

25. Februar 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



NEXR Technologies SE

Roll-out der neuen Expansionsstrategie für den Extended-Reality-Markt

Urteil: Speculative Buy (zuvor: ausgesetzt) | Kurs: 6,88 Euro | Kursziel: 21,80 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Markt und Strategie.....	9
Zahlen.....	12
Equity-Story	15
DCF-Bewertung.....	17
Fazit	21
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	22
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	23
Impressum & Disclaimer.....	24

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Extended Reality
Mitarbeiter:	43 (09/2019)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1K03W5
Ticker:	99SC:GR
Kurs:	6,88 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienanzahl:	2,33 Mio. Stück
Market-Cap:	16,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	34,5 Mio. Euro
Free Float:	31,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	13,50 / 1,60 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	25,3 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

NEXR hat sich im letzten Jahr neu aufgestellt und bearbeitet den Markt für Extended Reality (XR) nun mit drei synergetisch verbundenen Geschäftsbereichen. Eine besondere Bedeutung kommt dabei der Vermarktung der selbst entwickelten Scanner für die Erstellung von 3D-Datenmodellen von Personen (Avatare), Gesichtern oder Körpermaßen zu. Auf diesem Markt, der dank technologischer Fortschritte im Bereich der virtuellen Realität (VR) deutlich an Dynamik gewinnen dürfte, will sich NEXR als ein führender Anbieter etablieren. Das Unternehmen kann dabei nicht nur mit Scannern für verschiedene Einsatzmöglichkeiten und ergänzenden Diensten (etwa eine Cloud für Avatare) aufwarten, sondern hat sich als Komplettanbieter aufgestellt. Die Leistungspalette umfasst als zweiten Geschäftsbereich das eigene Motion-Capture-Studio OnPoint Studios, das sich auf die Animation der Avatare spezialisiert hat, und als drittes Segment die Agentur VRIDAY, die im Rahmen von Projekten neue virtuelle Erlebniswelten und damit auch Einsatzmöglichkeiten für Avatare entwickelt. Zudem arbeitet das Unternehmen an der eigenen VR-Erlebniswelt „Materia.One“.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	0,3	1,0	2,0	4,3	10,8	18,6
EBIT (Mio. Euro)	-24,5	-11,6	-5,9	-6,2	-3,6	-1,2
Jahresüberschuss	-22,0	-12,0	-5,4	-5,5	-3,8	-2,2
EpS*	-9,45	-3,98	-1,08	-1,10	-0,76	-0,43
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		208,0%	96,2%	118,0%	151,9%	71,6%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV*	49,22	15,98	17,46	8,01	3,18	1,85
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*ab 2020 hypothetisch voll verwässert mit 5,0 Mio. Aktien

Executive Summary

- **Repositionierung und -strukturierung abgeschlossen:** Nach einer turbulenten Phase, in der u.a. Wirtschaftsprüfer einen Versagensvermerk für den Jahresabschluss 2017 erteilt haben, hat das Unternehmen im letzten Jahr eine Repositionierungs- und -strukturierungsphase durchlaufen und mit Markus Peuler einen neuen Geschäftsführenden Direktor erhalten. Der Fokus liegt nun auf drei synergetischen Bereichen: Neben der Vermarktung der Scannerfamilie 3D-Instagraph zur Erstellung von 3D-Datenmodellen zählen dazu die neu geschaffene Agentur VRIDAY, die auf die Realisierung von VR-Lösungen (Virtual Reality) spezialisiert ist, und das OnPoint Studio, das Motion-Capture anbietet. Die Neuausrichtung wurde durch eine Umbenennung von Staramba in NEXR Technologies unterstrichen.
- **Wachstumsstarker Zielmarkt:** NEXR adressiert den wachstumsstarken Markt für Extended Reality, der nach Analystenschätzungen in den nächsten vier Jahren um mehr als 20 Prozent p.a. zulegen soll. Aufgrund von technologischen Fortschritten könnte insbesondere dem Teilbereich Virtual Reality endgültig der Sprung von der Nische in den Massenmarkt gelingen.
- **Avatare, Service und Daten im Fokus:** NEXR hat im Januar auf einer Messe den neuen Scanner Fusion III, das Flaggschiff im Produktportfolio, präsentiert und sieht sich damit in einer technologischen Führungsposition. Nun wird die Vermarktung forciert, um schnell ein Netzwerk von installierten Scannern aufzubauen. Die Erstellung von Avataren oder anderen 3D-Datenmodellen (etwa zu Körpermaßen) mit den Scannern verspricht für das Unternehmen steigende wiederkehrende Erlöse (über Nutzungs- und Servicegebühren). Eine zusätzliche Einnahmequelle stellt die Vermarktung der gewonnenen, anonymisierten Daten dar. Auch für die anderen abgedeckten Bereiche verspricht die Aufstellung der Scanner Impulse, denn die Animation von Avataren erfolgt in dem eigenen Motion-Capture-Studio und mit den VR-Projekten werden neue Einsatzmöglichkeiten für die virtuellen Personen geschaffen.
- **Geringe Erlöse, hohe Verluste:** Wegen der gescheiterten Strategie des vormaligen Managements sind die Erlöse aktuell noch gering und die Verluste hoch. Zudem weist die Bilanz zum 30. Juni 2019 einen nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag in Höhe von 13,5 Mio. Euro auf. Der Großaktionär Hevella Capital (eine Gesellschaft des Verwaltungsratsvorsitzenden Rolf Elgeti) hat die Finanzierung aber mit mehreren Rangrücktrittsdarlehen (im Umfang von 20 Mio. Euro) gesichert und will auch eine geplante große Kapitalerhöhung im Umfang von 20 Mio. Euro unterstützen.
- **Vertrauen auf den Durchbruch:** Mit seinem starken Engagement dokumentiert der Großaktionär, dass er es NEXR trotz der enttäuschenden Entwicklung der letzten Jahre zutraut, nach der Repositionierung den Durchbruch zu schaffen und einen substanziellen Anteil am wachstumsstarken XR-Markt zu gewinnen. Wir haben in unserem Modell vor allem eine erfolgreiche Expansion im Scanner-Geschäft mit steigenden wiederkehrenden Einnahmen abgebildet. Daraus resultiert ein Kursziel von 21,80 Euro. Da die Umsetzung der neuen Strategie noch relativ am Anfang steht und das Unternehmen zudem noch erhebliche Finanzmittel einwerben muss, lautet unser Urteil aktuell „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- NEXR verfügt bereits über eine mehrjährige Erfahrung mit der Herstellung von 3D-Scannern sowie der Erstellung von Avataren und VR-Erlebniswelten.
- Mit dem neu präsentierten Scanner Fusion III sieht sich die Gesellschaft in einer technologischen Führungsposition.
- Als Komplettanbieter für den VR-Markt mit drei synergetischen Geschäftsbereichen ragt die Gesellschaft aus dem Wettbewerb heraus.
- Ein Referenzprojekt für Bayern München und die anschließend vereinbarte Kooperation mit dem deutschen Rekordmeister dürften den Bekanntheitsgrad nachhaltig steigern.
- Der kapitalstarke Großaktionär Hevella bietet einen starken Rückhalt für die geplante Expansion.

Chancen

- Der XR-Markt ist durch hohe Wachstumsraten geprägt und weist in den von NEXR adressierten Segmenten noch keine dominanten Anbieter auf. Mit guten Konzepten können deswegen schnell substanzielle Marktanteile gewonnen werden.
- Insbesondere für den Bereich der virtuellen Realität wird aufgrund technologischer Fortschritte eine stark steigende Marktdurchdringung erwartet, daran könnte NEXR partizipieren.
- Gelingt es dem Unternehmen, ein breites Scanner-Netzwerk aufzubauen, schafft das die Basis für wiederkehrende Einnahmen mit hohen Margen.
- Mit der eigenen VR-Erlebniswelt Materia.One verfolgt das Unternehmen ein innovatives Konzept mit einem langfristig hohen Potenzial.

Schwächen

- Wegen der gescheiterten Strategie des vormaligen Managements generiert das Unternehmen aktuell nur geringe Erlöse und wirtschaftet stark defizitär.
- Mit dem Scheitern der alten Strategie, das unter anderem in einem Versagensvermerk für den Jahresabschluss 2017 gipfelte, wurde an der Börse viel Vertrauen verspielt, das nun erst zurückgewonnen werden muss.
- Die Bilanz ist mit einem nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag in Höhe von 13,5 Mio. Euro (Juni 2019) noch stark von der Fehlentwicklung der letzten Jahre geprägt.
- Die Finanzierung des Unternehmens hängt derzeit stark vom Großaktionär Hevella ab.

Risiken

- Ohne die Durchführung der geplanten großen Kapitalerhöhung im Umfang von 20 Mio. Euro (die aber vom Großaktionär unterstützt wird) wäre der Fortbestand des Unternehmens gefährdet.
- Der Aufbau eines Netzwerks von installierten Scannern als ein Kernelement der Strategie steht noch am Anfang und könnte die Erwartungen verfehlen.
- Der technische Fortschritt im VR-Markt ist rasant; alternative Scantechnologien könnten sich als überlegen erweisen.
- Der Markterfolg der eigenen VR-Erlebniswelt ist schwer prognostizierbar. Grundsätzlich ist die Gefahr eines Fehlschlags mit einem neuen Angebot im Spielmarkt relativ hoch.

Profil

Spezialist für Extended Reality

Die Wurzeln des in Berlin ansässigen Unternehmens NEXR Technologies SE liegen in der 2014 gegründeten Staramba GmbH, die zwei Jahre später mit der börsennotierten Muttergesellschaft verschmolzen wurde. Im letzten Jahr erfolgte eine Restrukturierung der Aktivitäten und eine Fokussierung auf drei aussichtsreiche Geschäftsbereiche: Während unter dem Label „3D Instagram“ selbst entwickelte Scanner für die Erstellung von 3D-Datenmodellen, insbesondere zu Personen (Avatare), vermarktet werden und die Agentur „VRIDAY“ das Dienstleistungsgeschäft rund um Virtual-Reality-Erlebniswelten (VR Experiences) betreut, betreibt das Unternehmen mit „OnPoint“ ein eigenes Studio für Motion Capture & Animation. Alle drei Segmente adressieren somit den Markt für die sogenannte Extended Reality (XR). Dabei steht die computergestützte Erweiterung der Realität im Mittelpunkt, wobei sich bislang als wichtigste Teilbereiche Virtual Reality (VR), Augmented Reality (AR) und Mixed Reality (MR) etabliert haben. Die Repositionierung der Gesellschaft wurde von einer Umfirmierung auf den jetzigen Namen flankiert.

Restrukturierung in 2019

Die bis Mitte 2019 verfolgte Wachstumsstrategie, die sich am Schluss fast ausschließlich auf den Ausbau der selbst entwickelten VR-Erlebniswelt Materia.One und die Emission eines Token beschränkte, ist nicht aufgegangen und führte letztlich zu der Restrukturierung. Im Zuge dessen wurde im September letzten Jahres der Geschäftsführende Direktor Christian Daudert abberufen und durch Markus Peuler ersetzt. Herr Peuler verfügt über eine langjährige Erfahrung in der Entwicklung digitaler Geschäftsmodelle (u.a. Jamba und Fox Mobile) und war vor der Beschäftigung bei NEXR zunächst als CFO und dann als CEO bei der mybet Holding beschäftigt. In die Restrukturierung war er bereits seit April 2019 als Berater eingebunden, bevor er im letzten Herbst dann die operative Leitung übernommen hat. Im Laufe des Prozesses wurde auch die Mitarbeiterzahl deutlich reduziert,

von zeitweilig mehr als 100 auf zuletzt 43 (zur Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2019).



Quelle: Unternehmen; eigene Berechnungen

Umfangreiche Finanzhilfen

Die strategische Repositionierung und operative Restrukturierung wurde von umfangreichen Finanzmaßnahmen begleitet, mit denen die Finanzierung der Gesellschaft sichergestellt wurde. Im Wesentlichen hat der Großaktionär Hevella Capital GmbH & Co. KGaA seit November 2018 in mehreren Tranchen Wandeldarlehen mit einem Volumen von 20 Mio. Euro zur Verfügung gestellt. Zugleich hat die Gesellschaft im letzten Jahr durch den Kauf der Anteile anderer Aktionäre (Christian Daudert und die von ihm gegründete 11 Champions AG) ihren Anteil von zuvor knapp 30 Prozent auf 56,2 Prozent ausgebaut. Daraufhin war ein Pflichtangebot für alle übrigen Aktionäre fällig, in dessen Rahmen aber nur 37,7 Tsd. Aktien zum Pflichtkurs von 2,17 Euro angedient wurden, womit der Anteil leicht auf knapp 58 Prozent gestiegen ist. Hevella ist ein Unternehmen des Entrepreneurs und Investors Rolf Elgeti, der im Februar 2019 den Verwaltungsratsvorsitz übernommen hat. Zu dem fünfköpfigen Gremium gehören seitdem außerdem Achim Betz als Stellvertreter sowie Axel von Starck, und darüber hinaus – wie bereits zuvor – Christian Daudert und Prof. Dr. Klemens Skibicki. Professor Skibicki hält derzeit rund 1,2 Prozent der Aktien und zählt damit zu den größeren Einzelinves-

toren, ebenso wie Fredi Bobic (3,4 Prozent) und die 3D Safe Corporation (5,7 Prozent). Die übrigen Anteile befinden sich im Streubesitz. Die Aktie notiert im General Standard der Frankfurter Börse.

3D Instagram: Große Fortschritte

Das Geschäft mit 3D-Scannern zählt seit der Anfangszeit zu den Kernaktivitäten des Unternehmens, wurde aber wegen der Fokussierung auf Materia.One zeitweise vernachlässigt. Erst unter der neuen Führung ist es im letzten Jahr wieder als ein zentrales Strategieelement definiert worden. Im Zuge dessen hat NEXR die Entwicklungsanstrengungen deutlich intensiviert und inzwischen eine Produktfamilie aus drei Scannern zur Marktreife gebracht. Dazu zählen zum einen der Face-Scanner und der Sizematcher, die der Aufnahme des Gesichts bzw. der Körpermaße dienen. Zum anderen hat die Gesellschaft im Januar auf der Consumer-Electronic-Messe CES in Las Vegas das neueste Produkt, den 3D-Instagram Scanner Fusion III, vorgestellt. Dieses neue Flaggschiff der Produktfamilie ist mit 132 hochauflösenden Kameras (mit jeweils über 18 Megapixel) und modernen Infrarotsensoren ausgestattet, doch das technologische Herzstück des Scanners ist die selbst entwickelte Software. Diese ermöglicht eine vollautomatische Aufnahme von Personen, die ohne Operator und eine manuelle Nachbearbeitung der Avatare auskommt. Damit sieht sich NEXR technologisch wieder in einer Führungsposition im Markt.

Zahlreiche Opportunitäten

Die Automatisierung und die hohe Qualität des Outputs sind Schlüsselfaktoren für die Vermarktung des neuen Scanners, die nun mit Hochdruck vorangetrieben wird. Das Top-Management und ein kleines Vertriebsteam adressieren mit der Lösung verschiedene Branchen, denen der Einsatz des neuen Scanners – oder der günstigeren Varianten – einen erheblichen Mehrwert bietet. So könnten beispielsweise mit Hilfe von Avataren Kleider online passgenau ausgewählt und anprobiert werden, was zu einer deutlichen Reduktion der Retouren führen sollte. Die potenziellen Einsatzgebiete sind vielfältig und liegen sowohl im Endkundengeschäft (Mode, Gesundheitsprogramme, E-Learning, soziale Netzwerke, 3D-Figurendruck) als

auch im B2B-Sektor (Videospieleanbieter, Filmstudios). NEXR entwickelt selbst mögliche Konzepte und bietet sich Interessenten zu deren Umsetzung als Komplettanbieter an.

Agenturgeschäft: Das Lernlabor

Denn das Unternehmen bietet nicht nur den Scanner und die Software für die Speicherung und Verwaltung von Avataren (in einer Cloud-Lösung) an, sondern kann als Dienstleister auch Virtual-Reality-Erlebnisse unter anderem zur Nutzung der Avatare, schaffen. NEXR hat dafür in den letzten Jahren ein großes Team von Softwareentwicklern aufgebaut, das über eine spezifische Expertise im VR-Bereich verfügt. Für dieses werden unter dem Agenturnamen „VRIDAY“ nun Projekte akquiriert, die die individuelle Programmierung von VR-Lösungen für Kunden umfassen. Das NEXR-Management achtet in der Auftragsakquise darauf, dass die Projekte nach Möglichkeit auch selbst einen Mehrwert für die Gesellschaft in Form neuer Erkenntnisse und Lerneffekte auf dem Gebiet von Virtual Reality bieten. Im Idealfall können die Lösungen oder Bausteine zu einem späteren Zeitpunkt für die eigene VR-Erlebniswelt Materia.One verwendet werden (siehe unten).

Prominenter Referenzkunde

Im letzten Dezember konnte das Unternehmen den Launch des ersten großen VR-Projekts der neu geschaffenen Agentur vermelden, das für den FC Bayern München realisiert wurde. Die für den Verein von NEXR entwickelte Lösung umfasst diverse Aktivitäten rund um den FC Bayern und das Stadion, etwa ein Kopfbaltraining, ein Besuch der Mixed Zone mit Spielern oder eine Reise zu historisch bedeutenden Stationen des Vereins. Alle Teilbereiche bilden zusammen die VR-Erlebniswelt von Bayern München, die im Dezember und Januar an mehreren Orten (u.a. in der Allianz-Arena, in Berlin und in Oberhausen) im Rahmen einer Roadshow vorgestellt wurde und zudem auf der Website des Vereins als Download zur Verfügung steht, und die künftig noch weiter ausgebaut werden könnte. Dass eine weitere Zusammenarbeit auch vom FC Bayern angedacht ist, dokumentiert eine Pressemeldung von Mitte Januar, mit der bekannt gegeben wurde, dass NEXR einen Kooperati-

onsvertrag mit der Bayern-Tochter FC Bayern Media Lab GmbH abgeschlossen hat. Dieser räumt NEXR ein umfangreiches Media-Leistungspaket ein, das von 2020 bis 2022 genutzt werden kann und mit dem die Bekanntheit des Unternehmens deutlich gesteigert werden soll. Im Gegenzug hat der FC Bayern virtuelle Aktienoptionen an NEXR mit einer Laufzeit von drei Jahren erhalten, die im Fall der Ausübung zu einer Beteiligung im niedrigen einstelligen Prozentbereich führen würden.

Motion-Capture: Wichtige Technik

Die Erstellung von Avataren und die kundenindividuelle Programmierung von 3D-Softwarelösungen sind zwei zentrale Bausteine für die Erschaffung von VR-Erlebniswelten. Eine wichtige Ergänzung dazu stellt die Motion-Capture-Technologie dar. Mit dieser können Bewegungen von Menschen erfasst, digitalisiert und auf Avatare übertragen werden – damit werden die Figuren zum Leben erweckt. Die Alternative dazu, eine vollständige Programmierung von Bewegungsabläufen, ist erheblich aufwendiger (und damit deutlich teurer). Daher hat NEXR in 2019 das On-Point-Studio gegründet, das diese Dienstleistung für Eigenentwicklungen und Externe anbietet. Auch in diesem Bereich wurde technologisch mit dem Remote Directing direkt ein neuer Standard gesetzt. Denn anders als bei vielen etablierten Anbietern, muss das Filmteam nicht mehr ins Studio kommen, sondern kann die Bewegungen des Motion Actors über einen digitalen VR-Raum verfolgen und ihm im Video-Chat die notwendigen Anweisungen erteilen.

Breites Anwendungsspektrum

Dieses Verfahren wurde kürzlich bereits in der Produktion eines Multiplayer-Online-Spiels (vom Spieleentwickler Another Coffee Games) eingesetzt und damit auch zum weltweit ersten Mal im Bereich des Motion Capture. Außerdem hat OnPoint zuletzt die

wichtigsten Sequenzen eines Musikvideos des bekannten DJs und Produzenten Robin Schulz animiert. Damit verfügt NEXR auch in diesem Geschäftsbereich bereits über die ersten namhaften Referenzen. Doch das Management sieht auch abseits von Spiele- und Filmproduktionen noch zahlreiche weitere Einsatzmöglichkeiten für animierte Avatare und nennt virtuelle Unternehmensführungen, Gespräche mit Servicemitarbeitern oder Online-Seminare als denkbare Anwendungsgebiete.

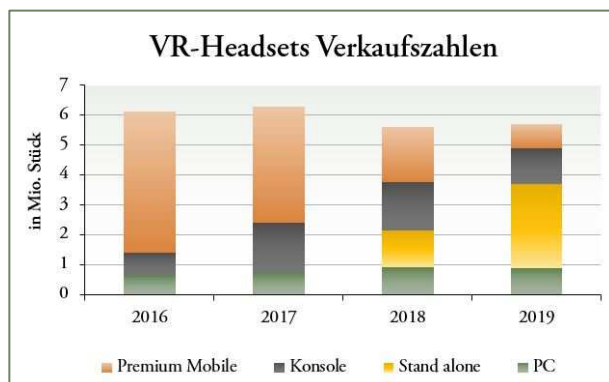
Materia.One: Work in progress

Die Angebote der drei Geschäftsbereiche können einzeln vermarktet werden, dennoch sind sie eng miteinander verbunden. Und auch NEXR selbst nutzt alle Kompetenzen, um die eigene VR-Erlebniswelt Materia.One weiterzuentwickeln. Die Gesellschaft erschafft dabei eine virtuelle Welt mit verschiedenen Lebens- und Aktionsbereichen, die auch als Präsentationsplattform für Unternehmen interessant sein soll. Ähnlich der im Spielberg-Film „Ready Player One“ skizzierten Zukunftsvision soll den Nutzern dabei die Möglichkeit geboten werden, ihren Sektor nach eigenen Vorstellungen zu gestalten und aufzubauen. Damit würde sich erstmals die Chance für ein „reales“ zweites Leben auf einer Plattform bieten. In der Vergangenheit wurde zunächst ein etwas anderes Konzept (nämlich vor allem eine Präsentationsplattform für Stars) verfolgt, und dieses konnte zudem in dem zuvor anvisierten Umfang nicht realisiert werden. Doch der technologische Fortschritt im Bereich von Virtual Reality und der wachsende Erfahrungsschatz des Unternehmens haben die Rahmenbedingungen inzwischen erheblich verbessert. Dementsprechend wird für nächstes Jahr ein größerer Launch in verschiedenen Versionen (VR, PC, mobile) angepeilt.

Markt und Strategie

XR-Markt: Große Fortschritte

Der XR-Markt hat sich in den letzten Jahren bereits sehr dynamisch entwickelt. Insbesondere im Segment Augmented Reality wurde über mobile-APPs der Massenmarkt erschlossen. Dank sehr erfolgreicher Angebote wie Pokémon GO, Snapchat und TikTok summierte sich die weltweite Zahl der Nutzer nach Angaben von SuperData Research im dritten Quartal letzten Jahres bereits auf mehr als 2 Milliarden. Große Fortschritte hat es auch im Endverbrauchermarkt für Virtual Reality gegeben. Neue Stand-alone-Modelle (die ohne PC, Konsole oder Handy auskommen) – allen voran Oculus Quest – bieten gegenüber älteren Versionen deutliche Verbesserungen hinsichtlich Qualität, Komfort und Nutzbarkeit und schaffen damit die Basis für eine deutliche Ausweitung des Marktes.



Quelle: SuperData

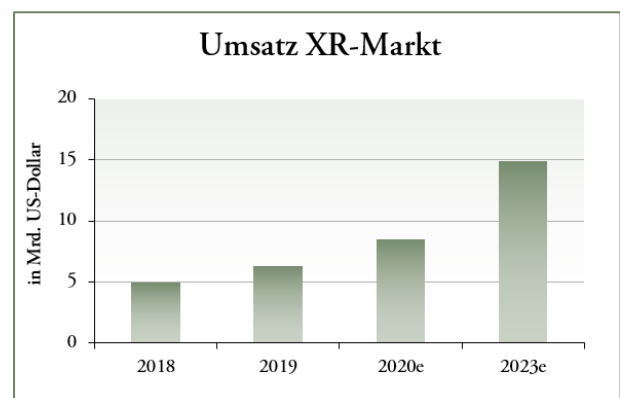
Marktanteilsverschiebungen bei VR

Noch hat Virtual Reality im Endverbrauchermarkt indes aber einen Nischencharakter. Entgegen den Erwartungen ist die Zahl der verkauften VR-Headsets in den letzten vier Jahren nicht gestiegen, sondern zurückgegangen, von 6,1 auf 5,7 Mio. Die Gesamtsumme überdeckt allerdings die gravierenden Auswirkungen des technologischen Fortschritts auf die Marktstruktur. Denn während im Jahr 2016 noch relativ einfache und kostengünstige VR-Ergänzungen für das Handy (Samsung Gear VR, Google Day-

dream) mit einer Absatzmenge von 4,7 Mio. und einem Anteil von ca. drei Viertel an den gesamten Verkäufen den Markt beherrschten, expandiert seit dem vorletzten Jahr nach der Einführung neuer Produkte das Segment der hochwertigen Stand-alone-Lösungen. Deren Marktanteil ist explosiv gestiegen und lag 2019 bereits bei rund 50 Prozent, während auf die Handy-Sets nur noch 14 Prozent entfielen (Quelle zu den Marktzahlen: SuperData Research).

Dynamisches Umsatzwachstum

Die Verschiebung der Anteile zu hochwertigeren Lösungen führt zu einem starken Umsatzwachstum. Nach den Erhebungen von SuperData haben die Erlöse mit VR-Hardware im letzten Jahr um 31 Prozent auf 2,1 Mrd. US-Dollar zugelegt, wobei die USA mit einem Anteil von 35 Prozent der wichtigste Einzelmarkt waren. Damit bleibt Virtual Reality ein zentraler Treiber für den XR-Markt. Die gesamten Erlöse aus Hardware, Consumer Software und Service aus den Bereichen VR, AR und MR summierten sich im letzten Jahr auf 6,3 Mrd. US-Dollar, ein Zuwachs von 26 Prozent (Quelle: SuperData Research). Die Analysten von SuperData erwarten einen weiteren Anstieg auf 8,5 Mrd. US-Dollar in diesem Jahr und auf 14,9 Mrd. US-Dollar bis zum Jahr 2023, was einem CAGR von 24 Prozent entspricht.



Quelle: SuperData

Avatar-Nachfrage dürfte steigen

Das starke Absatzwachstum technologisch hochwertiger VR-Headsets dürfte dem Gesamtmarkt für Virtual Reality einen deutlichen Schub geben. Insbesondere die Entwicklung anspruchsvoller Anwendungen wird damit erheblich potenzialträchtiger. Und das schafft auch einen deutlich steigenden Bedarf für fotorealistische, animierte Avatare. Den Schlüssel dazu stellen Scanner dar, mit denen Avatare erstellt werden können, die höchsten Ansprüchen genügen.

Scanner: Markt wird jetzt verteilt

Das Management von NEXR geht davon aus, dass es in der angelaufenen Marktbeschleunigung wichtig sein wird, sich als führender Anbieter mit einer breiten Basis installierter Scanner zu etablieren. Das Wettbewerbsumfeld ist aktuell noch sehr überschaubar, es gibt keinen Konkurrenten mit einer dominanten Stellung. Zu den Wettbewerbern zählen beispielsweise Vitronic aus Deutschland oder Twindom aus den USA. Der einzige Scanner-Produzent, dem es bislang gelungen ist, hierzulande eine größere Installationsbasis aufzubauen, ist die 3D Generation GmbH aus Dortmund. Der NEXR-Vorstand sieht das allerdings angesichts des hohen Marktpotenzials nicht als Problem an und stuft konkurrierende Angebote vielmehr als belebend für den Virtual-Reality-Markt ein, wovon im aktuellen Stadium alle Akteure profitieren können.

Technologische Führungsposition

Für dieses Marktwachstum sieht sich NEXR mit dem entwickelten Produktportfolio in einer sehr guten Ausgangsposition. Insbesondere den neuen Scanner Fusion III stuft das Management als technologisch führend und damit als einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil ein, um sich signifikante Marktanteile zu sichern. Die selbst entwickelte Software erlaubt in Kombination mit hochwertigen Digitalkameras und der Infrarot-Tiefenmessung eine vollautomatische Erstellung von Avataren, die manuell nicht mehr nachbearbeitet werden müssen. Die Konkurrenz nutzt hingegen vor allem die Structured-Light-Technologie, die eine Nachbearbeitungszeit von 30 Minuten und mehr bedingt, außerdem müssen die Konkurrenz-

Scanner in der Regel von einem Operator bedient werden.

Zahlreiche Einsatzmöglichkeiten

Für die Aufstellung von Scannern in Einkaufszentren, Modegeschäften oder Fitnessstudios stellt eine einfache Handhabbarkeit ein zentrales Argument dar. Das Unternehmen geht davon aus, dass in diesen Bereichen künftig viele Installationen erfolgen werden. Denn die Avatare versprechen für die Anbieter einen erheblichen Mehrwert, da sie einen Spielraum für zahlreiche zusätzliche Serviceangebote bieten (wie die bereits erwähnte Nutzung für eine virtuelle Kleideranprobe). Die Kundenansprache wird zudem erheblich erleichtert und erweitert, da einer Person im Moment des Scans (bspw. an einem neutralen Ort in einem Einkaufszentrum) bereits digital verschiedene Verwendungsmöglichkeiten oder Sonderaktionen angeboten werden können.

Im Fokus: Avatare, Service und Daten

Um die Marktdurchdringung schnell voranzutreiben, setzt NEXR nicht allein auf den Verkauf von Scannern, sondern bietet sie auch im Miet- oder Pay-as-You-Use-Modell an. Da die Scans in der Avatar-Cloud des Unternehmens gespeichert werden können, sind grundsätzlich Zahlungsmodelle in Abhängigkeit von der Zahl der durchgeführten Scansvorgänge möglich. Die Gesellschaft wird aber nicht nur an dem Scanner-Verkauf bzw. an der Erstellung von Avataren verdienen. Zum Geschäftsmodell zählen auch ein Servicevertrag für den Betrieb und ergänzende Dienstleistungen (wie eben die Cloud-Nutzung). Außerdem geht das Management davon aus, dass NEXR die Vermarktung von Daten als zweites Standbein etablieren wird. In einer anonymisierten Form (und damit datenschutzkonform) dürften die gewonnenen Erkenntnisse, etwa zu Körpermaßen (sogar mit Zusatzinformationen wie etwa einer regionalen Verteilung), für viele Branchen interessant sein.

Komplette Wertschöpfungskette

NEXR will im Wettbewerb aber nicht nur mit technologisch führenden Scannern und ergänzenden Dienstleistungen punkten, sondern hat sich für den

XR-Markt als Komplettanbieter positioniert. Während das Scanner-Geschäft die Erstellung von Avataren abdeckt und die Agentur die Softwareerstellung für virtuelle Erlebniswelten bereitgestellt, wird darüber hinaus auch die Animation der Avatare mitangeboten. Dafür setzt die Gesellschaft Automatic-Rigging-Software ein, mit der das menschliche Skelett und dessen Bewegungsoptionen auf die Avatare übertragen werden. Damit können dann direkt Animationen aus Animationsbibliotheken genutzt werden. Möchte man hingegen individuelle Bewegungen einer Person abbilden oder sehr feine Animationen durchführen, wird das eigene Motion-Capture-Studio benötigt, das eine kostengünstige Erfassung der Bewegungen ermöglicht. Somit stellt das Studio einen wichtigen Baustein im Konzept dar, zumal das Angebot der entsprechenden Dienstleistungen vergleichsweise überschaubar ist – nach Angaben des Managements gibt es in Deutschland lediglich zwei weitere Studios – und die Nachfrage mit dem Marktwachstum im Bereich der Virtual Reality stark zunehmen könnte. NEXR hat sich damit den Zugriff auf eine wichtige Ressource sichergestellt.

Von Dienstleistungen zur VR-Welt

Aber naturgemäß hat auch die Agentur eine Schlüsselfunktion für das Geschäftsmodell. Denn die kundenindividuelle Programmierung dient nicht nur zur Generierung von Erlösen, sondern auch, gemäß dem Motto „Learning by Doing“, zur Erzielung von Lerneffekten. Zudem entstehen mit der Schaffung virtueller Welten neue Einsatzmöglichkeiten für Avatare. NEXR realisiert die Welten für Kunden, arbeitet aber auch weiter an der eigenen Lösung „Materia.One“. Im Agenturgeschäft werden bevorzugt Projekte übernommen, die Synergien zur eigenen Erlebniswelt aufweisen – im Idealfall kann eine programmierte VR-Experience (wie bspw. die für den FC-Bayern) künftig an Materia.One angedockt werden. Nachdem die Entwicklungszeit der virtuellen Welt, u.a. auch wegen der für die Branche noch bestehenden technologischen Restriktionen, länger als ursprünglich erwartet gedauert hat, könnte im nächsten Jahr ein Relaunch erfolgen. NEXR würde sich damit zusätzliche Einnahmequellen erschließen, etwa aus Spieltransaktionen (via Micropayments) oder Werbeangeboten für Unternehmen.

Zahlen

2018 – das Jahr der Wende

Die letzten zwei Jahre sind für das Unternehmen sehr turbulent verlaufen. Auslöser war eine Meldung aus dem Mai 2018, in der mitgeteilt wurde, dass der Wirtschaftsprüfer BDO dem Jahresabschluss und dem Lagebericht für 2017 aufgrund von Prüfungshemmnissen einen Versagensvermerk erteilt hatte. Im Mittelpunkt standen dabei insbesondere Nachweise für die von der damaligen Staramba verbuchten Erlöse und Forderungen. Im Vorfeld der Nachricht hatte das Management einen vorläufigen Umsatz für das Geschäftsjahr 2017 von 16,1 Mio. Euro vermeldet, der zu einem späteren Zeitpunkt auf 12 Mio. Euro nach unten korrigiert wurde. Im Nachgang hat sich dann gezeigt, dass der planmäßige Ausbau der Aktivitäten im Bereich des Scanner-Geschäfts und des Vertriebs von 3D-Datenmodellen längst ins Stocken geraten war.

Strategie gescheitert

Ursächlich dafür war insbesondere die strategische Entscheidung des damaligen Managements, die VR-Erlebniswelt Staramba.Spaces als Präsentationsplattform für Stars (heute Materia.One, aber mit geändertem Konzept) möglichst schnell voranzutreiben und dafür einen Token (Staramba.Token, kurz: SST) zu emittieren, was nahezu sämtliche Kapazitäten gebunden hatte. Die Emission wurde durchgeführt, blieb aber letztlich unter den Erwartungen und hat gemäß dem Geschäftsbericht für 2018 Einnahmen von 7,4 Mio. US-Dollar eingebracht. Diese konnten jedoch nicht, wie zunächst angenommen, als Umsatz verbucht werden, sondern nur als erhaltene Anzahlung, da eine Umsatzwirksamkeit erst mit dem Einsatz als Zahlungsmittel auf Materia.One entsteht (was bislang nur zu einem kleinen Teil passiert ist, siehe unten). Vor diesem Hintergrund ist eine Prüfung der Deutschen Prüfungsstelle für Rechnungslegung (DPR) zum Jahresabschluss von 2017 zu dem Ergebnis gekommen, dass der damals im Ausblick „für das Geschäftsjahr 2018 prognostizierte Umsatzbetrag von 13 Mio. Euro (...) um mehr als 95 Prozent zu hoch angege-

ben“ war (Meldung von NEXR vom 20. Dezember 2019). Weitere Mängel wurden insbesondere in Bezug auf den bilanzierten Firmenwert und die Darstellung der Modalitäten einer Kapitalerhöhung beanstandet. NEXR hat dieser Fehlerfeststellung zugestimmt und darauf verwiesen, dass „die entsprechenden Fehler in der Rechnungslegung bereits im Jahresabschluss 2018 Berücksichtigung gefunden“ haben, der von den Wirtschaftsprüfern auch wieder testiert worden ist.

Geschäftszahlen	2017	2018	Änderung
Umsatz	12,1	0,3	-97,3%
EBITDA	-0,8	-1,9	-
EBIT	-59,9	-24,5	-
Nettoergebnis	-43,8	-22,0	-

In Mio. Euro bzw. Prozent Quelle: Unternehmen

Niedrige Erlöse...

Bezüglich des Finanz- und Rechnungswesens bewegte sich das Unternehmen mit dem Abschluss für 2018 somit wieder in stabilem Fahrwasser. Im Hinblick auf das operative Geschäft waren die Nachwirkungen der verfehlten Expansionspläne aber noch länger stark zu spüren. So konnte die Gesellschaft 2018 lediglich einen Umsatz von 326 Tsd. Euro erwirtschaften, der u.a. aus Dienstleistungen im Bereich 3D-Scannen/-Modellieren (103 Tsd. Euro), der Lieferung von Scannern (55 Tsd. Euro) und 3D-Figuren (80 Tsd. Euro) sowie dem Einsatz von Token auf Materia.One (23 Tsd. Euro) resultierte.

...und hohe Verluste

Aufgrund der Ausrichtung der Gesellschaft auf ein deutlich größeres Geschäftsvolumen reichte das bei weitem nicht aus, um die Kosten zu decken. Schon der Personalaufwand überstieg mit 4,7 Mio. Euro (Vorjahr: 2,4 Mio. Euro) den Umsatz um ein Vielfaches, hinzu kamen Aufwendungen für bezogene Leis-

tungen (insb. auch für die Token-Ausgabe) in Höhe von 2,9 Mio. Euro (Vorjahr: 0,7 Mio. Euro) und sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von 6 Mio. Euro (Vorjahr 9,8 Mio. Euro). Dem standen sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 11,4 Mio. Euro (Vorjahr: 0,3 Mio. Euro) aus der Wertaufholung auf Forderungen sowie einer Zuschreibung auf den Firmenwert im Rahmen der Korrektur einer fehlerhaften Buchung aus dem Vorjahr (in Höhe von 9,1 Mio. Euro) gegenüber. Zugleich wurde der Geschäfts- und Firmenwert im Zuge der Neuausrichtung und -einschätzung der Aktivitäten aber auch außerplanmäßig um 14,4 Mio. Euro abgeschrieben, was zusammen mit den planmäßigen Abschreibungen (6,6 Mio. Euro, Vorjahr: 13,6 Mio. Euro) und Wertberichtigungen auf Forderungen (1,6 Mio. Euro, Vorjahr 0 Euro) zu Abschreibungen in Höhe von 22,6 Mio. Euro (Vorjahr: 59,1 Mio. Euro) führte. Daraus errechnen sich ein Verlust vor Zinsen und Steuern von -24,5 Mio. Euro (Vorjahr: -59,9 Mio. Euro) und – unter Berücksichtigung des Finanzergebnisses (-0,6 Mio. Euro, Vorjahr: -0,4 Mio. Euro) und eines positiven Ertrags aus latenten Steuern (+3,1 Mio. Euro, Vorjahr: +16,5 Mio. Euro) – ein Nettoverlust von -22,0 Mio. Euro (Vorjahr: -43,8 Mio. Euro).

Geschäftszahlen	HJ18	HJ19	Änderung
Umsatz	0,07	0,53	+652%
EBITDA	3,70	-4,66	-
EBIT	0,40	-6,33	-
Nettoergebnis	-1,92	-6,47	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Ähnliches Bild im 1. Halbjahr 2019

Da die Restrukturierung erst im ersten Halbjahr 2019 eingeleitet wurde, hat sich in dem Zeitraum an der Konstellation mit relativ niedrigen Einnahmen und hohen Kosten noch nichts Grundlegendes geändert. Dennoch konnte die Gesellschaft den Umsatz in Relation zur Vorjahresperiode schon deutlich von 70,4 auf 529,8 Tsd. Euro steigern, wofür vor allem eine höhere Nachfrage nach 3D-Scanner-Dienstleistungen verantwortlich war. Dem standen ein nur leicht gestiegener Personalaufwand (2,4 Mio. Euro, Vorjahr 2,2 Mio. Euro) und etwas geringere sonstige betrieb-

liche Aufwendungen (2,1 Mio. Euro, Vorjahr 2,3 Mio. Euro) sowie Materialaufwendungen (0,5 Mio. Euro, Vorjahr 0,8 Mio. Euro) gegenüber. Darin waren bereits Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 0,5 Mio. Euro enthalten, insbesondere für Personalabfindungen (0,37 Mio. Euro im Personalaufwand). Die – nunmehr planmäßigen – Abschreibungen lagen mit 1,7 Mio. Euro sogar deutlich unter dem Niveau der ersten sechs Monate 2018 (3,3 Mio. Euro), so dass das Ergebnis vor Zinsen und Steuern mit -6,3 Mio. Euro im Vergleich zum bereinigten Vorjahreswert signifikant verbessert wurde. Für die ersten sechs Monate 2018 war zwar ein EBIT von +0,4 Mio. Euro ausgewiesen worden, das aber den einmaligen Ertrag (9,1 Mio. Euro, siehe oben) aus der Korrektur der Firmenwertbuchung enthielt. Deswegen betrug der Nettofehlbetrag für diesen Zeitraum auch nur -1,9 Mio. Euro, während sich dieser zwischen Januar und Juni 2019 auf -6,5 Mio. Euro summierte.

Prognose etwas optimistischer

Erlösseitig hat die Gesellschaft damit etwas besser abgeschnitten, als das Management zunächst erwartet hatte. Nachdem die im Geschäftsbericht ausgegebene Umsatzprognose für das Gesamtjahr in Höhe von 0,5 Mio. Euro schon in den ersten sechs Monaten erreicht werden konnte, wurde diese mit dem Halbjahresbericht auf 1,0 Mio. Euro angehoben (Zahlen für 2019 sind noch nicht veröffentlicht worden). Die Prognose für den Jahresfehlbetrag wurde hingegen unverändert bei -12 Mio. Euro belassen, was aber für das zweite Halbjahr eine Ergebnisverbesserung gegenüber den ersten sechs Monaten beinhaltet. Darin dürften sich schon erste Effekte der eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen niederschlagen, mit denen die Personal- und Sachkosten um 30 bis 40 Prozent im Vergleich zum Stand vor der Restrukturierung gesenkt werden sollen.

Bilanz: Erheblich belastet

In noch stärkerem Ausmaß als die GuV ist die Bilanz von den Auswirkungen der fehlgeschlagenen Strategie geprägt worden. Zur Jahresmitte 2019 musste die Gesellschaft bei einer Bilanzsumme von 26,3 Mio. Euro einen nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag

von 13,5 Mio. Euro ausweisen. Als weiterer wesentlicher Posten auf der Aktivseite war vor allem der Geschäfts- und Firmenwert mit 9,2 Mio. Euro erfasst, der Kassenbestand lag hingegen nur bei 0,3 Mio. Euro. Dem standen auf der Passivseite Verbindlichkeiten in Höhe von 22,4 Mio. Euro sowie passivierte latente Steuern (2,6 Mio. Euro) und Rückstellungen (1,3 Mio. Euro) gegenüber.

Umfangreiche Finanzhilfen

Die hohen Verbindlichkeiten relativieren sich allerdings bei einem genaueren Blick. Allein 6,4 Mio. Euro davon resultieren nämlich aus dem Token-Verkauf und werden, wie ausgeführt, sukzessive als Umsatz verbucht, sobald die Token für Zahlungen auf Materiala.One genutzt werden. Weitere 14,5 Mio. Euro spiegeln Darlehen von Gesellschaftern wider, vor allem von Hevella Capital. Der Großaktionär hatte das Unternehmen mit der Gewährung von Wandeldarlehen in einem Volumen von insgesamt 12 Mio. Euro

zwischen November 2018 und Juni 2019 unterstützt, nach dem Halbjahresstichtag folgte im Juli letzten Jahres eine weitere Tranche in Höhe von 8 Mio. Euro.

Große Kapitalerhöhung geplant

Damit hat das Unternehmen nach eigener Aussage die Finanzierung bis Juni 2020 sichergestellt. Bis zum geplanten operativen Break-even im Jahr 2023 sind nach den zuletzt veröffentlichten Schätzungen weitere 20 Mio. Euro notwendig. Diese sollen im Rahmen einer großen Kapitalerhöhung eingeworben werden, wobei Hevella erneut ihre Unterstützung zugesagt hat. Gegen den entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung hat allerdings ein Aktionär eine Nichtigkeits- bzw. Anfechtungsklage erhoben. Das Unternehmen bemüht sich derzeit darum, den Weg für die Kapitalerhöhung mit Hilfe des Freigabeverfahrens zu ebnen.

Equity-Story

Attraktiver Markt

Mit Extended Reality bewegt sich NEXR in einem sehr potenzialträchtigen Markt. Analysten gehen davon aus, dass Virtual Reality, Augmented Reality und Mixed Reality in Zukunft eine immer bedeutendere Rolle spielen werden, und dass sich das in einem rasanten Erlöswachstum niederschlagen wird. Obwohl sich der Gesamtumsatz der XR-Branche im letzten Jahr bereits auf 6,3 Mrd. US-Dollar belaufen hat, rechnen die Analysten von SuperData für die nächsten Jahre mit einem durchschnittlichen Wachstum um 24 Prozent p.a., so dass für 2023 bereits ein weltweiter Umsatz von 14,9 Mrd. US-Dollar prognostiziert wird.

VR vor dem Take-off

Trotz der zuletzt deutlichen Erlöszuwächse hat der VR-Teilmarkt die hoch gesteckten Hoffnungen bislang aber noch nicht erfüllt, da er gemessen an den Nutzerzahlen immer noch Nischencharakter hat. Das wird zum einen darauf zurückgeführt, dass eine sogenannte Killerapplikation noch fehlt, mit der VR-Headsets zu einem Must-have werden. Zum anderen war ein technologischer Reifungsprozess notwendig, um den Komfort der angebotenen Lösungen zu verbessern. In jüngster Zeit hat es mit den hochwertigen Stand-alone-Headsets in dieser Hinsicht bereits große Fortschritte gegeben, was auch das Angebot an attraktiven Inhalten stimulieren dürfte. Insofern ist der breite Marktdurchbruch von Virtual Reality näher gerückt und scheint nur eine Frage der Zeit.

Erfolgreiche Entwicklungsarbeit

Eine wichtige Bedeutung dürfte dabei auch Avataren zukommen, mit denen die Aktivitäten in der virtuellen Realität personalisiert werden können. Damit rücken auch die Scanner in den Blickpunkt, mit denen fotorealistische 3D-Modelle von Gesichtern und Personen erstellt werden können. NEXR zählt zu den Pionieren der Branche und hat nach einer langjährigen Entwicklungsarbeit, die im letzten Jahr noch einmal

deutlich forciert wurde, eine Produktfamilie mit Lösungen für verschiedene Anwendungsfälle zur Marktreife gebracht. Insbesondere dem kürzlich präsentierten Flaggschiff Fusion III trauen wir ein hohes Potenzial zu. Mit einer automatisierten Erstellung hochwertiger Scans ohne Notwendigkeit einer umfangreichen manuellen Nachbearbeitung setzt das Unternehmen technologisch neue Standards und will auf dieser Grundlage nun die Vermarktung intensivieren. In den nächsten zwei bis drei Jahren soll eine große Installationsbasis aufgebaut werden, wobei beispielsweise Einkaufszentren oder Filialen von großen Ketten als Standorte prädestiniert sind.

Komplettangebot als Wettbewerbsvorteil

NEXR konzentriert sich aber nicht nur auf das Marktsegment der Scanner, sondern positioniert sich als Komplettanbieter für XR-Projekte. Zum Leistungsspektrum zählt deswegen auch die kundenindividuelle Programmierung einer passenden VR-Umgebung, die von der unternehmenseigenen Agentur verantwortet wird. Auch in diesem Bereich verfügt das Unternehmen über eine langjährige Erfahrung und ein versiertes Team, weshalb mit Bayern München bereits ein prominenter Referenzkunde gewonnen werden konnte – der zudem die Zusammenarbeit mit einer anvisierten Beteiligung (für die virtuelle Aktienoptionen geschaffen wurden) untermauert hat. Der dritte wichtige Kompetenzbereich im VR-Geschäft neben der Software und den Scannern ist die Animation von Avataren, die NEXR mit dem eigenen Motion-Capture-Studio ebenfalls abdeckt. Hier sehen wir einen wichtigen Wettbewerbsvorteil, denn das Marktangebot (und damit auch das Know-how) in diesem Bereich ist begrenzt – in Deutschland gibt es nur zwei weitere Studios. Insgesamt gehen wir davon aus, dass mit dem Komplettangebot die Einstiegshürden für die Gewinnung neuer Projekte deutlich niedriger sind, als das bei auf einzelne Bereiche fokussierten Konkurrenten der Fall ist.

Starker Rückhalt

Da der VR-Markt an Dynamik gewinnt und ein breiter Durchbruch in den nächsten Jahren wahrscheinlicher geworden ist, scheint es nun wichtig, schnell Marktanteile zu gewinnen. NEXR hat dafür das passende Angebot geschaffen, jetzt rückt vor allem der Vertrieb in den Blickpunkt. Um die Aktivitäten in diesem Bereich deutlich auszuweiten, muss das Unternehmen zunächst in Vorleistung gehen. Noch zum Halbjahresstichtag 2019 war die Finanzausstattung dafür deutlich zu knapp. Aber die Gesellschaft hat mit dem Investor Hevella einen starken Rückhalt, der Kapital in ausreichendem Maße zur Verfügung stellt. Nach einem im letzten Juli gewährten Wandeldarlehen in Höhe von 8 Mio. Euro (mit dem sich die seit November 2018 von Hevella gewährten Kredite auf 20 Mio. Euro summieren) will der Großaktionär auch eine geplante Kapitalerhöhung unterstützen, in deren Rahmen in den nächsten Monaten 20 Mio. Euro eingeworben werden sollen. Das Gelingen dieser Kapitalmaßnahme sehen wir als zentrale Vorbedingung, damit NEXR seine Pläne umsetzen und am Marktwachstum adäquat partizipieren kann.

Potenziell hoher Hebel

Denn in der anvisierten dynamischen Wachstumsphase wird das Unternehmen voraussichtlich weiter

defizitär arbeiten. Das Management hat das Erreichen der operativen Gewinnschwelle erst für 2023 in Aussicht gestellt. Dies halten wir für eine vorsichtige Einschätzung, die aber durchaus auch Realität werden könnte, wenn entsprechend hohe Aufwendungen zur Forcierung des Wachstumstempos getätigt werden. Mittel- und langfristig sehen wir aber Potenzial für hohe Renditen. Einerseits dürfte das Unternehmen in einem zunehmenden Maße wiederkehrende Erlöse mit hohen Margen generieren. Zunächst dürfte vor allem das Cloudgeschäft (für die Avatare) sowie das Servicegeschäft (für die Scanner) eine starke Säule bilden, anschließend sollten aber auch die Einnahmen aus der Nutzung der installierten Scanner (etwa bei einer Bezahlung pro Scan) deutlich anziehen, denen keine nennenswerten Kosten gegenüberstehen. Ebenfalls Potenzial für hohe Margen weist die eigene VR-Erlebniswelt *Materia.One* auf, sofern diese erfolgreich am Markt etabliert werden kann. Denn mit dem Konzept, dass die Nutzer ihre Welt selbst ausbauen können, verfolgt NEXR einen Ansatz mit usergeneriertem Content, was die Anforderungen an die eigenen Programmierkapazitäten begrenzt. Allerdings ist es keine leichte Aufgabe, ein neues und innovatives Angebot im hart umkämpften Endverbrauchermarkt zu etablieren.

DCF-Bewertung

Neustart

Mit dem versagten Bestätigungsvermerk der Wirtschaftsprüfer im Mai 2018 hatte sich gezeigt, dass das Zahlenwerk der damaligen Staramba nicht zuverlässig war. Wir haben damals die Coverage umgehend ausgesetzt und zunächst abgewartet, welche Konsequenzen sich daraus ergeben. Im Nachgang hat sich gezeigt, dass die fast ausschließliche Ausrichtung auf den Token-Verkauf und Materia.One und die Vernachlässigung des Scanner- und 3D-Dienstleistungsgeschäfts ein strategischer Fehler war, der zu einem Umsatzeinbruch, hohen Verlusten und einem nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag in erheblicher Höhe geführt hat. Nur dem Engagement des Großaktionärs Hevella ist es zu verdanken, dass das Unternehmen diese Phase überstanden hat und nach einer umfassenden Restrukturierung und der Fokussierung auf drei synergetisch verbundene Geschäftsbereiche, die allesamt den XR-Markt adressieren, nun eine neue Expansionsphase gestartet hat.

Restrukturierung prägt 2019

Das letzte Geschäftsjahr war noch von den notwendigen Weichenstellungen geprägt. Unter anderem ist im Zuge der Restrukturierung der Personalbestand deutlich reduziert worden, was mit hohen Abfindungszahlungen verbunden war. Außerdem dürfte der Prozess von relativ hohen Rechts- und Beratungskosten begleitet worden sein. Dementsprechend belief sich die letzte Prognose des Vorstands für das Geschäftsjahr 2019 auf einen Umsatz von 1 Mio. Euro und einen Nettoverlust von -12 Mio. Euro. Wir verzichten auf eine eigene Schätzung für 2019 und nutzen für unser Modell vorläufig diese Zahlen.

Gewinnzone für 2023 angepeilt

Mit der Aussage, dass die operative Gewinnschwelle erst im Jahr 2023 erreicht werden soll, hat das Management die Erwartungen an die Geschäftsentwicklung unseres Erachtens vorsichtig formuliert. Ein Grund dafür dürfte sein, dass der VR-Markt in den

letzten Jahren die hohen Erwartungen enttäuscht hat und noch nicht genau absehbar ist, wann der Massenmarkt mit einer Nutzerzahl im deutlich zweistelligen oder sogar dreistelligen Millionenbereich erreicht werden kann. Der Vorstand geht davon aus, dass dank des technologischen Fortschritts und neuer massentauglicher Angebote der Durchbruch innerhalb der nächsten fünf Jahre gelingt und stimmt die Wachstumsstrategie darauf ab.

Aufbau einer Scanner-Installationsbasis

NEXR wird selbst an dem Marktdurchbruch mitwirken – durch die Entwicklung attraktiver Inhalte im Agenturgeschäft und durch den Aufbau einer großen Installationsbasis seiner Scanner. Insbesondere der letztgenannte Bereich, der eine Voraussetzung für die Erstellung einer großen Zahl von hochwertigen Avataren darstellt, ist für das Unternehmen zunächst von großer Bedeutung. Wir gehen daher davon aus, dass die Vermarktung der Scanner stark forciert wird und rechnen für dieses Jahr zunächst mit dem Verkauf von ca. 20 Anlagen. Anschließend unterstellen wir für den Absatz mehr als eine Verzehnfachung bis 2023, wobei neben dem Fusion III auch viele kleinere Scanner (Sizematcher, Face-Scanner) verkauft werden dürften. Wir kalkulieren daher vorsichtshalber mit einem durchschnittlichen Verkaufspreis von 20 Tsd. Euro, den wir im Zeitablauf moderat inflationieren (mit 2 Prozent p.a.). Nach dieser explosiven Wachstumsphase reduzieren wir die Steigerungsraten für die Absatzzahlen sukzessive bis auf 10 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums.

Steigende wiederkehrende Einnahmen

Neben dem Verkauf von Scannern will NEXR auch das Mietmodell (zeit- bzw. nutzungsabhängig) forcieren, weswegen wir davon ausgehen, dass die Zahl der installierten Scanner noch deutlich höher ausfallen wird als die der verkauften Scanner (unsere Prämisse: doppelt so hoch). Mit dem Mietmodell wird NEXR

einerseits einen stetig zunehmenden Strom wiederkehrender Einnahmen generieren und andererseits für ein starkes Wachstum der Installationsbasis sorgen, das sich wiederum positiv auf die Entwicklung weiterer Erlösarten auswirken sollte, die mit der Installationsbasis korreliert sind. Dazu gehören die Erlöse aus Serviceverträgen für die Scanner, Gebühren für die Nutzung der Avatar-Cloud sowie Einnahmen aus der Verwertung der anonymisierten Daten. In unseren Schätzungen haben wir die Entwicklung dieser Einnahmen an die installierte Scannerbasis gekoppelt und erwarten einen Anstieg der Erlöse von 0,7 Mio. Euro im nächsten Jahr bis auf 14,8 Mio. Euro zum Ende des Detailprognosezeitraums.

Projektgeschäft verliert an Bedeutung

Kurzfristig noch relativ bedeutsam für das Unternehmen ist der Umsatz aus dem Projektgeschäft. Wir gehen davon aus, dass die Zahl der von NEXR bearbeiteten großen Projekte im mittleren einstelligen Bereich liegen und im Zeitablauf vergleichsweise moderat ansteigen wird. Damit verliert dieser Bereich bis zum Ende des Detailprognosezeitraums relativ an Bedeutung. Während der von uns geschätzte Umsatzbeitrag in Höhe von 1,0 Mio. Euro im laufenden Jahr noch 50 Prozent des Konzernumsatzes ausmacht, sinkt der Anteil bis zum Ende des Detailprognosezeitraums auf rund 10 Prozent. Noch deutlich geringer fallen die Erlöse aus dem Motion-Capture-Geschäft aus, die sich anfangs im niedrigen sechsstelligen Bereich bewegen dürften und die wir bis auf 0,7 Mio. Euro in 2027 ansteigen lassen. Im gesamten Detailprognosezeitraum bleibt deren Bedeutung für die Gesamterlöse des Unternehmens damit niedrig, was aber darauf zurückzuführen ist, dass die externe Vermarktung nur dazu dient, einen Beitrag zu den Fixkosten

des Studios zu leisten. Viel wichtiger ist die Verwendung für eigene Zwecke zur Animation von Avataren.

Materia.One als Option

Diese wird deutlich an Bedeutung gewinnen, wenn NEXR die ausgebaute VR-Erlebniswelt Materia.One präsentiert. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen im nächsten Jahr das Tempo in diesem Bereich forcieren und 2022 die ersten signifikanten Einnahmen in diesem Bereich erzielen wird. Dabei ist zu beachten, dass die Erlöse teilweise mit den bereits ausgegebenen Token bezahlt und deswegen nicht cashwirksam sein werden (sondern in den erhaltenden Anzahlungen gegengebucht werden). Den anschließenden Anstieg haben wir in Relation zum Marktpotenzial noch sehr vorsichtig modelliert und bilden damit die Unsicherheit ab, ob es die Gesellschaft schafft, sich in dem konkurrenzintensiven Spielmarkt mit einem innovativen neuen Angebot durchzusetzen. Gelingt hier ein großer Erfolg, dürften die Einnahmen zum Ende des Detailprognosezeitraums weit über dem von uns unterstellten Wert liegen. Es ist aber auch ein kompletter Fehlschlag möglich, der aufgrund der skizzierten anderen Standbeine für das Unternehmen aber nicht dramatisch wäre.

Kosten werden wieder steigen

Obwohl die Kosten mit der Restrukturierung deutlich gesenkt wurden, werden sie auch in diesem Jahr deutlich über den Einnahmen liegen. Wir taxieren daher den diesjährigen Verlust vor Steuern und Zinsen auf -5,9 Mio. Euro. Ab 2021 rechnen wir aufgrund des forcierten Expansionstempos wieder mit einem Anstieg der Kosten – u.a. durch einen Ausbau des Mitarbeiterteams – der aber mittelfristig aufgrund marginen-

Erlösmodell (Mio. Euro)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Scanner-Verkauf	0,4	1,2	3,3	5,3	6,5	7,9	8,9	10,0
Scanner-Nutzungsentgelte	0,1	0,5	1,7	3,4	5,1	7,4	9,3	11,3
Scanner-Dienste/Cloud/Daten	0,2	0,7	2,1	3,7	5,4	7,8	10,6	14,8
Agenturgeschäft	1,0	1,4	2,0	2,7	3,6	4,5	5,3	6,1
Motion-Capture	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
Materia.One	0,0	0,3	1,5	3,0	6,0	9,0	12,0	15,0
Umsatz gesamt	2,0	4,3	10,8	18,6	26,9	37,1	46,8	57,9

Schätzungen SMC-Research

starker Einnahmen (Avatar-Cloud, nutzungsabhängige Scanner-Entgelte, Datenvermarktung) deutlich unterproportional ausfallen sollte. Infolgedessen erwarten wir für 2022 nur noch ein leicht negatives EBITDA und für die Folgeperiode den operativen Break-even (während das EBIT wegen Firmenwertabschreibungen mit -1,2 Mio. Euro noch leicht negativ ausfällt). Die EBIT-Marge steigt aufgrund der auslaufenden Firmenwertabschreibungen und des stark wachsenden Anteils margenstarker Einnahmen danach rasant, von 18,8 Prozent in 2024 bis auf eine Zielmarge von rund 43 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums, wobei wir dabei eine erfolgreiche Etablierung von Materia.One, aber keinen überrasgenden Markterfolg unterstellt haben.

Umsetzung der Kapitalerhöhung

Aufgrund der aktuell noch hohen Verluste sind die Annahmen zur weiteren Finanzierung von elementarer Bedeutung für das von uns unterstellte Expansionsmodell. Die aktuelle Liquidität, die durch die Gewährung eines weiteren Wandeldarlehens in Höhe von 8 Mio. Euro durch Hevella im Juli letzten Jahres gestärkt worden war, dürfte nach Unternehmensangaben bis Mitte dieses Jahres ausreichen. Die anschließende Zeit bis zum geplanten Break-even in 2023 soll mit einer Kapitalerhöhung im Umfang von 20 Mio.

Euro abgesichert werden. Da Hevella diese unterstützt, haben wir eine Umsetzung der Maßnahme mit einem hypothetischen Bezugskurs von 8 Euro unterstellt. Unter Berücksichtigung der ausstehenden Wandelanleihe rechnen wir insgesamt mit einer Verwässerung um 2,7 Mio. Stück und damit mit einer hypothetisch voll verwässerten Aktienzahl von 5 Mio. Stück.

Sicherheitsabschlag von 25 Prozent

Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierenden wichtigsten Cashflow-Daten des Detailprognosezeitraums von 2020 bis 2027, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum arbeiten wir zur Ermittlung des Terminal Value mit einem 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent.

Diskontierungszins 7,4 Prozent

Den aus den Schätzungen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), wobei wir einen FK-Zins von 8 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz er-

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	2,0	4,3	10,8	18,6	26,9	37,1	46,8	57,9
Umsatzwachstum		118,0%	151,9%	71,6%	45,2%	37,6%	26,3%	23,7%
EBIT-Marge	-300,4%	-144,1%	-33,4%	-6,7%	18,8%	30,0%	38,1%	43,1%
EBIT	-5,9	-6,2	-3,6	-1,2	5,1	11,1	17,8	25,0
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	6,0	8,2
NOPAT	-5,9	-6,2	-3,6	-1,2	5,1	7,3	11,8	16,7
+ Abschreibungen & Amortisation	2,1	2,1	2,1	2,2	0,3	0,4	0,4	0,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	-0,3	-1,0	-2,0	-2,0	-0,5	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-3,7	-4,2	-2,3	-0,9	3,6	7,4	12,4	17,4
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-1,5	-3,0	-3,2	-1,3	-1,5	-1,9	-2,3
- Investitionen AV	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2
Free Cashflow	-4,7	-6,1	-5,9	-4,4	1,7	5,2	9,6	14,0

mitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert). Da der Aktienmarkt von der aktuellen Basis aus künftig deutlich stärker auf Zinserhöhungen reagieren dürfte, haben wir im Gegenzug die Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent erhöht (die durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). Als Beta nehmen wir für ein innovatives Technologieunternehmen, das den breiten Marktdurchbruch noch schaffen muss, einen fundamental angemessenen Wert von 1,5. Daraus errechnet sich bei einer Zielkapitalstruktur mit 60 Prozent Fremdkapital ein WACC-Satz von 7,4 Prozent.

Kursziel 21,80 Euro je Aktie

Aus unseren Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,4 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 109 Mio. Euro. Umgerechnet auf 5 Mio. Aktien (voll verwässert) resultiert daraus ein Wert von 21,79 Euro, woraus wir als erstes Kursziel nach der Wiederaufnahme der Coverage 21,80 Euro ableiten.

Sehr 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. Die letzten Jahre haben gezeigt, dass auch in ei-

nem attraktiven, wachstumsstarken Markt mit einem prinzipiell als aussichtsreich eingestuften Produkt- und Leistungsportfolio der anvisierte Ausbau der Marktposition misslingen kann, wenn strategische Fehlentscheidungen getroffen werden. Wir stufen die Ausgangsbasis von NEXR für das künftige Wachstum nach der Repositionierung in 2019 zwar als sehr aussichtsreich ein, aber es muss sich erst noch zeigen, in welchem Ausmaß Marktanteile erobert werden können. Da unser Bewertungsergebnis von einer langen Wachstumsphase und deutlichen Margenverbesserungen abhängt und zudem zu einem großen Teil vom Terminal Value determiniert wird, stufen wir das Prognoserisiko als sehr hoch (6 Punkte) ein.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 15,19 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,4 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 34,52 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,4%	34,52	30,99	28,11	25,72	23,70
6,9%	29,76	26,99	24,69	22,74	21,08
7,4%	25,92	23,70	21,79	20,22	18,83
7,9%	22,75	20,94	19,39	18,06	16,89
8,4%	20,09	18,60	17,31	16,19	15,19

Fazit

Die letzten beiden Jahre sind für das Unternehmen sehr turbulent verlaufen. Im Mai 2018 musste die damals noch als Staramba firmierende Gesellschaft einräumen, dass die Wirtschaftsprüfer das Testat für den Jahresabschluss 2017 versagt haben. Im Nachgang hat sich herausgestellt, dass das Zahlenwerk nicht zuverlässig war, außerdem hat sich die fast ausschließliche strategische Fokussierung auf eine eigene VR-Erlebniswelt und auf die Token-Emission als Fehlentscheidung erwiesen.

Infolgedessen wurde 2019 eine Restrukturierung und Neupositionierung eingeleitet, die mit einer Umbenennung des Unternehmens in NEXR Technologies und einem Austausch des Geschäftsführenden Direktors einherging; außerdem hat Hauptaktionär Rolf Elgeti (beteiligt über seine Gesellschaft Hevella Capital) den Vorsitz des Verwaltungsrates übernommen.

Seitdem konzentriert sich die Gesellschaft auf drei synergetisch verbundene Geschäftsbereiche: die Vermarktung von Scannern zur Erstellung von 3D-Datenmodellen von Personen, die Programmierung von VR-Erlebniswelten auf Projektbasis und die Animation von Avataren im eigenen Motion-Capture-Studio. Damit adressiert NEXR einen sehr dynamischen Markt, dem von Analysten für die nächsten Jahre Wachstumsraten von mehr als 20 Prozent p.a. zugeordnet werden.

Als einer der Pioniere der Branche verfügt NEXR bereits über eine langjährige Erfahrung in der Erstellung von 3D-Datenmodellen und der Programmierung von 3D-Erlebniswelten. Mit dem kürzlich präsentierten neuen Scanner 3D Instagraph Fusion III hat die

Gesellschaft hinsichtlich der Automatisierung des Scanprozesses neue Maßstäbe gesetzt und sieht sich technologisch in der Führungsposition.

Damit besteht eine gute Ausgangsbasis, um die Marktpotenziale zu nutzen und das Wachstum zu forcieren. Notwendig ist dafür aber noch eine Verbesserung der Kapitalausstattung, die in den nächsten Monaten mit einer großen Kapitalerhöhung erreicht werden soll. Großaktionär Hevella hat dafür seine Unterstützung zugesichert.

Insgesamt verfolgt NEXR als Komplettanbieter für den attraktiven Extended-Reality-Markt eine aus unserer Sicht schlüssige und erfolgsversprechende Wachstumsstrategie. Wir haben darauf aufbauend einen Expansionspfad modelliert, der dank hochmarginiger Einnahmen aus Cloud-Diensten und der Datenvermarktung sowie nutzungsabhängiger Gebühren aus dem Scanner-Geschäft mittel- bis langfristig zur Erwirtschaftung hoher Margen führt. Die eigene Erlebniswelt Materia.One, die ab 2021 einen weiteren Schwerpunkt der Expansion darstellen soll, haben wir hingegen relativ vorsichtig einkalkuliert.

Trotzdem liegt unser Kursziel mit 21,80 Euro weit über dem aktuellen Kurs, was das hohe Potenzial widerspiegelt. Zugleich sind die Bilanz- und Finanzierungsrisiken noch hoch, außerdem steht die Markterprobung der neuen strategischen Ausrichtung noch am Anfang. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren starten wir die seit Mai 2018 ausgesetzte Coverage neu mit dem Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	8,34	6,46	4,75	3,19	1,40	1,62	1,99	2,49	3,12
1. Immat. VG	7,82	5,85	3,88	1,91	-0,06	-0,16	-0,26	-0,36	-0,46
2. Sachanlagen	0,52	0,62	0,87	1,28	1,46	1,78	2,25	2,85	3,58
II. UV Summe	6,35	23,04	19,24	16,53	14,90	15,83	22,56	34,50	51,44
Nicht gedeckter Fehlbetrag	18,07	3,46	6,48	10,26	12,41	10,25	3,93	0,00	0,00
PASSIVA									
I. Eigenkapital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,91	22,57
II. Rückstellungen	1,25	1,43	1,61	1,79	1,97	2,15	2,34	2,52	2,70
III. Fremdkapital	31,60	31,62	28,94	28,26	26,82	25,63	26,24	27,64	29,38
1. Langfristiges FK	29,11	29,09	26,30	25,30	23,30	21,30	20,80	20,80	20,80
2. Kurzfristiges FK	2,49	2,53	2,64	2,97	3,52	4,33	5,44	6,85	8,59
BILANZSUMME	32,85	33,05	30,55	30,06	28,79	27,78	28,57	37,07	54,65

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	1,00	1,97	4,29	10,81	18,55	26,94	37,07	46,82	57,93
Gesamtleistung	1,00	1,97	4,29	10,81	18,55	26,94	37,07	46,82	57,93
Rohhertrag	0,20	1,57	2,88	6,70	11,13	17,51	25,21	33,71	42,29
EBITDA	-8,18	-3,84	-4,12	-1,51	0,93	5,39	11,49	18,26	25,49
EBIT	-11,61	-5,91	-6,18	-3,61	-1,23	5,07	11,13	17,82	24,96
EBT	-12,61	-8,04	-8,21	-5,65	-3,22	3,22	9,43	16,19	23,37
JÜ (vor Ant. Dritter)	-11,98	-5,39	-5,50	-3,78	-2,15	2,16	6,32	10,85	15,66
JÜ	-11,98	-5,39	-5,50	-3,78	-2,15	2,16	6,32	10,85	15,66
EPS	-3,98	-1,08	-1,10	-0,76	-0,43	0,43	1,27	2,17	3,13

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-10,09	-4,00	-5,08	-5,53	-4,97	-0,69	4,88	9,59	14,05
CF aus Investition	0,02	-0,20	-0,34	-0,54	-0,37	-0,54	-0,74	-0,94	-1,16
CF Finanzierung	14,00	20,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Liquidität Jahresanfa.	0,06	3,99	19,80	14,37	8,30	2,97	1,74	5,88	14,54
Liquidität Jahresende	3,99	19,80	14,37	8,30	2,97	1,74	5,88	14,54	27,43

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	208,0%	96,2%	118,0%	151,9%	71,6%	45,2%	37,6%	26,3%	23,7%
Rohertragsmarge	20,0%	80,0%	67,0%	62,0%	60,0%	65,0%	68,0%	72,0%	73,0%
EBITDA-Marge	-815,0%	-195,0%	-96,0%	-14,0%	5,0%	20,0%	31,0%	39,0%	44,0%
EBIT-Marge	-1157,5%	-300,4%	-144,1%	-33,4%	-6,7%	18,8%	30,0%	38,1%	43,1%
EBT-Marge	-1257,1%	-408,6%	-191,3%	-52,2%	-17,3%	12,0%	25,4%	34,6%	40,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	-1194,3%	-273,8%	-128,2%	-35,0%	-11,6%	8,0%	17,0%	23,2%	27,0%

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 25.02.2020 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 25.02.2020 um 7:50 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
29.05.2018	Ausgesetzt	-	1), 3)
16.02.2018	Speculative Buy	73,30 Euro	1), 3), 10)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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