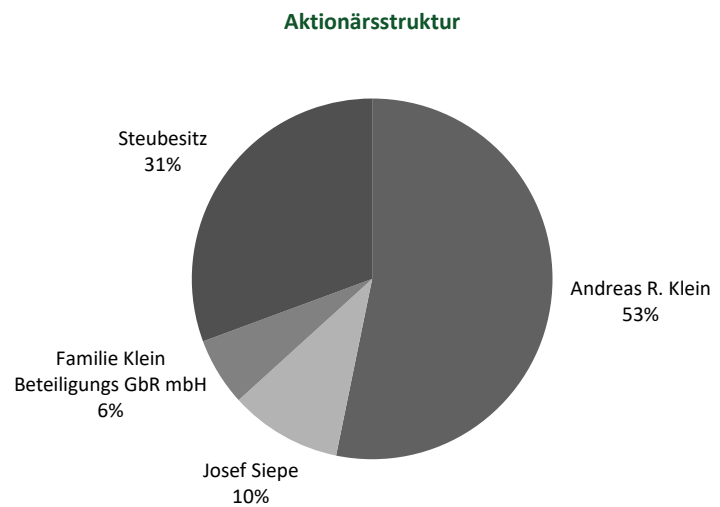


Björn Siecken ist seit Mai 2019 im Vorstand für die Bereiche Finanzen, Administration und Investor Relations zuständig. Vor seiner Tätigkeit bei Splendid war Herr Siecken nach dem Studium in der Wirtschaftsprüfung aktiv. Im Anschluss daran übernahm er verschiedene leitende Funktionen im Finanz- und Rechnungswesen unterschiedlicher Unternehmen wie der REWE Group, der Deutschen Post sowie zuletzt als CFO bei der SPORTTOTAL AG.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der Splendid Medien AG werden im General Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das Grundkapital ist in 9.789.999 auf den Inhaber lautende Namensaktien zu je 1,00 Euro aufgeteilt.

Zu den größten Einzelaktionären gehört der ehemalige Vorstandsvorsitzender Andreas R. Klein mit einem Anteil von 53,2%. Herr Klein baute die Unternehmensbereiche Home Entertainment und Postproduktion auf, war bis Ende 2019 im Vorstand und ist der Sohn vom Splendid-Gründer Albert E. Klein. Mit 10,1% ist der Privatinvestor Herr Josef Siepe an Splendid beteiligt. Die Familie Klein Beteiligungs GbR mbH hält 6,1% der Aktien. Die übrigen Anteile liegen unter der 5%-Schwelle und werden somit dem Streubesitz zugeordnet, der aktuell 30,6% beträgt.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Splendid Medien AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	51,7	50,0	43,5	44,4	44,0	48,2
Herstellungskosten	34,9	44,0	28,7	30,2	30,1	32,4
Bruttoergebnis	16,8	6,0	14,8	14,2	13,9	15,9
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	8,6	9,0	5,4	5,2	5,5	6,2
Verwaltungskosten	6,6	7,0	6,3	6,5	6,5	6,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,1	1,2	3,4	0,4	0,4	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,8	1,8	0,9	0,9	1,0
EBITDA	18,7	14,6	14,9	15,2	14,5	16,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
EBITA	18,4	14,3	14,7	15,0	14,2	16,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	15,9	24,7	13,1	12,1	12,0	13,0
EBIT	2,5	-10,4	1,6	2,9	2,3	3,4
Finanzergebnis	-1,0	-1,0	-1,5	-0,9	-0,7	-0,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,5	-11,4	0,1	2,0	1,6	2,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,5	-11,4	0,1	2,0	1,6	2,9
EE-Steuern	0,1	4,6	0,3	0,6	0,5	0,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,4	-16,0	-0,2	1,4	1,1	2,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,4	-16,0	-0,2	1,4	1,1	2,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,4	-16,0	-0,2	1,4	1,1	2,0

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

G&V (in % vom Umsatz) Splendid Medien AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	67,5%	88,0%	66,0%	68,0%	68,4%	67,1%
Bruttoergebnis	32,5%	12,0%	34,0%	32,0%	31,6%	32,9%
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	16,56%	18,02%	12,34%	11,80%	12,60%	12,80%
Verwaltungskosten	12,76%	14,09%	14,44%	14,60%	14,80%	14,00%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,18%	2,32%	7,82%	1,00%	1,00%	1,00%
Sonstige betriebliche Erträge	1,74%	1,56%	4,19%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA	36,2%	29,2%	34,2%	34,3%	32,9%	34,5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITA	35,5%	28,5%	33,7%	33,8%	32,4%	34,0%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	30,7%	49,4%	30,1%	27,2%	27,2%	26,9%
EBIT	4,8%	-20,9%	3,6%	6,6%	5,2%	7,1%
Finanzergebnis	-1,9%	-1,9%	-3,4%	-2,0%	-1,7%	-1,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2,9%	-22,8%	0,2%	4,6%	3,5%	6,0%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,9%	-22,8%	0,2%	4,6%	3,5%	6,0%
EE-Steuern	0,2%	9,2%	0,7%	1,4%	1,1%	1,8%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,7%	-32,0%	-0,5%	3,2%	2,5%	4,2%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,7%	-32,0%	-0,5%	3,2%	2,5%	4,2%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	2,7%	-32,0%	-0,5%	3,2%	2,5%	4,2%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Splendid Medien AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,6	19,0	12,9	12,6	13,7	15,1
Sachanlagen	1,3	1,0	1,0	0,9	1,0	1,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	30,9	19,9	13,8	13,5	14,6	16,2
Vorräte	1,3	1,1	1,0	1,2	1,3	1,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,4	13,8	10,3	11,2	11,2	12,2
Liquide Mittel	6,4	6,0	7,3	6,9	6,2	5,9
Sonstige Vermögensgegenstände	6,7	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
Umlaufvermögen	32,8	21,5	19,3	20,1	19,5	20,6
Bilanzsumme	63,6	41,5	33,1	33,6	34,1	36,7
PASSIVA						
Eigenkapital	19,0	3,0	2,7	4,2	5,2	7,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	6,2	7,8	7,8	8,2	8,5	8,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	17,9	18,9	10,8	8,9	8,1	7,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	15,2	8,7	9,2	9,6	9,5	10,4
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4	3,1	2,6	2,7	2,8	2,9
Verbindlichkeiten	44,7	38,5	30,4	29,4	28,9	29,4
Bilanzsumme	63,6	41,5	33,1	33,6	34,1	36,7

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Splendid Medien AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	46,5%	45,8%	38,9%	37,6%	40,1%	41,1%
Sachanlagen	2,1%	2,3%	2,9%	2,7%	2,9%	2,9%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	48,6%	48,1%	41,8%	40,3%	42,9%	44,0%
Vorräte	2,0%	2,6%	3,1%	3,6%	3,8%	4,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	28,9%	33,3%	31,1%	33,3%	32,8%	33,2%
Liquide Mittel	10,0%	14,5%	22,0%	20,6%	18,0%	16,1%
Sonstige Vermögensgegenstände	10,6%	1,5%	2,0%	2,3%	2,5%	2,6%
Umlaufvermögen	51,5%	51,9%	58,3%	59,7%	57,2%	56,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	29,9%	7,2%	8,3%	12,4%	15,4%	19,8%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	9,7%	18,9%	23,7%	24,5%	24,9%	23,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten	28,2%	45,5%	32,6%	26,6%	23,8%	20,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	23,8%	21,1%	27,8%	28,6%	27,9%	28,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	8,5%	7,4%	7,8%	8,0%	8,2%	7,9%
Verbindlichkeiten	70,2%	92,8%	91,8%	87,6%	84,7%	80,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

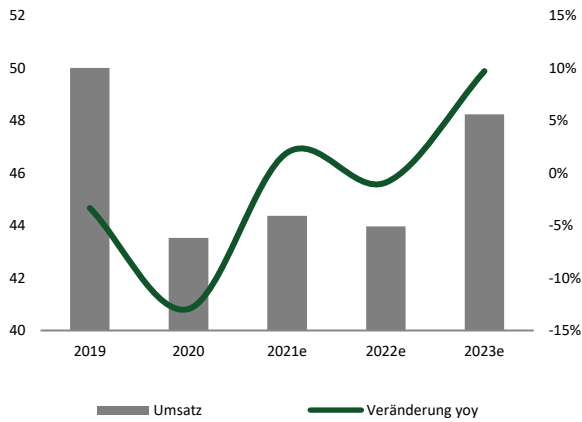
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Splendid Medien AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,4	-16,0	-0,2	1,4	1,1	2,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	15,9	24,7	13,1	12,1	12,0	13,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	2,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,5	0,0	1,9	0,4	0,3	0,3
Cash Flow	19,8	10,7	15,0	14,1	13,5	15,5
Veränderung Working Capital	-1,3	-0,3	1,3	-0,6	-0,2	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	19,5	16,0	18,1	13,5	13,3	15,2
CAPEX	-15,7	-13,0	-8,2	-10,9	-13,3	-14,8
Sonstiges	0,1	-1,7	0,0	-1,1	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-15,7	-14,7	-8,2	-12,0	-13,3	-14,8
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-3,1	-1,6	-8,7	-1,9	-0,8	-0,7
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-3,1	-1,6	-8,7	-1,9	-0,8	-0,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,8	-0,4	1,3	-0,4	-0,8	-0,3
Endbestand liquide Mittel	6,4	6,0	7,3	6,9	6,2	5,9

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

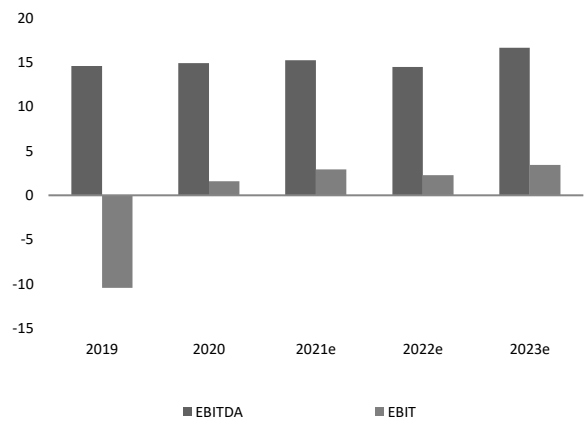
Kennzahlen Splendid Medien AG	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	32,5%	12,0%	34,0%	32,0%	31,6%	32,9%
EBITDA-Marge (%)	36,2%	29,2%	34,2%	34,3%	32,9%	34,5%
EBIT-Marge (%)	4,8%	-20,9%	3,6%	6,6%	5,2%	7,1%
EBT-Marge (%)	2,9%	-22,8%	0,2%	4,6%	3,5%	6,0%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,7%	-32,0%	-0,5%	3,2%	2,5%	4,2%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	7,7%	-45,1%	14,3%	47,2%	34,2%	42,8%
ROE (%)	7,7%	-84,4%	-8,0%	52,0%	26,2%	38,8%
ROA (%)	2,2%	-38,6%	-0,7%	4,2%	3,2%	5,5%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	11,5	12,9	3,5	2,0	2,0	1,5
Net Debt / EBITDA	0,6	0,9	0,2	0,1	0,1	0,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,6	4,3	1,3	0,5	0,4	0,2
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	3,8	3,0	9,9	2,6	0,0	0,5
Capex / Umsatz (%)	30%	26%	19%	25%	30%	31%
Working Capital / Umsatz (%)	5%	11%	10%	6%	7%	7%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBIT	6,1	-	9,5	5,1	6,6	4,4
EV/FCF	4,0	5,0	1,5	5,8	361,5	32,0
KGV	9,6	-	-	8,9	12,2	6,4
KBV	0,7	4,4	4,8	3,2	2,5	1,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

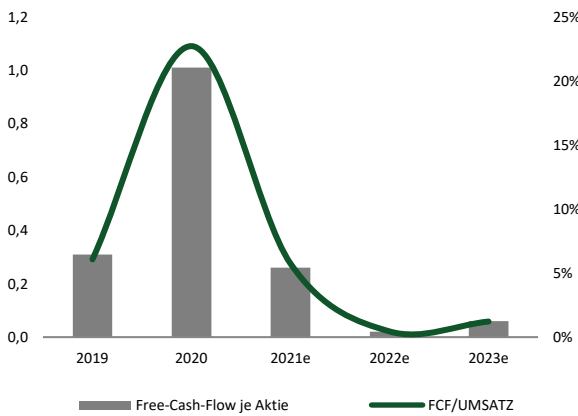
Umsatzentwicklung



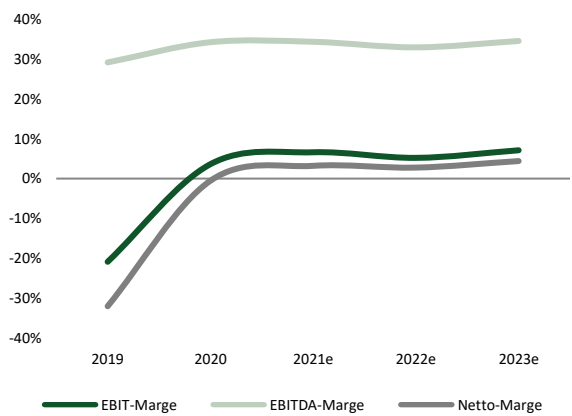
Ergebnisentwicklung



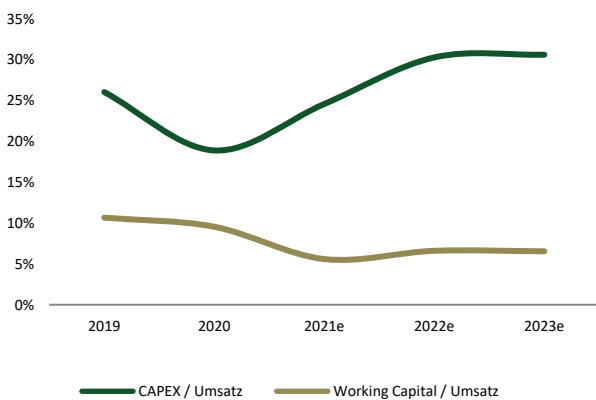
Free-Cash-Flow Entwicklung



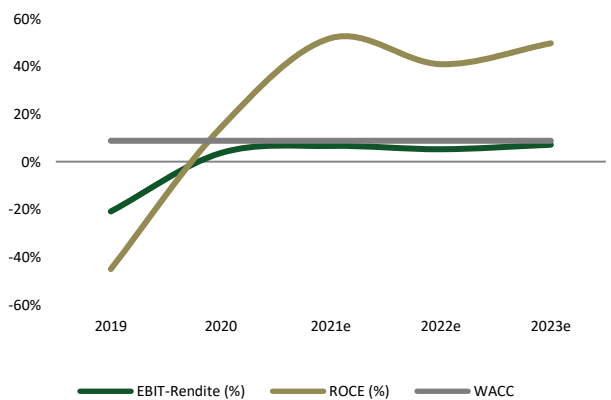
Margenentwicklung



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: 20.01.2022): 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: 20.01.2022): 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)	20.01.2022	1,34	2,00	+49%
