

20. Juli 2017
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Staramba SE

Vorstöß in neue Dimensionen

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **46,54 Euro** | Kursziel: **63,15 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Markt und Strategie.....	9
Zahlen.....	13
Equity-Story.....	15
DCF-Bewertung.....	17
Fazit.....	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	3D-Daten
Mitarbeiter:	65
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1K03W5
Kurs:	46,54 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	2,26 Mio. Stück
Market Cap:	105,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	107,5 Mio. Euro
Free-Float:	23,2 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	55,80 / 5,70 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	137,1 Tsd. Euro

Kurzportrait

Staramba hat in den letzten zwölf Monaten eine umfassende Transformation durchlaufen. Das Unternehmen hat sich auf die Kernaktivitäten rund um die Erstellung von 3D-Datenmodellen konzentriert und von anderen Beteiligungen sowie von der eigenen 3D-Druckmanufaktur getrennt. Die Fokussierung geht einher mit einer anziehenden Dynamik der operativen Entwicklung. Nachdem im letzten Jahr Erlöse in Höhe von 2,1 Mio. Euro generiert wurden, hat das Management die Zielsetzung für die laufende Periode im April von 10,0 auf 15,9 Mio. Euro angehoben. Einen wichtigen Treiber stellt der Absatz des Fotogrammetriescanners Instagraph dar. Staramba konnte im Juni eine neue Version vorstellen, dessen Scans ohne aufwendige Nachbereitung direkt genutzt werden können – ein Meilenstein für die Branche. Weitere Innovationen befinden sich in Vorbereitung. Dazu gehört auch die Virtual-Reality-App STAR ISLAND, die im September vorgestellt und künftig als Plattform für die Interaktion von Stars und Fans fungieren soll. Außerdem öffnet die Gesellschaft in Kürze ihre 3D-Modelldatenbank für externer Partner.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	0,8	2,1	14,0	26,6	42,6	59,6
EBIT (Mio. Euro)	-0,6	42,7	-8,2	-3,2	3,4	7,6
Jahresüberschuss	0,9	45,8	-9,3	-4,6	2,3	5,7
EpS	-2,34	21,69	-3,10	-1,52	0,75	1,89
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	2,4%	170,9%	582,0%	90,0%	60,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	5.180,7%	-	-	-	152,6%
KUV*	138,80	51,24	7,51	5,27	3,29	2,35
KGV*	121,4	2,3	-	-	62,2	24,6
KCF*	-	-	-	36,58	11,90	9,34
EV / EBIT*	-	2,5	-	-	41,3	18,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*Ab 2017 voll verwässert mit hypothetischer Aktienzahl 3,01 Mio.

Executive Summary

- **Spezialist für 3D-Datenmodelle:** Staramba hat sich auf die Erstellung und Vermarktung von 3D-Datenmodellen zu Personen spezialisiert, wobei ein besonderer Fokus auf Stars aus der Sport- und Unterhaltungsindustrie gelegt wurde. Mittlerweile wurden ein umfangreiches Lizenzportfolio (u.a. Bayern München, Real Madrid, deutsche Nationalmannschaft) und eine große Datenbank mit 3D-Modellen aufgebaut. Eine wichtige Voraussetzung für diesen Erfolg war und ist der 3D-Fotogrammetriescanner Instagraph, mit dem Staramba zu den führenden Anbietern im Markt zählt. Als ersten Schritt zur Kommerzialisierung der Datensätze hatte das Unternehmen zunächst den Figurendruck adressiert, inzwischen rückt aber die Nutzung in digitalen Lösungen (bspw. Games) immer mehr in den Vordergrund. Für die Zukunft verspricht vor allem die Bereitstellung von Avataren für Augmented- und Virtual-Reality-Anwendungen ein enormes Potenzial, diese Bereiche stehen aktuell im Zentrum der Strategie.
- **Markt vor explosiver Entwicklung:** Im Zuge der Digitalisierung zeichnet sich in der Merchandisingindustrie ein Trend zu individualisierten Produkten ab, von dem Staramba profitieren dürfte. Dem Teilssegment des Sportmerchandisings wird für die nächsten Jahre ein globales Wachstum von mehr als 6 Prozent p.a. zugetraut. Erheblich explosiver dürfte die Entwicklung im Bereich Virtual Reality ausfallen, für den Marktforscher mit dreistelligen Steigerungsraten rechnen. Insbesondere virtuelle Welten werden völlig neue Vermarktungsmöglichkeiten eröffnen, für deren Umsetzung Staramba die notwendigen fotorealistischen Avatare schon heute bereitstellen kann. Die bereits vorhandene umfangreiche Datenbank, das hochspezialisierte Softwareteam und das wachsende Scannernetzwerk stellen wichtige strategische Assets für dieses neuartige Geschäft dar.
- **Dynamik zieht an:** Im letzten Jahr hat das Unternehmen die Erlöse um mehr als 170 Prozent gesteigert, mit 2,05 Mio. Euro lagen sie absolut betrachtet aber noch auf niedrigem Niveau. Für 2017 zeichnet sich mit einem Halbjahresumsatz von 5,3 Mio. Euro eine deutlich anziehende Dynamik ab, die erst Anfang März ausgegebene Umsatzprognose von 10 Mio. Euro wurde bereits im April auf mindestens 15,9 Mio. Euro angehoben. Bereinigt um nicht liquiditätswirksame Firmenwertabschreibungen soll dabei ein Gewinn von 4,5 Mio. Euro anfallen.
- **Strategische Weichenstellungen:** Nach der Präsentation der neuen Scannerversion im Juni, die eine bisher erforderliche, aufwendige Nachbearbeitung der Datenmodelle obsolet macht, steht Staramba vor weiteren Meilensteinen. In naher Zukunft werden die 3D-Datenbank für externe Partner geöffnet und die VR-App STAR ISLAND präsentiert. Die Berliner wollen sich damit als ein innovativer Anbieter von Avataren und VR-Applikationen positionieren, um an dem prognostizierten hohen Marktwachstum in diesem Bereich zu partizipieren. Das Unternehmen dürfte damit auch als Partner für die großen Player in diesem Geschäft interessant werden.
- **Weiteres Kurspotenzial:** Wir haben unser DCF-Modell auf der Grundprämisse aufgebaut, dass diese Wachstumsstrategie erfolgreich sein wird. Obwohl die Aktie mittlerweile entdeckt wurde und hohe Kursgewinne verzeichnet hat, sehen wir aktuell weiteres Potenzial bis 63,15 Euro. Das Prognoserisiko ist unverändert sehr hoch, daher bleibt unser Urteil „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Unternehmen hat frühzeitig den potenzialträchtigen Markt für 3D-Datenmodelle von Personen adressiert und verfügt bereits über einen mehrjährigen Erfahrungsschatz und ein hochspezialisiertes Softwareteam.
- Exklusive Lizenzvereinbarungen mit renommierten Partnern (u.a. Real Madrid, Bayern München, DFB-Elf) sorgen in der Datenvermarktung von Stars für einen großen Wettbewerbsvorteil.
- Mit dem selbst entwickelten und kürzlich noch einmal entscheidend verbesserten Fotogrammetriescanner Instagraph verfügt Staramba über eine führende Lösung im Markt.
- Das Unternehmen hat bereits eine umfangreiche Datenbank mit 3D-Modellen aufgebaut.
- Mit einer Aktien- und Wandelanleihenemission im Gesamtvolumen von 8 Mio. Euro wurde im März eine solide finanzielle Grundlage für die Expansion im laufenden Jahr geschaffen.

Chancen

- Für Instagraph konnten bereits größere Rahmenverträge abgeschlossen werden, der Release der neuen Version im Juni könnte den Vertrieb weiter beflügeln.
- Die Vermarktung von 3D-Datenmodellen ist margenstark und sehr gut skalierbar.
- Dem Markt für Virtual Reality wird ein explosives Wachstum zugetraut. Mit der Bereitstellung von Avataren und eigenen Lösungen (u.a. der App STAR ISLAND) könnte Staramba daran partizipieren.
- Die WM 2018 verspricht einen Schub für die Geschäfte im Bereich Sportmerchandising.
- Mit ihren Kernkompetenzen ist die Gesellschaft attraktiv für strategische Partner.

Schwächen

- Die Unternehmensentwicklung befindet sich immer noch in einem frühen Stadium, die Strategie muss laufend mit der sehr dynamischen Marktentwicklung abgeglichen werden. 2016 wurde deshalb die eigene 3D-Manufaktur verkauft.
- Unter anderem aufgrund dieser Veräußerung und einer größeren Umstrukturierung hat Staramba die eigene Umsatzprognose im letzten Jahr deutlich verfehlt.
- Nach einem Anteilstausch in 2016 wird die Bilanz von einem sehr hohen Goodwill geprägt.
- Aufgrund der noch geringen Unternehmensgröße kommt dem Führungspersonal eine herausgehobene Bedeutung zu, der Verlust der wichtigsten Akteure wäre schwer zu kompensieren.

Risiken

- Die ambitionierte Umsatzprognose für 2017 lässt Raum für Enttäuschungen.
- Das Unternehmen könnte wichtige Lizenzpartner wieder verlieren.
- Die technische Entwicklung im Kerngeschäft von Staramba ist sehr dynamisch, neue Lösungen (etwa im Bereich Scannen) könnten den Konkurrenzdruck erhöhen.
- Die Resonanz auf die Angebote von Staramba im Bereich Virtual Reality ist noch völlig offen.
- Das prognostizierte Marktwachstum im Bereich Virtual Reality könnte sich als deutlich zu optimistisch erweisen.

Profil

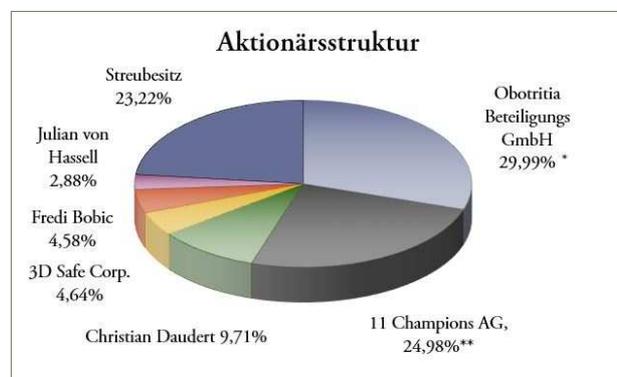
Spezialist für 3D-Daten

Das Kerngeschäft der in Berlin ansässigen Staramba SE (bis August 2016: Social Commerce Group SE) resultiert aus der 2014 gegründeten gleichnamigen GmbH, die im letzten Jahr auf die SE verschmolzen worden ist. Der Fokus der Gesellschaft liegt auf der Generierung, Verarbeitung und Bereitstellung umfangreicher 3D-Datensätze zu Personen, die anschließend u.a. für digitale Anwendungen wie Games oder Apps oder zur Herstellung von Figuren mit 3D-Druckern verwendet werden können. Ein Kernelement der Strategie ist eine umfangreiche 3D-Datenbank mit Modellen von zahlreichen Stars. Dafür hat Staramba in kurzer Zeit ein umfangreiches Portfolio von Lizenzpartnerschaften aufgebaut, das u.a. Fußballmannschaften wie den FC Bayern München, Real Madrid, Arsenal London und die deutsche Nationalmannschaft sowie Künstler wie Rammstein, Limp Bizkit, KISS und Heino umfasst. Bis zum Oktober letzten Jahres war die Gesellschaft selbst im 3D-Druckgeschäft aktiv, die eigene Manufaktur wurde aber an einen amerikanischen Investor veräußert. Staramba konzentriert sich seitdem auf die hochskalierbare Vermarktung digitaler Applikationen und Datensätze.

Transformation im Geschäftsjahr 2016

Die Verschmelzung der Staramba GmbH auf die Muttergesellschaft und deren Umbenennung in Staramba SE wurden Mitte 2016 durch einen Anteilstausch eingeleitet, in dessen Rahmen Staramba Anteile an den damaligen Beteiligungen yoyo, MXM und Staramba USA abgegeben und im Gegenzug die ausstehenden Anteile an der Staramba GmbH erhalten hat. Die Entwicklung der Aktivitäten in Übersee sollte im Rahmen einer Kooperation mit dem amerikanischen Ableger erfolgen, was sich aber im Anschluss als problematisch herausgestellt hat, da ein einheitlicher Konzernauftritt in Europa und den USA für viele Partner von hoher Bedeutung ist. Deswegen hat das Unternehmen die Gesellschaft Staramba USA, die u.a. die Lizenzrechte von World

Wrestling Entertainment, der National Football League und KISS hält, im April dieses Jahres vollständig übernommen. Damit konnte auch der Anteil an der Social VR GmbH von 48 auf 96 Prozent verdoppelt werden. Diese Tochter verantwortet die Entwicklungen für den Bereich Virtual Reality (VR) und nimmt damit eine Schlüsselstellung in der Wachstumsstrategie des Unternehmens ein.



Quelle: Unternehmen; * Rolf Elgeti ist alleiniger Gesellschafter von Obotritia; ** Christian Daudert ist Mehrheitsaktionär der 11 Champions AG

Gründer an der Unternehmensspitze

Das neu formierte Unternehmen beschäftigt aktuell 65 Mitarbeiter und wird gemäß der monistischen Struktur einer SE von einem fünfköpfigen Verwaltungsrat als zentralem Leitungsorgan geführt. Als Vorsitzender und geschäftsführender Direktor des Unternehmens fungiert Gründer Christian Daudert, der mit einem Anteil von rd. 34,7 Prozent (9,7 Prozent direkt und 25 Prozent über die 11 Champions AG, an der er die Mehrheit hält) der größte Aktionär ist. Dahinter folgt der bekannte Unternehmer und Investor Rolf Elgeti (u.a. ehemaliger CEO von TAG Immobilien), der ebenfalls im Verwaltungsrat vertreten ist und über die Obotritia Beteiligungs GmbH 29,99 Prozent des Aktienkapitals hält. Zum Führungsgremium gehören ferner Prof. Klemens Skibicki als stellvertretender Vorsitzender, der M&A- und VC-Spezialist Julian von Hassell und die Medienspe-

zialistin Marthe Wolbring. Darüber hinaus berät ein Beirat die Gesellschaft, in dem u.a. prominente frühere Profifußballer wie Fredi Bobic, Marko Rehmer und Hasan Salihamidzic vertreten sind, die in der Anfangsphase in das Unternehmen investiert haben. Der Streubesitz beträgt aktuell 23,2 Prozent, die Aktie von Staramba ist im General Standard der Frankfurter Börse gelistet.

Führende Fotogrammetrielösung

Ein Kernelement des 3D-Datengeschäfts von Staramba ist der selbst entwickelte Fotogrammetrie-Scanner 3D Instagraph, der über ein einziges „Foto“ mit 172 Kameras alle relevanten Daten eines Objekts erfassen kann. Im Juni hat das Unternehmen eine überarbeitete Version des Systems vorgestellt, mit der ein wesentlicher Fortschritt erreicht werden konnte. Die mit dem Scan erstellten 3D-Modelle können nun direkt, ohne umfangreiche Nachbearbeitung, für den 3D-Druck oder als animierte Hologramme für Augmented- und Virtual Reality-Anwendungen genutzt werden. Damit entfällt ein sehr arbeitsintensiver Zwischenschritt, was die Kosten der Erstellung von 3D-Modellen deutlich senkt. Staramba ist nach eigener Darstellung das weltweit erste Unternehmen, dem diese Innovation gelungen ist. Das ist u.a. auf eine weiterentwickelte Steuerungssoftware zurückzuführen, für die nun ein Patent angestrebt wird. Zwei weitere Patente zielen auf wichtige Systemfunktionalitäten und die Plattform für die Anwender. Der Vertrieb der Scanner zählt aktuell zu den wichtigsten Umsatztreibern von Staramba und könnte von der neuen Version einen weiteren Schub erfahren.

Umfangreiches Lizenzportfolio

Der Scan von Personen ist die Basis für den Aufbau einer umfangreichen Datenbank von 3D-Modellen, mit der Staramba gerade im Bereich der Stars marktführend ist. Damit profitiert das Unternehmen von der frühzeitigen Konzentration auf dieses Segment, die durch die guten Kontakte in die Fußballwelt erleichtert wurde. Mittlerweile wurden zahlreiche Lizenz- und Vertriebspartnerschaften abgeschlossen. Zum Portfolio zählen u.a. fast alle führenden Fußballclubs Europas sowie die Nationalmannschaften von Deutschland und Großbritannien. Darüber hin-

aus arbeitet das Unternehmen auch mit Universal Music Deutschland und Marvel Heroes zusammen und hat mit vielen Künstlern Verträge abgeschlossen (siehe Grafik). Die Vereinbarungen haben in der Regel eine Laufzeit von drei Jahren und sehen anteilige Lizenzzahlungen an die Partner vor. Aktuell arbeitet Staramba daran, den Datenbestand über eine Plattformlösung für externe Softwareentwickler verfügbar zu machen und will diesen Schritt im August umsetzen.



Auszug aus dem Lizenzportfolio von Staramba;

Quelle: Unternehmen

Figurengeschäft als analoges Demonstrationsobjekt

Aus den Modellen können im 3D-Druck fotorealistische Figuren in verschiedenen Größenformaten aus Polymergips hergestellt werden. Dieses Geschäft hat Staramba als ersten Schritt zur Kommerzialisierung der Daten genutzt. Die Figuren werden über verschiedene Kanäle wie einen eigenen Webshop, die großen Portale (Amazon, eBay) oder Online-Partnershops angeboten, die Produktion und Auslieferung sind inzwischen outgesourct. Das Unternehmen zertifiziert darüber hinaus auch stationäre 3D-Studios, die mit der Staramba-Lösung ihr eigenes Leistungsportfolio erweitern können. Ein wichtiges Verkaufsargument stellt dabei die Möglichkeit dar, dass Kunden ihren eigenen Scan mit einer bekannten Person aus der Datenbank kombinieren können (me & my

star). Die Vielzahl der verfügbaren Prominentenmodelle stellt hierbei einen wichtigen Wettbewerbsvorteil dar. Im letzten Jahr hat das Unternehmen darüber hinaus angekündigt, dass die Datensätze auch für Kleinfiguren in einer Größe von fünf bis sieben Zentimetern genutzt werden sollen. Im Gegensatz zum Einzelverkauf der größeren Figuren werden damit Großverkäufer adressiert, die die Produkte bspw. für Loyalty-Programme (etwa von Supermarktketten) nutzen wollen. Für Staramba ist das Figurengeschäft ein wichtiges analoges Demonstrationsbeispiel für die Möglichkeiten, die aus den 3D-Datenmodellen resultieren.

Digitale Datennutzung lukrativ

Margenträchtiger ist aber die direkte Nutzung der Daten in digitalen Anwendungen, da den potenziellen Erlösen hier keine größeren zusätzlichen Produktionskosten gegenüberstehen. Im letzten Jahr wurde die Verwertung in diesem Bereich mit den ersten Pilotprojekten gestartet, zu den Kunden der ersten Stunde zählt beispielsweise der japanische Videospielehersteller Konami. Kürzlich hat Staramba via Pressemeldung mitgeteilt, dass Konami auf Basis eines Avatars der Berliner den Sprintstar Usain Bolt in ein Fußballspiel integriert hat. Das Management sieht für die 3D-Daten noch vielfältige Einsatzmöglichkeiten, insbesondere in den Wachstumsmärkten Virtual und Augmented Reality (VR & AR), und

positioniert sich als Anbieter individualisierter und personalisierter Lösungen. Zur rascheren Markterschließung soll in Kürze eine App veröffentlicht werden, mit der autorisierte Softwarepartner die 3D-Modelle in ihren AR-Anwendungen für mobile Endgeräte wie beispielsweise den neuen AR-Kit von Apple nutzen können.

Kernmarkt Virtual Reality

Mit seiner Technologie ist Staramba in der Lage, fotorealistic Avatare für virtuelle Welten bereitzustellen. Damit dürfte das Unternehmen zu den großen Profiteuren gehören, wenn den VR-Lösungen – wie von den Onlinegiganten Facebook und Google prognostiziert wird (siehe Abschnitt Markt und Strategie) – bald der breite Durchbruch im Endkonsumentenmarkt gelingen sollte. Um zu demonstrieren, was heute schon machbar ist, arbeitet das Entwicklungsteam der Berliner aktuell an der App STAR ISLAND VR, die im September erstmals der Öffentlichkeit präsentiert werden soll. Das Programm wird Nutzern die Möglichkeit eröffnen, in eine digitale 3D-Welt einzutauchen, um dort verschiedene Stars zu treffen und mit diesen zu kommunizieren und zu interagieren. Das Staramba-Management geht davon aus, dass sich virtuelle 3D-Treffen mit Stars in fotorealistischer Qualität künftig als fester Bestandteil der Kommunikation mit den Fans etablieren und völlig neue Optionen für die Vermarktung bieten werden.

Markt und Strategie

Globaler Wachstumsmarkt

Mit dem aufgebauten Lizenzportfolio und den bereits entwickelten Produkten und Lösungen adressiert das Unternehmen aktuell vor allem den Merchandisingmarkt, wobei wir insbesondere für das Sportmerchandising eine starke Basis sehen. Mit der deutschen und englischen Nationalmannschaft, zahlreichen Top-Fußballclubs aus Europa sowie der National Football League und World Wrestling Entertainment in den USA verfügt Staramba über ein aussichtsreiches Rechteportfolio. Dem Gesamtmarkt für Lizenzprodukte im Sportmerchandising wird für die nächsten Jahre ein hohes Wachstum zugetraut. Die Analysten von Transparency Market Research sehen das weltweite Marktvolumen in 2024 bei 48,2 Mrd. US-Dollar – verglichen mit 27,6 Mrd. US-Dollar noch in 2015. Das entspricht einem durchschnittlichen Wachstum von 6,4 Prozent pro Jahr. Als wesentliche Markttreiber werden zum einen bessere gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen in Schwellenländern wie Indien und China mit einer wachsenden, kaufkräftigen Mittel- und Oberschicht gesehen, zum anderen dürfte die Entwicklung innovativer und attraktiver Produkte den Markt weiter treiben (Datenquelle für diesen und den nächsten Absatz: Transparency Market Research).

Bekleidung größtes Segment

Noch wird der Markt aber von traditionellen Produkten dominiert. Mit knapp 40 Prozent entfiel zuletzt der größte Anteil auf Bekleidung; darüber hinaus zählen Computerspiele, Sportequipment und Haushaltswaren zu den wichtigsten Produkten. Unter regionalen Gesichtspunkten ist Nordamerika der mit Abstand größte Markt, 54 Prozent der weltweiten Merchandising-Erlöse werden in den USA und Kanada generiert. Mit deutlichem Abstand folgen Europa und Asien, wobei Asien von den Analysten von Transparency Market Research für die nächsten Jahre die höchsten Wachstumsraten zugetraut werden. Neben dem steigenden Wohlstand und der niedrigeren Ausgangsbasis begünstigen zwei Faktoren

die dortige Dynamik. Zum einen wächst das Interesse an den großen Sportligen weiter an und zum anderen profitiert der Sektor von seiner starken Präsenz im Internet, da der E-Commerce in Asien mit überdurchschnittlichen Raten zulegt.

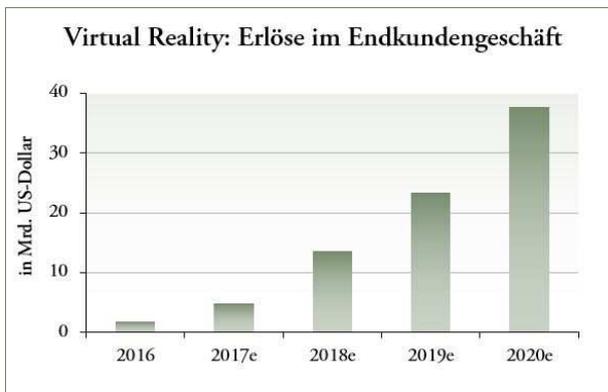
Innovationsschub durch Digitalisierung

Im Innovationsprozess der Merchandisingindustrie spielen E-Commerce und Digitalisierung eine zunehmend wichtige Rolle. Denn durch die umfangreiche Nutzung digitaler Angebote können die Sportclubs intensivere Beziehungen zu ihren Fans aufbauen und zugleich das Produktangebot ausbauen und differenzieren. Während die Sortimente immer noch durch Standarderzeugnisse wie Trikots, Mützen, Schals, Bettwäsche und Tassen beherrscht werden, steigt der Bedarf nach einzigartigen und exklusiven Produkten. Das versuchen die Anbieter zunehmend über individualisierte Artikel zu befriedigen. Und dieser Trend ist durchaus in der gesamten Unterhaltungsindustrie zu beobachten, die „Mass-Customization“, also die Massenproduktion von individualisierten Fanartikeln, zählt zu den meistdiskutierten Themen der jüngeren Vergangenheit. Dem 3D-Druck wird in diesem Zusammenhang ein deutlicher Bedeutungszuwachs zugetraut, denn dieser ermöglicht eine rentable Produktion von Kleinserien und Einzelstücken.

Virtual Reality eröffnet neue Dimensionen

Individualisierte Produkte sind aber nur ein erster Schritt hin zu deutlich erweiterten Vermarktungsmöglichkeiten, die mit der Digitalisierung einhergehen. Große Expansionschancen bestehen perspektivisch vor allem im Bereich der digitalen Events und Erlebnisse. Den Schlüssel dazu bietet die virtuelle Realität, die den Nutzern die Chance bietet, ohne größeren Aufwand an als realitätsnah empfundenen interaktiven Veranstaltungen mit ihren Stars teilzunehmen. Noch hat die Technologie diesen Status

nicht ganz erreicht, aber aufgrund der zuletzt dokumentierten Fortschritte und der rasanten Dynamik im Sektor ist dieser Entwicklungssprung absehbar. Nolan Bushnell, ein Serial Entrepreneur (u.a. Atari) und VR-Pionier, geht beispielsweise davon aus, dass in drei bis vier Jahren die virtuelle Welt von der echten kaum noch zu unterscheiden sein wird, zumindest unter optischen Gesichtspunkten (Quelle: Interview in c't Magazin für Computertechnik). Der Branche werden daher rasante Zuwächse zugetraut. Im letzten Jahr beliefen sich die VR-Erlöse weltweit bereits auf 1,8 Mrd. US-Dollar, wovon rund 83 Prozent auf Hardware und der übrige Teil auf Software und Dienstleistungen entfiel. Im laufenden Jahr soll der Umsatz nach Schätzungen von SuperData Research bereits auf 4,9 Mrd. US-Dollar ansteigen, bis 2020 wird eine Vervielfachung auf 37,7 Mrd. US-Dollar prognostiziert. Das entspricht einem CAGR von 214 Prozent (Datenquelle für diesen und den nächsten Absatz: SuperData Research).

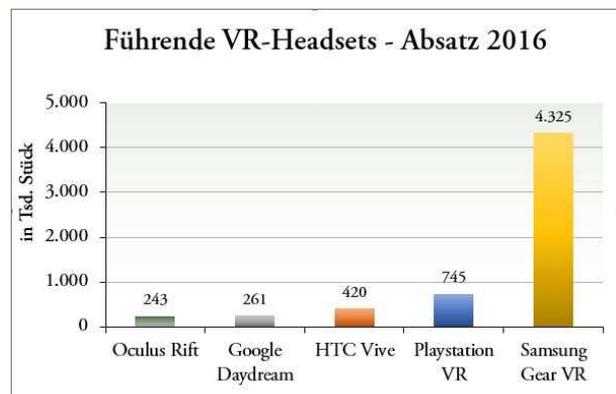


Quelle: SuperData Research

Große Konzerne kämpfen um Vorherrschaft

Der Optimismus zur weiteren Entwicklung fußt auf zwei wichtigen Säulen. Zum einen hat sich die Technik rasant weiterentwickelt. In den neunziger Jahren war eine erste VR-Welle noch an den Unzulänglichkeiten der Lösungen gescheitert, große Fortschritte in allen zentralen Bereichen – Rechnerleistung, Software, Headsets und Sensoren – ermöglichen nun eine neue Erlebnisqualität. Zum anderen sehen viele Marktführer aus dem Online-, Mobile- und Gaming-Geschäft Virtual Reality als einen zentralen Wachstumstreiber und bemühen sich darum,

dieses Segment zu besetzen. Das Ringen um die Vorherrschaft fokussiert sich aktuell insbesondere auf die nötige Hardware, Facebook hat vor drei Jahren mit dem Kauf von Oculus VR für mehr als 2 Mrd. US-Dollar den Einstieg in den Markt für VR-Brillen vollzogen und zählt mit 243 Tsd. verkauften Einheiten zu den größeren Anbietern. Ebenfalls im teuren High-end-Segment angesiedelt sind die Brillen HTC Vive (420 Tsd. Stück in 2016), die aus einer Kooperation von HTC mit dem Spielanbieter Valve hervorgegangen ist, und Playstation VR (745 Tsd. Stück) von Sony. Es gibt aber günstigere Einstiegslösungen, die das Smartphone nutzen, wie Samsung Gear VR (4,32 Mio. Stück) oder Google Daydream (261 Tsd.).



Quelle: SuperData Research

Innovationen brauchen Inhalte

Im ersten Quartal 2017 wurden nach Erhebungen der Analysten von IDC 2,3 Mio. Headsets verkauft, Samsung hat dabei mit einem Anteil von 22 Prozent die führende Stellung behauptet, Sony rückt aber näher (18,8 Prozent). Die teuren Lösungen von HTC (8,4 Prozent) und Oculus (4,4 Prozent) wurden erneut deutlich distanziert. Die Facebook-Tochter hat darauf mit hohen Rabatten reagiert und in Aussicht gestellt, noch in diesem Jahr eine kabellose Variante zu einem günstigen Preis einzuführen. Auch andere Hersteller arbeiten mit Hochdruck an weiteren Verbesserungen, im Mai hat beispielsweise Google Details einer Neuentwicklung bekannt gegeben. Die ebenfalls kabellose VR-Brille soll im Gegensatz zu Konkurrenzmodellen ohne Sensoren im Raum auskommen und damit flexibler einsetzbar

sein, auch die Voraussetzung eines leistungsfähigen PCs soll nicht mehr erforderlich sein. Ein weiterer Pluspunkt des neuen Produkts, dessen Herstellung von Partnern wie Lenovo und HTC übernommen wird, soll eine deutlich verbesserte grafische Qualität sein. Damit rücken hochwertige Inhalte, die das Potenzial der Hardware ausschöpfen, noch stärker in den Fokus. Obwohl weltweit eine Vielzahl von Firmen an neuen Lösungen arbeitet, gilt das Content-Angebot immer noch als vergleichsweise begrenzt, vor allem im hochwertigen Bereich. Im laufenden Jahr wurden aber bereits zahlreiche große VR-Spiele insbesondere für Oculus Rift und Playstation VR eingeführt, für das Facebook-Headset gibt es inzwischen mehr als 500 Spiele und Apps. Auch in anderen Bereichen hält die virtuelle Realität Einzug, etwa in der Präsentation von Immobilien und Produkten oder in der Freizeitparkindustrie.

Fokus auf Avatare

Das Management von Staramba sieht hier einen großen Markt in der Entstehung, der mit passenden Lösungen adressiert werden soll. Das Unternehmen fokussiert sich dabei auf einen Teilbereich, in dem in kurzer Zeit bereits eine umfangreiche Expertise aufgebaut werden konnte: die Bereitstellung fotorealistischer Avatare. Erst echt wirkende Personen machen die virtuelle Welt mit der realen vergleichbar, im Hinblick auf Aussehen und Beweglichkeit sind die Anforderungen in diesem Segment aber sehr hoch. Die Berliner verfügen dabei über gleich mehrere Startvorteile. Zum einen konnte das Unternehmen in den letzten Jahren bereits eine umfangreiche Erfahrung mit der Erstellung von 3D-Datenmodellen sammeln und die eigene Software optimieren. Durch die hohe Resonanz, die Staramba dank Partnerschaften mit Prominenten gefunden hat, konnte auch ein kompetentes Entwicklerteam aufgebaut werden, das ein starkes Fundament für die nächsten Schritte darstellt. Und nicht zuletzt verfügt die Gesellschaft bereits jetzt über eine umfangreiche Datenbank, die mit weiteren Scans kontinuierlich ausgebaut wird und die für diverse Angebote genutzt werden kann. So ist neben dem Einsatz der Avatare in virtuellen Welten beispielsweise eine Nutzung durch die Modeindustrie für (Online-) Shops von großem Wert,

da die Endkunden Kleidungsstücke mit ihren Körpermaßen abgleichen und perspektivisch die Sachen sogar virtuell auch anziehen können.

Netzwerk als Basis

Neben Aufnahmen von Stars, die im Anschluss vielfach verwendet werden können, wird daher ein wesentlicher Treiber des Geschäftsmodells der Zugang zum Endverbraucher und die Erstellung von Scans sein. Dafür ist ein möglichst breites Netzwerk von aufgestellten Fotogrammetrie-Scannern eine zentrale Determinante. Das Unternehmen arbeitet daher mit Hochdruck am Vertrieb. Der Fokus liegt aktuell vor allem auf den USA, wo im letzten Dezember bereits ein Rahmenvertrag über 100 Geräte verkündet werden konnte. Im Februar folgte eine Kooperation mit dem amerikanischen Unternehmen JBC über weitere 100 Scanner (wobei diese teilweise im ersten Rahmenvertrag inkludiert waren), die in Shopping-Malls aufgestellt werden sollen. Der große Roll-out in Europa wird hingegen plangemäß Anfang 2018 starten. Mit der zuletzt vorgestellten neuen Version des Fotogrammetrie-Scanners hat Staramba die Chancen für einen schnellen Ausbau des Netzwerks erheblich gesteigert. Dass die Notwendigkeit einer umfangreichen Datennachbearbeitung nun entfällt, dürfte ein sehr wichtiges Verkaufsargument darstellen.

Märkte früh besetzen

Avatare gelten als Schlüssel zur Etablierung virtueller Welten, und auch für diesen Bereich arbeitet Staramba an einer Demonstrationslösung, mit der das heute bereits technisch Machbare veranschaulicht werden soll. Die App STAR ISLAND, deren Launch auf den September terminiert wurde, ermöglicht eine Interaktion mit verschiedenen Stars auf einer Insel. Obwohl die Einnahmeerzielung zu Beginn noch nicht im Vordergrund steht, eröffnet das Produkt perspektivisch zahlreiche Vermarktungsmöglichkeiten. Stars bekommen die Chance einer virtuellen, aber lebensgetreuen Präsenz mit viel mehr Handlungsoptionen als im realen Leben. Etabliert sich STAR ISLAND, sind Treffen, Interviews, Spiele oder Trainings von Fans mit den Stars möglich, was beispielsweise über einen Ticketverkauf, Abonnements, In-Game Items oder Werbung zur Generie-

zung von Einnahmen genutzt werden kann. Staramba zielt darauf ab, den Markt frühzeitig zu besetzen und mit Partnern zusammen zu erschließen. Für eine

Zusammenarbeit bieten sich beispielsweise soziale Netzwerke an, die für ihre Nutzer eine weitere Ebene zur Interaktion schaffen wollen.

Zahlen

Konzentration auf das Kern-Asset

Im letzten Jahr hat das Unternehmen eine tiefgreifende Transformation durchlaufen. Die Ausrichtung als Beteiligungsgesellschaft mit mehreren Mehrheitsbeteiligungen – zu denen von Anfang an auch die Staramba GmbH zählte – wurde von einer Konzentration auf das Kern-Asset abgelöst. Ermöglicht wurde dies durch ein Tauschgeschäft. Mitte des Jahres hat die Gesellschaft die Anteile an den Beteiligungen yoyo (62,2 Prozent), MXM (54,5 Prozent) und Staramba USA (19,5 Prozent) abgegeben und dafür die ausstehenden Anteile der Staramba GmbH (48,05 Prozent) erhalten. Im Anschluss wurde die Muttergesellschaft (vormals Social Commerce Group SE) mit der GmbH verschmolzen und in Staramba SE umbenannt. Die Transaktion hat den Jahresabschluss 2016 geprägt. Da der Tausch zu Zeitwerten verbucht wurde, resultierten daraus sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 25,9 Mio. Euro, die Verschmelzung sorgte für einen weiteren Ertrag in Höhe von 28,7 Mio. Euro. Im Gegenzug wurden in der Bilanz ein Geschäfts- und Firmenwert von 86,6 Mio. Euro und passive latente Steuern auf den Firmenwert in Höhe von 26,1 Mio. Euro gebildet. Im April 2017 wurde diese Aufstellung noch einmal angepasst, als die Gesellschaft wieder bei Staramba USA eingestiegen ist und sie vollständig übernommen hat.

Geschäftszahlen	2015*	2016**	Änderung
Umsatz	0,76	2,05	+171%
EBIT	-0,56	42,66	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	0,87	45,77	+5.180%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

** Vorjahreszahlen nur eingeschränkt vergleichbar*

*** Inkl. Einmalserträgen aus Tausch und Verschmelzung*

Einmaleffekte prägen das Ergebnis

In der letzten Finanzperiode hat Staramba abseits dieses ertragssteigernden Sondereffekts auch operativ Fortschritte gemacht. Der Umsatz wurde auf 2,05 Mio. Euro mehr als verdoppelt, was aber deutlich

unter der ausgegebenen Zielmarke von 5 Mio. Euro lag. Allerdings sind die Zahlen wegen des Umbaus der Unternehmensstruktur mit den ursprünglichen Zielsetzungen nur eingeschränkt vergleichbar. Die Fokussierung und Restrukturierung hat im letzten Jahr zudem Kapazitäten gebunden, dafür aber die Voraussetzungen für die weitere Expansion geschaffen. Im Zuge dessen wurde im letzten Oktober auch noch die eigene 3D-Manufaktur, die die operative Ausführung des Figurendrucks verantwortete, an yoyo verkauft. Unter Einrechnung der Veräußerungserlöse von 3,05 Mio. Euro haben die Einnahmen den Zielwert von 5 Mio. Euro letztlich doch erreicht. Inklusiv der Ergebniseffekte aus dieser Veräußerung (2,9 Mio. Euro), aus dem Anteilstausch und aus der Verschmelzung hat Staramba für 2016 ein EBIT von 42,7 Mio. Euro (Vorjahr: EUR -0,6 Mio.) und einen Jahresüberschuss von 45,8 Mio. Euro (Vorjahr: EUR -0,6 Mio.) ausgewiesen.

Umsatzvervielfachung angepeilt

Im laufenden Jahr wird wieder das operative Geschäft die Zahlen prägen – und hier sind die Perspektiven aus Sicht des Managements sehr aussichtsreich. Anfang März wurde zunächst eine Umsatzprognose von 10 Mio. Euro ausgegeben, die mit der Vorlage des Geschäftsberichts deutlich, auf 15,9 Mio. Euro, erhöht wurde. Das Gros der Erlöse soll dabei im zweiten Halbjahr und insbesondere im vierten Quartal erwirtschaftet werden. Eine wesentliche Ursache dieser Dynamik ist die rege Nachfrage nach dem 3D-Fotogrammetriescanner Instagraph. Nach dem im letzten Dezember abgeschlossenen Rahmenvertrag für den Verkauf von bis zu 100 Fotogrammetriescannern in die USA, dessen Gegenwert sich auf bis zu 6,5 Mio. US-Dollar beläuft, konnten allein im Februar zehn Scanner ausgeliefert werden. Der im Anschluss abgeschlossene Vertrag mit JBC schafft nun die Grundlage für weiteres dynamisches Wachstum. Nach der Präsentation der neuen Version In-

stagraph 2.0 Ende Juni dürfte der Roll-out nun deutlich forciert werden.

Hohe Firmenwertabschreibungen überlagern Gewinnsprung

Noch nicht positiv niederschlagen wird sich das rasante Wachstum im Nettoergebnis, für das die Gesellschaft für 2017 einen Fehlbetrag von 7 Mio. Euro angekündigt hat. Dieser ist aber ausschließlich darauf zurückzuführen, dass die Gesellschaft nach HGB bilanziert und den mit dem Tauschgeschäft generierten Firmenwert über einen Zeitraum von 7,5 Jahren abschreibt, was zu einer jährlichen Belastung von 11,5 Mio. Euro führt. Bereinigt um diesen nicht-liquiditätswirksamen Effekt beträgt das prognostizierte Ergebnis 4,5 Mio. Euro, was einer massiven Profitabilitätssteigerung entsprechen würde. Das Management begründet die deutlich verbesserten operativen Gewinnaussichten mit Kostensenkungen in der Scannerproduktion und den hohen Margen aus der digitalen Verwertung der Datensätze.

Geschäftszahlen	HJ16*	HJ17	Änderung
Umsatz	1,7	5,3	+217%
EBITDA	54,0*	1,9	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

** Vorjahreszahlen nur eingeschränkt vergleichbar, EBITDA 2016 durch Anteilstausch und Verschmelzung geprägt*

Erlössprung im ersten Halbjahr

Im ersten Halbjahr 2017 hat Staramba einen großen Schritt zur Erfüllung der Jahresprognose gemacht. Nach vorab veröffentlichten vorläufigen Zahlen konnte der Umsatz von 1,7 auf 5,3 Mio. Euro gesteigert werden. Die Einnahmen wurden im Figu-

rengeschäft, mit dem Scannerverkauf und mit der digitalen Verwertung der Daten generiert, wobei vor allem der letztgenannte Bereich einen substanziellen Wachstumsbeitrag geleistet hat. Die komfortablen Renditen im Datengeschäft verdeutlicht auch das EBITDA, das mit 1,9 Mio. Euro in Relation zum um Sondereffekte bereinigten Ergebnis im Vorjahr deutlich verbessert wurde. Das korrespondiert mit einer EBITDA-Marge von rund 36 Prozent.

Größere Kapitalmaßnahmen möglich

Im März hat das Unternehmen eine Kapitalerhöhung um 150 Tsd. Aktien zu einem Kurs von 20 Euro durchgeführt. Außerdem wurden 5.000 Wandelanleihen mit einem Nennbetrag von 1.000 Euro und einem Kupon von 6 Prozent emittiert, die zu einem Kurs von 21,20 Euro in neue Anteilsscheine gewandelt werden können. Aktien und Anleihen wurden von den Großaktionären Rolf Elgeti und Christian Daudert übernommen und teilweise an institutionelle Investoren weiterplatziert. Damit hat das Unternehmen einen soliden Finanzrahmen für die Expansion im laufenden Jahr geschaffen. Perspektivisch könnten aber noch größere Emissionen stattfinden, wenn die Hauptversammlung entsprechenden Beschlussvorlagen zustimmt. Beschlossen werden soll in einem Zeitraum von fünf Jahren nutzbares genehmigtes Kapital in Höhe von 1,13 Mio. Aktien, was in Relation zum aktuellen Bestand einer Ausweitung um bis zu 50 Prozent entspräche. Staramba bekommt so die Möglichkeit, das hohe Wachstumstempo bei Bedarf mit einer umfangreichen Kapitalakquise zu unterfüttern, wobei das Management dabei vor allem die Einbindung strategischer Partner im Auge hat.

Equity-Story

Junger, dynamischer Markt

Die Digitalisierung hat die Medienlandschaft drastisch verändert und auch in vielen anderen Branchen dynamische Entwicklungsprozesse ausgelöst – als Beispiel sei hier nur der FinTech-Boom der vergangenen Jahre angeführt. Auch die Merchandisingindustrie dürfte nun vor größeren Umwälzungen stehen. Die direkte Kommunikation mit dem Kunden über digitale Plattformen, die Möglichkeiten zur Produktion individualisierter Artikel mit Hilfe des 3D-Druck und die Entstehung neuer Vermarktungsoptionen im virtuellen Raum sind drei besonders prägnante Faktoren, die zu einer Transformation der Geschäftsmodelle führen werden. Die Entwicklung befindet sich noch in einem frühen Stadium und es ist nicht genau absehbar, wie sich der Markt der Zukunft gestalten wird. Als Hinweis für das enorme Potenzial, das insbesondere Virtual Reality zugetraut wird, kann die Erlösexplosion gewertet werden, die für den Bereich von Marktanalysten mit Verweis auf den technologischen Fortschritt und auf das intensiviertere Engagement von Internetgiganten prognostiziert wird. Für Start-ups gilt es hier, attraktive Teilmärkte frühzeitig zu besetzen.

Spezialist für Avatare

Staramba sehen wir diesbezüglich in einer aussichtsreichen Position. Die großen Player benötigen Content und innovative technische Lösungen, um die Marktentwicklung vorantreiben zu können. Die Berliner haben sich auf das Segment fotorealistischer Avatare spezialisiert, die für eine detailgetreue Abbildung der Welt eine wichtige Voraussetzung darstellen. Da der Schwerpunkt der Gesellschaft seit der Gründung im Jahr 2014 auf diesem Bereich liegt, konnte in relativ kurzer Zeit bereits ein großer Erfahrungsschatz mit der Erstellung der notwendigen Datenmodelle gesammelt werden. Ein weiteres Asset stellt die stetig wachsende Datenbibliothek dar. Als wesentliche Zielgruppe mit einem hohen Vermarktungspotenzial hat das Unternehmen Stars aus dem Sport und der Unterhaltungsindustrie identifiziert

und dank dem überzeugenden Geschäftsmodell zahlreiche Prominente aus beiden Bereichen als Lizenzgeber gewonnen. Das stellt für das Unternehmen einen wichtigen Wettbewerbsvorteil dar.

Starkes Fundament

Im Lauf der letzten Jahre hat das Unternehmen ein großes Softwareteam zusammengestellt, das neben der Modellerstellung auch die Integration der Avatare in virtuelle Welten beherrscht. Darüber hinaus liegt ein weiterer Know-how-Schwerpunkt von Staramba auf der Fotogrammetrietechnologie, die im Prinzip die Eingangstür zur Welt der Avatare darstellt. Mit dem Instagraph hat die Gesellschaft frühzeitig eine innovative und effiziente Möglichkeit für Ganzkörperscans am Markt eingeführt, die Mitte dieses Jahres in einer neuen, in entscheidenden Punkten weiterentwickelten, Version präsentiert wurde. 3D-Modelle, die von Instagraph 2.0 erstellt werden, kommen nun ohne aufwendige Nachbearbeitung aus, womit Staramba branchenweit über ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal verfügt. Dieser Fortschritt soll nun genutzt werden, um die Vermarktung des Scanners zu forcieren. Damit soll die Scanner-Installationsbasis rasch erweitert werden, um damit der Gesellschaft den Zugang zum Endverbraucher zu ebnet. Diesen Aspekt wertet das Unternehmen als weiteren Schlüsselfaktor für den dauerhaften Erfolg.

Zahlreiche Realoptionen

Der Ausbau des Scannernetzwerks und infolgedessen auch der Datenbibliothek bietet zahlreiche Realoptionen. Schon jetzt entwickelt sich die Datennutzung, etwa für Games oder andere digitale Anwendungen, zu einer zentralen Erlössäule von Staramba. Für den großen japanischen Spielehersteller Konami konnte das Unternehmen bereits eindrucksvolle Referenzprojekte realisieren. Potenzial verspricht auch die Nutzung der Avatare von Endkunden, etwa in der

Modeindustrie. Im Onlinegeschäft kämpft die Branche mit hohen Retourenzahlen, die sich aber drastisch reduzieren ließen, wenn 3D-Abbilder Kleider virtuell anziehen können. Sogar eine passgenaue Produktion (Stichwort 3D-Druck) scheint in einzelnen Bereichen (beispielsweise Schuhe) perspektivisch denkbar. Noch größere Möglichkeiten verspricht aber das Thema Virtual Reality. Branchenkenner gehen davon aus, dass in wenigen Jahren die echte Welt optisch realitätsgetreu abgebildet werden kann. Spätestens dann dürften sich viele Aktivitäten in den virtuellen Raum verlagern. Staramba arbeitet mit dem eigenen Team daran, mit technologischen Innovationen die Entwicklung voranzutreiben und so zusätzliche Erlöspotenziale zu erschließen.

Übernahmephantasie

Der Markt ist riesig und dürfte von Staramba auch in dem adressierten Segment letztlich nicht allein bearbeitet werden können. Dem Management ist dies bewusst, eine Einbindung von starken Partnern als

Katalysator der Geschäftsentwicklung ist ein erklärtes Ziel des Unternehmens. Daher ist es derzeit von besonderer hoher Bedeutung, dass die Berliner ihre hohe Kompetenz nach außen sichtbar unter Beweis stellen. Ein erster wichtiger Schritt war die Präsentation der neuen Scannerversion. Die nächsten Meilensteine stellen die Öffnung der 3D-Datenbibliothek für Partner aus der Softwarebranche und die Präsentation der App STAR ISLAND dar. Sofern die App technisch und inhaltlich überzeugt, dürfte das von den großen Adressen der Branche wie Facebook, Google & Co. nicht unbemerkt bleiben. Gerade die US-Konzerne haben bereits unter Beweis gestellt, dass sie bereit sind, für größere Fortschritte im Bereich Virtual Reality hohe Summen zu investieren, wie nicht zuletzt die 2-Milliarden-Dollar-Akquisition von Oculus durch Facebook gezeigt hat. Mittelfristig sehen wir Staramba als ein attraktives Übernahmeziel, wenn das Unternehmen den Roll-out seines Businessplans wie anvisiert umsetzen kann.

DCF-Bewertung

Fundament für dynamische Expansion gelegt

Im letzten Jahr ist der Umsatz von Staramba mit 2,05 Mio. Euro deutlich unter dem Zielwert geblieben, obwohl auch das bereits einem Wachstum von rund 170 Prozent entsprochen hat. Das Management wurde allerdings stark von dem Umbau der Gesellschaft in Anspruch genommen. Der Fokus wurde allein auf das Kerngeschäft – die Generierung und Vermarktung von 3D-Datenmodellen sowie die Fotogrammetrietechnologie – gelegt, andere Beteiligungen und letztlich auch die eigene 3D-Druckmanufaktur wurden hingegen veräußert. Die unterplanmäßige Umsatzentwicklung war ein Effekt der Transformation, doch damit wurde die Grundlage für eine dynamische und sehr profitable Expansion gelegt. Dank der Fortschritte in der Sannervermarktung und dem anziehenden Datengeschäft hat das Management für das laufende Jahr zunächst ein Umsatzziel von 10 Mio. Euro ausgegeben, dieses kurz danach aber bereits auf 15,9 Mio. Euro erhöht. Damit einhergehen soll eine deutliche Verbesserung der operativen Profitabilität. Bereinigt um nicht-liquiditätswirksame Firmenwertabschreibungen in Höhe von ca. 11,5 Mio. Euro korrespondiert der in Aussicht gestellte Fehlbetrag in Höhe von 7 Mio. Euro mit einem operativen Ergebnis von 4,5 Mio. Euro.

Messlatte hoch gelegt

Damit hat das Management die Messlatte für das laufende Jahr aus unserer Sicht hoch gelegt. Staramba entwickelt sich aktuell zweifelsohne sehr dynamisch, die neue Scannergeneration und das Datengeschäft bieten Potenzial für hohe Umsatzsteigerungen und Margen. Die Erreichung der Ziele hängt trotzdem davon ab, dass das Unternehmen in den nächsten Monaten noch einige Großaufträge, insbesondere für Instagram, akquirieren kann. Im ersten Halbjahr ist nur ein kleinerer Teil der für 2017 anvisierten Scannererlöse generiert worden, da noch der Release der neuen Generation abgewartet wurde. Das Datengeschäft lag allerdings über Plan und hat so ei-

nen maßgeblichen Beitrag zum Umsatzanstieg auf 5,3 Mio. Euro geleistet. Wir bleiben in unserer Einschätzung unverändert etwas vorsichtiger als das Management und gehen wie bislang von einem Jahresumsatz in Höhe von 14,0 Mio. Euro aus. Konsequenterweise bleiben wir auch mit unserer Projektion zum Nettoverlust in Höhe von 9,3 Mio. Euro unter dem Zielwert des Unternehmens. Das korrespondiert mit einem EBITDA und EBIT von 3,4 resp. -8,2 Mio. Euro. Unsere konservativ wirkende EBITDA-Schätzung – nach einem operativen Gewinn von 1,9 Mio. Euro im ersten Halbjahr – resultiert daraus, dass wir für die zweiten sechs Monate mit einem deutlich höheren Erlösanteil aus dem Scannergeschäft rechnen, das geringere Margen als die digitale Verwertung der Daten aufweist.

Zahlreiche Wachstumstreiber

Das Unternehmen verfügt über zahlreiche Wachstumstreiber, die die Entwicklung in 2018 stimulieren dürften. Wir gehen davon aus, dass Staramba den Umsatz im nächsten Jahr um 90 Prozent steigern kann. Nach dem Release der neuen Version dürften die Instagram-Erlöse deutlich über dem Wert aus 2017 liegen, auch der Verkauf von Datenmodellen wird annahmegemäß weiter stark zulegen. Darüber hinaus haben wir erste Einnahmen aus eigenen Lösungen für Virtual Reality unterstellt, und nicht zuletzt wird die Fußball-WM auch das Figurengeschäft beleben – u.a. im Rahmen von Loyalty-Programmen. Das EBITDA dürfte infolgedessen nach unserer Prognose deutlich auf 8,4 Mio. Euro steigen, das EBIT bleibt wegen der hohen Firmenwertabschreibungen mit -3,2 Mio. Euro noch negativ.

Vermarktung mit Partnern

Im Anschluss lassen wir die Wachstumsraten basisbedingt deutlich abschmelzen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass perspektivisch ein größerer Partner eingebunden wird und unterstellen eine Verwässe-

rung um 0,75 Mio. Aktien (auf rd. 3,0 Mio. Stück). Kooperationsmöglichkeiten sehen wir vor allem für das sich abzeichnende digitale Geschäftsmodell, das zudem hervorragend skalierbar sein dürfte. Staramba kann hierbei den notwendigen Content und die Softwarearchitektur für virtuelle Welten liefern, während die Partner vor allem ihre Vermarktungsstärke einbringen dürften. Aber auch das Datenbankgeschäft bieten gute Chancen für hohe Margen. Sollte das Unternehmen auf eine hohe Nachfrage treffen, wovon wir ausgehen, können zusätzliche Erlöse ohne nennenswerte Erstellungskosten generiert werden. Insofern haben wir in unserem Modell bis zum Ende des Detailprognosezeitraums einen Anstieg der operativen Rendite auf 18,2 Prozent unterstellt. Mit einer Ziel-EBIT-Marge von lediglich rund 12 Prozent zur Berechnung des Terminal Value waren wir angesichts des zunehmend digitalen Geschäftsmodells bislang sehr vorsichtig und korrigieren dies nun moderat auf 13,7 Prozent (das entspricht einem Abschlag von 25 Prozent zum Wert am Ende des Detailprognosezeitraums). Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Prämissen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen im Detailprognosezeitraum. Übersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang. Im Anschluss an den Detail-

prognosezeitraum rechnen wir weiterhin mit einem ewigen Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins 6,6 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,5 und einem Ziel-FK-Anteil von 60 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,6 Prozent.

Kursziel: 63,15 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,6 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	14,0	26,6	42,6	59,6	77,5	92,9	102,2	112,5
Umsatzwachstum		90,0%	60,0%	40,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	-58,3%	-12,0%	8,1%	12,7%	14,1%	13,5%	15,9%	18,3%
EBIT	-8,2	-3,2	3,4	7,6	10,9	12,5	16,3	20,5
Steuersatz	-10,0%	-35,0%	45,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	1,1	1,5	2,7	3,8	4,4	5,7	7,2
NOPAT	-9,0	-4,3	1,9	4,9	7,1	8,1	10,6	13,4
+ Abschreibungen & Amortisation	11,5	11,6	11,7	11,7	11,8	11,8	6,4	0,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	2,6	7,3	13,5	16,6	18,8	20,0	17,0	13,8
- Zunahme Net Working Capital	-3,5	-3,2	-2,1	-2,4	-2,7	-2,8	-2,2	-1,7
- Investitionen AV	-0,6	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,1	-1,0
Free Cashflow	-1,6	3,3	10,7	13,3	15,0	15,9	13,6	11,1

SMC-Schätzmodell

Höhe von 190 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine hypothetische, voll verwässerte Aktienzahl von 3 Mio. Stück entspricht das 63,14 Euro je Aktie, woraus wir 63,15 Euro als neues Kursziel ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs entspricht das einem weiteren Aufwärtspotenzial von 35 Prozent. Die Erhöhung gegenüber unserer letzten Taxe resultiert einerseits aus einer Reduktion des bislang relativ hohen Abschlags auf die Zielmarge im Terminal Value und andererseits auf veränderte Annahmen bezüglich der Rahmendaten der unterstellten Kapitalakquise. Aufgrund des deutlichen Kursanstiegs haben wir nun den Emissionskurs mit 45 statt mit 20 Euro angenommen, woraus sich eine signifikant reduzierte Verwässerung ergibt.

Hohes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. In den letzten zwölf Monaten hat Staramba hinsichtlich der Etablierung des Geschäftsmodells substantielle Fortschritte gemacht, trotzdem befindet sich die Unternehmensentwicklung immer noch in

einem frühen Stadium. Dementsprechend breit fällt derzeit noch die Spanne denkbarer Entwicklungsszenarien aus. In Abwägung dieser Aspekte taxieren wir das Prognoserisiko weiter auf 6 Punkte.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,6 und 7,6 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) schwankt der faire Wert der Aktie zwischen 50,68 und 88,94 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,6%	88,94	81,36	75,43	70,68	66,77
6,1%	79,00	73,28	68,69	64,92	61,77
6,6%	71,21	66,78	63,14	60,10	57,52
7,1%	64,94	61,43	58,49	56,00	53,86
7,6%	59,77	56,94	54,53	52,47	50,68

Fazit

Staramba entwickelt sich mit eindrucksvollem Tempo. Sowohl der Absatz des Fotogrammetriescanners Instagraph, für den in den letzten acht Monaten zwei große Rahmenverträge abgeschlossen werden konnten, als auch das Geschäft mit der Datenvermarktung gewinnen zunehmend an Dynamik.

Noch wichtiger sind allerdings die Fortschritte, die sich noch nicht in den Zahlen dokumentieren. Ende Juni konnte das Unternehmen eine neue Version von Instagraph präsentieren, die die Erstellung von 3D-Modellen ohne aufwendige Nachbearbeitung ermöglicht. Für die Branche ist das ein Quantensprung, der die Vermarktung spürbar erleichtern wird. In den nächsten Monaten werden darüber hinaus zwei weitere operative Meilensteine folgen, nämlich die Öffnung der 3D-Datenbank für Partner aus der Softwarebranche sowie das Virtual Reality-Demonstrationsprojekt STAR ISLAND.

Staramba erschließt sich damit Märkte mit hohem Wachstums- und Margenpotenzial und dürfte diesen Weg nach unserer Einschätzung bald durch die Einbindung größerer Partner, vor allem für die Vermarktung, weiter forcieren.

In unserem DCF-Modell haben wir unterstellt, dass das Unternehmen an den sich bietenden Marktchancen adäquat partizipieren wird und kommen aktuell auf einen fairen Wert von 63,15 Euro je Aktie. Naturgemäß unterliegen die Annahmen zum künftigen Geschäftserfolg immer noch einer sehr hohen Schätzunsicherheit, was wir in einem maximalen Prognoserisiko von sechs Punkten zum Ausdruck bringen. Dennoch sehen wir für den Wert in Summe ein attraktives Chance-Risiko-Verhältnis, was wir in unserem unveränderten Urteil „Speculative Buy“ zum Ausdruck bringen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	77,48	66,60	55,79	44,83	34,03	23,37	12,82	7,51	8,03
1. Immat. VG	77,12	65,62	54,12	42,62	31,12	19,62	8,12	2,12	2,12
2. Sachanlagen	0,16	0,56	1,00	1,28	1,68	2,21	2,80	3,10	3,20
II. UV Summe	3,32	39,69	47,16	61,35	79,15	99,51	118,08	133,56	145,10
PASSIVA									
I. Eigenkapital	54,27	70,44	65,87	73,13	78,82	86,94	93,18	101,56	111,86
II. Rückstellungen	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
III. Fremdkapital	26,39	35,72	36,93	32,91	34,22	35,79	37,58	39,37	41,14
1. Langfristiges FK	22,64	27,65	27,65	22,66	22,66	22,66	22,67	22,67	22,68
2. Kurzfristiges FK	3,76	8,06	9,28	10,26	11,55	13,13	14,92	16,70	18,47
BILANZSUMME	80,93	106,42	103,07	106,30	113,30	123,00	131,03	141,19	153,26

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	2,05	14,00	26,60	42,56	59,58	77,45	92,94	102,24	112,46
Gesamtleistung	1,76	14,15	26,75	42,76	59,78	77,65	93,14	102,44	112,66
Rohhertrag	0,62	9,81	19,30	31,69	43,69	55,97	66,19	71,77	77,80
EBITDA	54,87	3,37	8,40	15,09	19,27	22,66	24,37	22,69	21,01
EBIT	42,66	-8,15	-3,19	3,44	7,57	10,91	12,53	16,27	20,54
EBT	42,28	-8,48	-3,38	4,10	8,76	12,50	14,59	18,73	23,33
JÜ (vor Ant. Dritter)	45,77	-9,33	-4,56	2,25	5,69	8,13	9,49	12,18	15,16
JÜ	45,77	-9,33	-4,56	2,25	5,69	8,13	9,49	12,18	15,16
EPS	21,69	-3,10	-1,52	0,75	1,89	2,70	3,15	4,05	5,04

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	-1,21	-1,31	3,83	11,78	15,00	17,17	18,53	16,35	13,94
CF aus Investition	-2,96	-0,64	-0,77	-0,69	-0,89	-1,10	-1,28	-1,11	-0,99
CF Finanzierung	4,17	33,42	0,15	0,55	0,71	0,80	-2,39	-3,03	-4,22
Liquidität Jahresanfa.	0,00	0,01	31,49	34,69	46,33	61,15	78,03	92,88	105,09
Liquidität Jahresende	0,01	31,49	34,69	46,33	61,15	78,03	92,88	105,09	113,82

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	170,9%	582,0%	90,0%	60,0%	40,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%
Rohtragsmarge	30,4%	70,1%	72,6%	74,5%	73,3%	72,3%	71,2%	70,2%	69,2%
EBITDA-Marge	2673,1%	24,1%	31,6%	35,5%	32,3%	29,3%	26,2%	22,2%	18,7%
EBIT-Marge	2078,5%	-58,3%	-12,0%	8,1%	12,7%	14,1%	13,5%	15,9%	18,3%
EBT-Marge	2060,0%	-60,6%	-12,7%	9,6%	14,7%	16,1%	15,7%	18,3%	20,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	2229,6%	-66,7%	-17,2%	5,3%	9,6%	10,5%	10,2%	11,9%	13,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm Holger Steffen

Charts

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

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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

I) Interessenkonflikte

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

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 7)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm Holger Steffen

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

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

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

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
03.05.2017	Speculative Buy	54,00 Euro	1), 3), 7)
08.03.2017	Speculative Buy	21,15 Euro	1), 3), 4), 7)
09.12.2016	Speculative Buy	18,70 Euro	1), 3), 4), 7)
08.11.2016	Speculative Buy	18,70 Euro	1), 3), 4), 7)
22.06.2016	Speculative Buy	18,30 Euro	1), 3), 7)
15.12.2015	Speculative Buy	16,50 Euro	1), 3)
23.09.2015	Speculative Buy	16,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update, zwei Comments

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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