

06. Juli 2022
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

cyan AG

Letztjährige Restrukturierung als Chance

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | **Kurs:** 2,61 € | **Kursziel:** 6,20 € (Ersteinschätzung)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	10
Strategie.....	14
Finanzen.....	16
Equity-Story	21
DCF-Bewertung.....	23
Fazit	26
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	27
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	28
Impressum & Disclaimer.....	29

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	123
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4SV8
Ticker:	CYR:GR
Kurs:	2,61 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	14,9 Mio. Stück
Market-Cap:	38,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	40,6 Mio. Euro
Freefloat:	59,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	7,846 / 2,21 Euro
Ø Umsatz (12 M):	49,6 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Die cyan AG ist ein Softwarehersteller mit zwei Geschäftsbereichen. Im Segment Cybersecurity, der Keimzelle der Gruppe, werden Lösungen zum Erkennen und Blocken schädlicher und unerwünschter Inhalte angeboten, die vor allem über Mobilfunkunternehmen als kostenpflichtige Erweiterungsoption zu deren Tarifen vertrieben werden. Zu den Kunden in diesem Bereich zählen u.a. Orange sowie Töchter von Deutsche Telekom und Telenor. Im zweiten Geschäftsbereich vertreibt cyan eine BSS/OSS-Plattform (Business Support System / Operations Support System), die Mobilfunkanbietern ohne eigenes Netz (Mobile Virtual Network Operator) eine schlanke, skalierbare und günstige Infrastruktur für ihr Geschäft bietet. In beiden Segmenten sieht cyan seine Kunden als Partner, mit denen deren Kundenbasis bzw. Zielgruppe adressiert wird. Das hieraus resultierende Potenzial für hohe, wiederkehrende und vor allem margenstarke Einnahmen konnte bislang aber noch nicht adäquat erschlossen werden, was Mitte 2021 zu einer Restrukturierung führte. Seitdem berichtet cyan von spürbaren Fortschritten bei der Gewinnung neuer Kunden und der Umsetzung bestehender Projekte und will auf dieser Basis fortan kräftig wachsen.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	26,8	21,3	8,5	11,9	16,6	22,4
EBITDA (Mio. Euro)	11,7	-5,1	-12,3	-5,2	-1,4	1,5
Jahresüberschuss	4,5	-9,3	-13,9	-10,4	-6,5	-3,2
EpS	0,49	-0,95	-1,30	-0,70	-0,44	-0,22
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	202,4%	-20,4%	-60,2%	40,0%	40,0%	35,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,45	1,83	4,58	3,27	2,34	1,73
KGV	8,6	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	14,1	5,7
EV / EBITDA	3,5	-	-	-	-	26,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Spezialist für Cybersecurity:** Im Kerngeschäft hat sich cyan auf den rasant wachsenden Markt für IT-Sicherheit spezialisiert und dabei schon früh auf Lösungen fokussiert, die im Rahmen eines B2B2C-Modells in Netzen von Telekommunikationsanbietern integriert und den Endnutzern als Ergänzungen zu deren Telefonтарifen angeboten werden. Neben diesen netzbasierten Produkten (OnNet) werden inzwischen auch gerätebasierte Lösungen (OnDevice) angeboten, mit denen der Nutzer unabhängig vom verwendeten Netz geschützt ist. Die Kombination dieser beiden Ansätze sieht cyan als einen wichtigen Konkurrenzvorteil, darüber hinaus punktet das Unternehmen mit einer eigenen, teils patentgeschützten Technologie zur Identifikation von gefährlichen Inhalten.
- **Infrastruktur für virtuelle Mobilfunknetzbetreiber:** In einem zweiten Segment wird seit 2018 eine Software für Mobilfunkanbieter ohne eigenes Netz (so genannte virtuelle Mobilfunknetzbetreiber – MVNO) vermarktet. Damit werden vor allem Kunden adressiert, die besonders preissensitive Marktsegmente bzw. eng definierte Nischen abdecken, weswegen Attribute wie niedrige Betriebskosten, Flexibilität und Skalierbarkeit im BSS/OSS-Geschäft eine besonders große Rolle spielen.
- **Attraktive Kundenbasis:** Dass cyans Software diese Kriterien gut erfüllt, zeigt die große Kundenbasis, die weltweit zahlreiche MVNOs und Zweitmarken großer Telekomanbieter umfasst und mit der das Unternehmen in Lateinamerika klarer Marktführer im MVNO-Segment ist. Der bekannteste Kunde ist hier Virgin Mobile, daneben gehören Töchter von ACN oder Telenor dazu. Noch namhafter, aber derzeit noch schmaler, ist die Kundenbasis im Kerngeschäft Cybersecurity. Sie umfasst u.a. Landesgesellschaften der Deutschen Telekom (Österreich, Polen), von Orange (Frankreich und Slowakei) sowie dtac in Thailand.
- **Verfehlte Wachstumserwartungen:** Allerdings ist es in den letzten Jahren nicht gelungen, diese vielversprechende Positionierung in ein kontinuierliches und profitables Umsatzwachstum umzumünzen. Stattdessen sorgten mehrere interne und externe Faktoren für erhebliche Verzögerungen bei der Monetarisierung der bestehenden Kundenbeziehungen, was sich in volatilen Erlösen und in Summe deutlich negativen Ergebnissen und Cashflows niederschlug.
- **Restrukturierung in 2021:** Infolgedessen kam es 2021 zu einer umfassenden Restrukturierung, in deren Rahmen das Geschäft konsequent auf die Erzielung wiederkehrender Erlöse ausgerichtet, die Komplexität der Produkte, Prozesse und Kundenprojekte reduziert, die Kostenbasis deutlich gesenkt und die Kapitalbasis in mehreren Schritten verbessert wurden.
- **Deutlich erhöhte Vertriebsdynamik:** Zuletzt konnte cyan mehrere Erfolge im Vertrieb und beim Launch wichtiger Kundenprojekte vermelden, die die Hoffnung auf steigende Umsätze und verbesserte Ergebnisse im Jahresverlauf nähren. cyan selbst plant für 2022 mit einem Wachstum um 30 bis 50 Prozent.
- **Turnaround-Szenario bietet großes Potenzial:** Wir haben in unserem Bewertungsmodell ein Szenario unterstellt, in dem der Turnaround gelingt, und sehen auf dieser Basis für die Aktie ein sehr hohes Kurspotenzial bis 6,20 Euro. Allerdings ist dieses mit einem erhöhten Schätzrisiko verbunden. Die Kombination daraus kommt in dem Urteil „Speculative Buy“ zum Ausdruck, mit dem wir die Coverage starten.

SWOT-Analyse

Stärken

- In beiden Segmenten eine etablierte Marktstellung als Anbieter technologisch führender Softwareprodukte.
- Eine attraktive Basis an großen und namhaften Kunden.
- Ein sehr gut skalierbares B2B2C-Geschäftsmodell, das mit dem Fokus auf große Telekommunikationsunternehmen mit Millionen von Endkunden großes Potenzial für Umsatzwachstum und hohe Margen bietet.
- Die Konzentration auf wiederkehrende Erlöse kann perspektivisch für eine gute Prognostizierbarkeit der Einnahmen sorgen.
- Bilanz und Liquidität wurden seit Anfang 2021 deutlich gestärkt.

Chancen

- Die steigende Internetnutzung auch für sensible Anwendungen und die gleichzeitige Zunahme der Cyber-Risiken lassen den Bedarf für zuverlässige und effiziente Sicherheitslösungen rasant wachsen.
- Die Vertriebsdynamik hat seit dem letzten Jahr deutlich zugenommen, was die Wahrscheinlichkeit für weitere Abschlüsse erhöht. Dies umso mehr, als cyan von einer sehr attraktiven Deal-Pipeline berichtet.
- Der Vermarktungsstart ist bei einigen Cybersecurity-Kunden in den letzten Monaten erfolgt oder steht kurz bevor, woraus sich ein starkes Wachstum der monatlichen Einnahmen ergeben könnte.
- Auf der Grundlage der reduzierten Kosten und der neuen Fokussierung auf ein strikteres Kostenmanagement bieten steigende Erlöse die Chance auf eine rasche Ergebnisverbesserung und perspektivisch auf hohe Margen.

Schwächen

- Derzeit arbeitet cyan noch defizitär und mit hohen Cash-Abflüssen. Eine deutliche Zunahme der Umsatzdynamik war in Q1 noch nicht erkennbar.
- Die bisherigen Wachstumserwartungen haben sich nicht erfüllt. Dies gilt insbesondere für den Beitrag aus dem Orange-Vertrag, dessen Marktstart sich massiv verzögert hat und für das Privatkundengeschäft in Frankreich noch immer nicht erfolgt ist.
- Auch sonst ist das Geschäft des Cybersecurity-Segments von langen Sales-, Anbahnungs- und Implementierungsphasen geprägt.
- Das Vertrauen der Börse, das unter den verfehlten Wachstumszielen und einem teilweise unglücklichen Erwartungsmanagement gelitten hatte, muss erst wieder hergestellt werden.

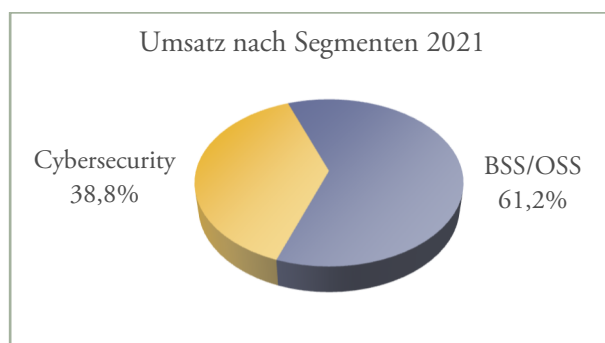
Risiken

- Die Buchungen der Sicherheitslösung durch die Endnutzer der cyan-Kunden könnten langsamer und/oder schwächer wachsen als erwartet.
- Bei der Implementierung der Sicherheitslösung oder weiterer Funktionen in die Kundennetze könnte es erneut langwierige und kostspielige Verzögerungen geben.
- Der Wegfall eines der großen Cybersecurity-Kunden würde einen großen Rückschlag darstellen.
- Verzögerungen des Breakeven könnten weitere Kapitalmaßnahmen erfordern.
- Durch den internationalen Charakter des Geschäftsmodells ist cyan erhöhten Währungs- und länderspezifischen Risiken ausgesetzt.
- Das hohe bilanzielle Gewicht immaterieller Assets könnte im Krisenfall eine situationsverschärfende Wirkung haben.

Profil

IT-Sicherheit und Mobilfunk

Die Entwicklung der heutigen cyan AG mit Sitz in München begann mit der Gründung der cyan Networks Software GmbH im Jahr 2006. Das Unternehmen hat sich von Anfang an auf das Thema IT-Sicherheit konzentriert, wobei der Hauptfokus schon nach wenigen Jahren auf die Sicherung von Internetnutzern in Mobilfunknetzen gerichtet wurde. Inzwischen deckt cyan aber auch das Thema Sicherheit im Festnetz ab und bietet darüber hinaus geräteseitige Sicherheitslösungen, mit denen die Nutzer unabhängig vom genutzten Netz geschützt sind. Diese Aktivitäten werden in dem Geschäftssegment Cybersecurity geführt. Daneben besteht seit der Akquisition der I-New Unified Mobile Solutions AG im Jahr 2018 ein zweites Segment (BSS/OSS), in dem eine Softwareplattform für virtuelle Mobilfunknetzbetreiber angeboten wird. Obwohl im Hinblick auf die bisherige Unternehmensgeschichte sowie vom Selbstverständnis her der Bereich Cybersecurity eindeutig das Kerngeschäft darstellt, hat BSS/OSS seit der Übernahme durch einige Großaufträge jedes Jahr den größeren Teil zum Konzernumsatz beigesteuert. Im letzten Jahr betrug die Aufteilung 61 zu 38 Prozent, 2020 waren es sogar 85 zu 15 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Zweiköpfiger Vorstand

Auch bezogen auf die Mitarbeiter ist das BSS/OSS-Segment etwas größer. Ende 2021 waren 81 der insgesamt 150 Mitarbeiter dort aktiv. Geleitet wird das

Unternehmen seit der letztjährigen Restrukturierung von einem zweiköpfigen Vorstand (zuvor drei). Als CEO fungiert seit Anfang 2021 Frank von Seth, ein Vertriebspezialist, der zuvor langjährige Erfahrung in Führungspositionen bei multinationalen Unternehmen wie Aon oder Euler Hermes sammeln konnte. Die Position des CTO bekleidet Markus Cserna, einer der cyan-Gründer, der von Anfang an dem Führungsteam angehört.

Verschiebungen in der Aktionärsstruktur

Herr Cserna ist auch weiterhin an der Gesellschaft beteiligt. Doch der größte Aktionär ist einer aktuellen Stimmrechtsmitteilung zufolge der österreichische Unternehmer Klemens Hallmann, der erst im Laufe der letzten Monate über den Ankauf anderer Pakete im größeren Umfang eingestiegen ist und nun über zwei seiner Holdings mehr als ein Viertel der Aktien hält. Ein Großteil der übrigen Aktien, die seit dem IPO im Jahr 2018 im Scale-Segment in Frankfurt notiert sind, dürfte sich im Streubesitz befinden. Im Vorfeld der letztjährigen HV lag dieser bei 59 Prozent.

Vier große Kunden für Cybersecurity

Obwohl der Sitz der cyan AG München ist, liegt der operative Kern in Wien, wo die Gruppe ihren Ursprung hat und wo noch immer der größte Teil der Mitarbeiter angesiedelt ist. Die Bedeutung von Österreich speist sich auch aus der herausgehobenen Stellung von Magenta (früher T-Mobile Austria) als ältester und derzeit noch größter Kunde im Kerngeschäft Cybersecurity. Im Rahmen der bereits seit 2013 bestehenden Zusammenarbeit wurde die Sicherheitslösung von cyan in das Magenta-Netzwerk integriert und wird den Kunden des Mobilfunkanbieters als eine kostenpflichtige Zusatzoption zu ihren Verträgen angeboten. Das Angebot wird nach cyan-Angaben sehr gut angenommen, 2020 lag die Penetrationsrate bei 35 Prozent der adressierbaren Mobilfunkkunden von Magenta. Noch nicht so weit ist das Geschäft mit

der Orange-Gruppe, mit der 2018 ein Rahmenvertrag abgeschlossen wurde. Nach erheblichen, teilweise Corona-bedingten Verzögerungen ist das System im April 2021 in Frankreich live gegangen, wo es allerdings bisher nur gewerblichen Kunden angeboten wird, das aber nach Unternehmensangaben mit einem guten Erfolg. Weiter ist bereits die Umsetzung mit der Orange-Gesellschaft in der Slowakei, wo die Sicherheitsoption seit diesem Frühjahr allen Orange-Kunden offensteht. Ebenfalls in diesem Frühjahr vollzogen wurde der Launch der Sicherheitslösung für dtac, mit 19 Mio. Abonnenten den zweitgrößten Mobilfunkanbieter in Thailand, während der Vermarktungsstart für die 6 Mio. Kunden von Claro Chile in den nächsten sechs bis zwölf Monaten erfolgen soll.

Netz- und gerätebasierte Produkte

In dem Segment Cybersecurity bietet cyan mehrere Produkte an, wobei OnNet Security derzeit das wichtigste ist. Es handelt sich hierbei um eine netzwerk-basierte Sicherheitslösung, die in das Netzwerk des Telekomanbieters (bisher überwiegend Mobilfunk) integriert und von diesem unter der eigenen Marke den eigenen Kunden angeboten wird. Die Kernfunktionalität der Software ist die Filterung des Datenverkehrs und das Blocken von schädlichen oder unerwünschten Seiten, wobei dem Nutzer Möglichkeiten eingeräumt werden, festzulegen, was gefiltert werden soll. Darüber hinaus können aufgerufene Seiten vor dem Besuch auf potenzielle Gefahren untersucht werden. Auch kann die Software prüfen, ob Email-Adressen, die der Nutzer für die Anmeldung auf Websites nutzt, bereits durch bekannte Datenleaks kompromittiert worden sind. Mit denselben Funktionalitäten ausgestattet ist das zweite Produkt OnDevice Security, das zusätzlich noch einen umfassenden Virenschutz bietet. Auch hat es den Vorteil, dass der Nutzer unabhängig davon geschützt ist, ob er sich im Netzwerk seines Providers, in einem Roaming-Gebiet oder in einem WLAN befindet. Auch dieses Produkt können die Endkunden als Zusatzoption für ihren Vertrag buchen. Für die Umsetzung auf dem Gerät bietet cyan mehrere Optionen, von einer eigenen App, über eine White-Label-Security-App bis zur Integration der Funktionen in die Haupt-Applikation des Mobilfunkproviders mittels SDK (Software Development

Kit). Ebenfalls gerätebezogen ist das dritte Produkt, eine App, mit der Eltern die Smartphone-Nutzung ihrer Kinder hinsichtlich der zulässigen Inhalte und der Zugriffszeiten organisieren können. Schließlich bietet cyan mit Clean Pipe DNS auch eine Basisversion von OnNet Security an, mit der Netzbetreiber zentral, ohne individuelle Nutzereinstellungen, den Traffic in ihrem Netzwerk von unerwünschtem und schädlichem Content reinigen und damit sowohl die Sicherheit im Netzwerk als auch dessen Belastung reduzieren können.

Einheitliche technologische Basis

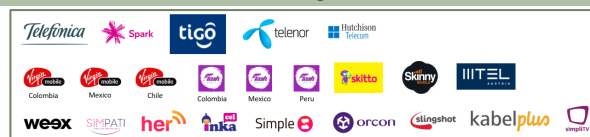
Kern und technologische Basis dieser Produkte ist eine umfassende Sicherheitsdatenbank, die derzeit mehr als 300 Mio. Einträge enthält und monatlich um rund 1,5 Mio. neu identifizierte sicherheitsrelevante Fälle wächst. Hierzu analysiert cyan mit Hilfe von 200 eigenen, weltweit verteilten Servern den Internetverkehr, in dessen Rahmen monatlich 1 Bio. DNS-Anfragen anonymisiert ausgewertet werden. Hierbei werden sie mit Hilfe von 25 Analyseverfahren, von denen einige patentgeschützt sind, kategorisiert, und die Ergebnisse werden alle zwei Stunden an die in den Netzwerken der Kunden installierten Systeme ausgespielt. Eine besondere Stärke der eigenen Datenbank sieht cyan in der hohen Effizienz und Treffgenauigkeit der Analyseverfahren, die hochgradig automatisiert und selbstlernend sind, nur wenige manuelle Eingriffe erfordern und kaum falsch positive Ergebnisse liefern.

Leistungsstarke BSS/OSS-Plattform

Im zweiten Segment, das seit der Akquisition der I-New Unified Solutions GmbH im Jahr 2018 zum Konzern gehört, bietet cyan ebenfalls auf White-Label-Basis eine BSS/OSS-Softwareplattform für Mobile Virtual Network Operator (MVNO), also für Mobilfunkanbieter ohne ein eigenes Netz. Die Software sorgt für die Anbindung an die Mobilfunknetze, erfasst und leitet den Datenverkehr, bietet umfangreiche und flexible Tools für die Nutzerverwaltung, -interaktion und -selbstadministration, ermöglicht die exakte Abrechnung in unterschiedlichen Tarifoptionen und bietet komfortable Möglichkeiten, um in kürzester Zeit (wenige Minuten) neue Tarife zu kreie-

ren und auszurollen. Mit dieser Plattform bietet cyan eine effiziente und kostengünstige Lösung aus einer Hand, nach Angaben von cyan kann die Plattform schon mit zwei Mitarbeitern vollumfänglich betrieben werden und bietet gegenüber Konkurrenzlösungen bedeutende Vorteile bei den Betriebskosten. Das Angebot richtet sich vor allem an Mobilfunkanbieter, die ohne eigenes Netz bestimmte Marktsegmente mit passgenauen Angeboten adressieren. Es handelt sich dabei oft um branchenfremde Unternehmen wie zum Beispiel Handelsunternehmen oder um Zweitmarken der großen Mobilfunkbetreiber zur Abdeckung des Niedrigpreissegments.

Referenzen im BSS/OSS-Segment



Quelle: Unternehmen

Starke Marktstellung

Dementsprechend ist die Kundenstruktur des BSS/OSS-Segments von solchen MVNOs geprägt. Eine besondere Stellung hat dabei Virgin Mobile, die in drei lateinamerikanischen Ländern (Kolumbien, Mexiko und Chile) die cyan-Software nutzt. Ebenfalls in drei Ländern (Kolumbien, Mexiko und Peru) wird die Software von der ACN-Tochter Flash Mobile eingesetzt. Zusammen mit weiteren kleineren MVNOs, wie Weex oder der 2022 gestarteten Liwa führt dies zu einer marktführenden Stellung von cyan in Lateinamerika. Weitere Referenzen bestehen u.a. in Bangladesch, wo mit Skitto die Zweitmarke des Marktführers Grameenphone, die derzeit eine siebenstellige Kundenzahl hat, auf die Technik von cyan zurückgreift, sowie in Neuseeland, wo auf einer cyan-Plattforminstallation, die im Rechenzentrum des Marktführers Spark gehostet wird, sowohl dessen Zweitmarke Skinny, als auch die MVNOs orcon und slingshot laufen. Dies zeigt einen wichtigen Vorteil der cyan-Software. Aus regulatorischen und teils auch technischen Gründen muss sie zwar in einigen Fällen im Land oder zumindest in der Region des Kunden installiert sein, doch eine Installation kann von mehreren Mobilfunkanbietern mit unterschiedlicher Kon-

figuration gleichzeitig genutzt werden, ohne dass es zu Überschneidungen der Datenströme oder zu Leistungseinbußen kommt (Multi-tenancy). Heruntergebrochen auf die einzelnen Marken und Landesgesellschaften, beziffert das Unternehmen den aktuellen BSS/OSS-Kundenstamm auf ca. 35, wobei gerade im letzten Jahr zahlreiche Neuabschlüsse gelungen sind. So greift MTEL, eine zuvor nur in Österreich aktive Tochter der Telekom Srbija, für ihre Expansion nach Deutschland und in die Schweiz auf die cyan-Lösung zurück. Auch die neue Positionierung von educom aus Österreich als ein MVNO ist ebenso mit der cyan-Technologie erfolgt wie der Einstieg zweier Unternehmen in Kolumbien (Lov und Liwa) in den Mobilfunkmarkt.

Restrukturierung in 2021

Trotz der modernen Technologie und der sehr guten Referenzen ist es cyan bisher noch nicht gelungen, einen kontinuierlichen Wachstumstrend herauszubilden und dauerhaft profitabel zu wirtschaften. Stattdessen mussten in den letzten zwei Jahren hohe Verluste hingenommen werden, die in der zweiten Hälfte 2021 zu einer umfassenden Restrukturierung führten. In deren Rahmen wurden die Kosten erheblich reduziert, der Vorstand von zuvor drei auf zwei Mitglieder verkleinert und die Gesellschaft rekaptalisiert, vor allem aber das Geschäftsmodell neu justiert. Dies betraf vor allem das Segment BSS/OSS, das zuvor von sehr volatilen Einmallyzenzen geprägt gewesen war. Nun setzt cyan auch hier grundsätzlich auf monatlich wiederkehrende Einnahmen, die sich nach der Zahl der Nutzer im Netz des Kunden richten. Wie hoch die monatliche Gebühr ausfällt, hängt dabei vor allem von dem Durchschnittspreis ab, den der cyan-Kunde mit seinen Kunden erzielen kann (Average Revenue Per User oder ARPU). Weniger augenscheinlich, aber für die Perspektiven wohl noch wichtiger, waren die Anpassungen im Kerngeschäft Cybersecurity. Hier hat cyan auf die teils enormen Verzögerungen bei der Realisierung bereits akquirierter Projekte (vor allem bei Orange in Frankreich) reagiert und bei der Standardisierung der Software sowie bei der Ausgestaltung des Implementierungsprozesses angesetzt. So sollen die Kunden nun deutlich früher mit ersten Basisfunktionalitäten live gehen und den Vertrieb starten und

weitere Features erst nach und nach zuschalten. Zudem hat cyan die eigenen Aktivitäten intensiviert, um die Kunden beim Implementierungsprozess zu beraten und zu begleiten. Schließlich wurden Maßnahmen vorangetrieben, um die Penetrationsrate zu erhöhen. Dazu gehört beispielsweise die Integration in die Tarifpakete des Kunden. Dieser Weg wurde mit Orange in der Slowakei beschritten, wo der Markteintritt nun insgesamt deutlich schneller erfolgt ist als in Frankreich. Ein höheres Tempo wurde auch mit dtac in Thailand erreicht, was auch dadurch begünstigt wurde, dass dort eine vollständig cloudbasierte (bei AWS gehostete) OnDevice Security-Lösung angeboten wird, so dass eine umfassende Integration in das dtac-Netz nicht erforderlich war. Stattdessen wurde die cyan-Lösung nahtlos in die populäre dtac-App integriert, so dass die Kunden die Nutzung aus der bereits auf dem Gerät vorhandenen Anwendung buchen und administrieren können.

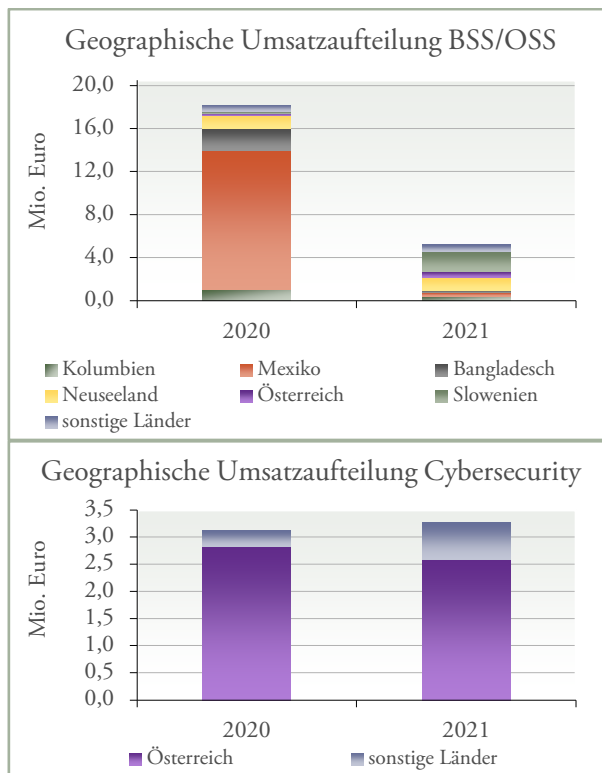
Hohe wiederkehrende Erlöse als Ziel

Mit den letztjährigen Anpassungen wurde das Geschäftsmodell konsequent auf die Erzielung wiederkehrender Erlöse ausgerichtet. Diese betragen im Geschäftsjahr 2021 64 Prozent aller Umsätze, im ersten Quartal 2022 stieg die Quote sogar auf 90 Prozent. In Verbindung mit der starken Kundenbindung – laut cyan wurde bisher kein wesentlicher Kunde an den Wettbewerb verloren – bietet das eine gute Basis, um zukünftig ein stetiges Wachstum zu erzielen.

Breite internationale Präsenz

Dass die Quote der wiederkehrenden Erlöse 2021 bereits fast zwei Drittel betrug, lag aber auch an dem Ausbleiben hoher Einmallyzenzen im BSS/OSS-Geschäft, wie sie die Vorjahre geprägt hatten. Wie stark die Schwankungen dieses Segments in den Vorjahren waren, zeigt auch die Veränderung der geographischen Umsatzzusammensetzung. So wurden 2020 durch den großen Virgin-Abschluss 12,9 Mio. Euro und damit 71 Prozent der Konzernumsätze in Mexiko

erlöst, ein Jahr später waren es nur noch 0,3 Mio. Euro. Demgegenüber ist das Cybersecurity-Geschäft sowohl der Höhe als auch der Herkunft nach deutlich weniger volatil, hier steuert Österreich traditionell noch den Löwenteil der Erlöse bei – 2020 waren es über 90 Prozent und letztes Jahr, in dem die Vermarktung bei Orange in Frankreich endlich angelaufen war, immer noch knapp 80 Prozent.

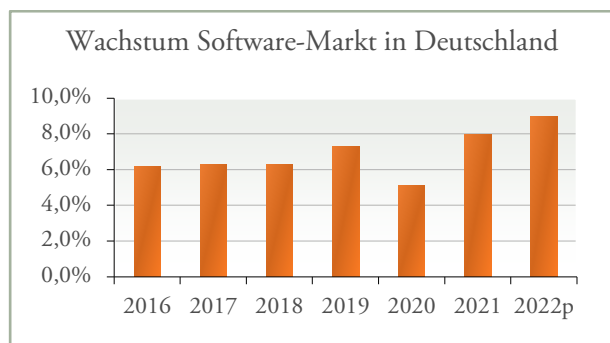


Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Softwarebranche als Wachstumstreiber

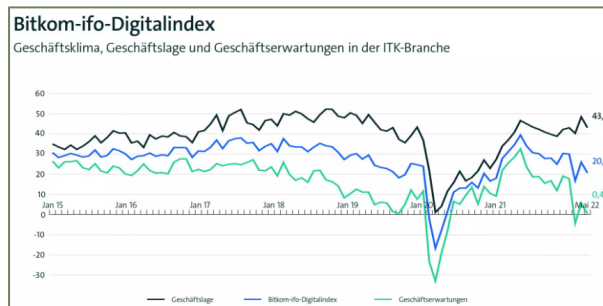
Mit dem Fokus auf Software ist cyan Teil einer Branche mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. So ist der deutsche Softwaremarkt in den letzten zehn Jahren um durchschnittlich mehr als 6 Prozent pro Jahr gewachsen, auf zuletzt fast 30 Mrd. Euro. Selbst im ersten Corona-Jahr 2020 ging das Wachstum lediglich auf 5,1 Prozent zurück, bevor es sich letztes Jahr wieder auf 8,0 Prozent beschleunigte (Quelle: BITKOM).



Quelle: BITKOM

Zuversichtliche Prognose fraglich

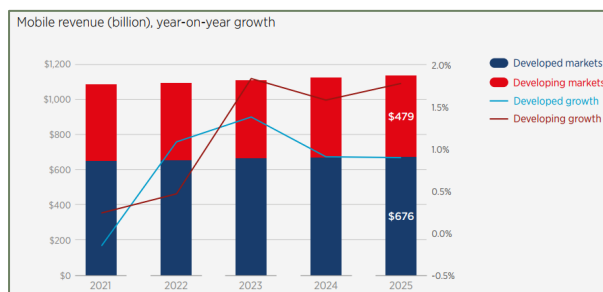
Für 2022 ging der Branchenverband BITKOM noch im Januar von einer weiteren Beschleunigung auf 9 Prozent aus. Diese Prognose des Branchenverbandes beruhte auf der monatlichen Konjunkturumfrage, da der von BITKOM und dem ifo-Institut berechnete Bitkom-ifo-Digitalindex zur Messung des Geschäftsklimas in der Branche im Januar 2022 große Zuversicht signalisierte (siehe Abbildung, Quelle: BITKOM). Durch den russischen Angriff auf die Ukraine hat sich das Stimmungsbild seitdem aber wieder deutlich eingetrübt. Der Bitkom-ifo-Digitalindex lag im Mai nur noch bei 20,7 Punkten, die zukunftsgerichtete Komponente der Geschäftserwartungen ist sogar mit 0,4 Punkten fast in den negativen Bereich gerutscht (Quelle: BITKOM). Insofern dürfte die BITKOM-Prognose im Zuge der nächsten Aktualisierung im Sommer deutlich zurückhaltender ausfallen.



Quelle: BITKOM

Mobilfunkmarkt prägend

Für die Entwicklung von cyan viel wichtiger sind die Trends auf dem globalen Mobilfunkmarkt, der ebenfalls von einem stabilen Wachstum gekennzeichnet ist. Dies betrifft die Abdeckung der Weltbevölkerung, die Zahl der mobilen Anschlüsse und die Entwicklung des Datenvolumens. So beziffert GSMA, der weltweite Branchenverband der Mobilfunkanbieter, die globale Zahl der mobilen Anschlüsse (ohne die Mobilfunk-Anschlüsse im Internet of Things) per Ende 2021 auf 8,3 Mrd., die sich auf 5,3 Mrd. mobile Abonnenten verteilen. Für den Zeitraum bis 2025 erwartet GSMA ein durchschnittliches Wachstum um 1,5 Prozent (auf dann 8,8 Mrd.) bzw. 1,8 Prozent auf 5,7 Mrd. Bei 1,8 Prozent liegt auch das von GSMA geschätzte CAGR der Umsätze der Mobilfunkbetreiber, das sich zwischen 2021 und 2025 von 1,08 Bio. US-Dollar auf 1,16 Bio. US-Dollar erhöhen soll (Quelle: GSMA: The Mobile Economy 2022).



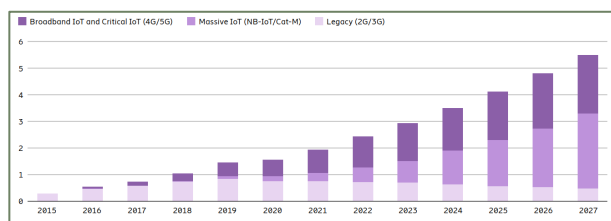
Quelle: GSMA

5G als Wachstumstreiber

Ein zentraler Wachstumstreiber im Mobilfunk ist die 5G-Technologie, deren Anteil an den Anschlüssen sich laut GSMA zwischen 2021 und 2025 von 8 auf 25 Prozent erhöhen soll. Für den Zeitraum 2021 bis 2027 sieht der Telekomausrüster Ericsson die CAGR der 5G-Anschlüsse sogar bei 41 Prozent (Quelle: Ericsson Mobility Report, Juni 2022). Die Bedeutung von 5G für die Branche spiegelt sich auch in den Investitionen wider. So sollen laut GSMA 85 Prozent der von den Mobilfunknetzbetreibern für die nächsten Jahre geplanten Investitionen von insgesamt mehr als 600 Mrd. US-Dollar auf den Ausbau der 5G-Kapazitäten entfallen.

IoT-Boom

Die massive Erhöhung der Übertragungskapazitäten, die von 5G (aber auch von anderen Technologien) ermöglicht wird, sorgt ebenfalls für ein rasantes Wachstum des Internet of Things (IoT). Ericsson erwartet, dass sich die Zahl der über Mobilfunk an das Internet angeschlossenen Geräte von etwa 2 Mrd. im letzten Jahr bis 2025 in etwa verdoppeln und bis 2027 weiter auf 5,5 Mrd. erhöhen wird, wovon 40 Prozent über Breitband (4G und 5G) erfolgen wird.

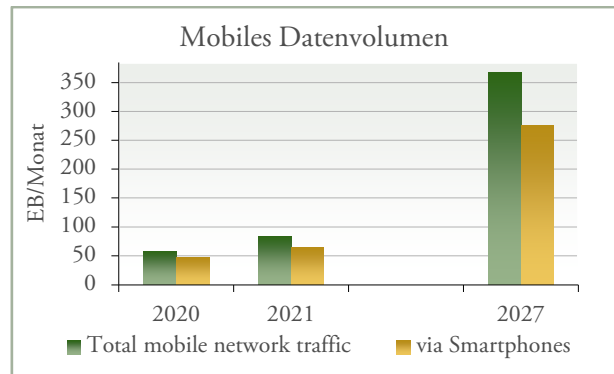


Quelle: Ericsson

Rasantes Wachstum des Datenvolumens

Die steigende Zahl der Anschlüsse und die höhere Penetrationsrate der Breitbandtechnologien befeuern das Wachstum des mobilen Datenvolumens, das zusätzlich auch von der Verdrängung von Festnetzanschlüssen angefacht wird. So sieht Ericsson für den Zeitraum 2021 bis 2027 das stärkste Wachstum (CAGR von 32 Prozent auf 86 EB/Monat (Exabyte)) in diesem Bereich (Fixed wireless access). Für die Gesamtheit des über den Mobilfunk übertragenen Datenvolumens wird mit einer CAGR von 29 Prozent

auf 368 EB/Monat gerechnet. Ein wichtiger Treiber dieser Entwicklung ist das steigende Datenvolumen pro Smartphone. Dieses hat sich allein zwischen 2020 und 2021 um 29 Prozent auf 12 GB/Monat erhöht und soll bis 2027 weiter auf 40 GB/Monat zulegen.



Quelle: Ericsson

Starke Nachfrage nach BSS/OSS

Das Wachstum der Datenmengen, die Ausdifferenzierung der Angebote und der technologische Wandel sorgen für einen steigenden Bedarf an moderner BSS/OSS-Software, mit der die Mobilfunkanbieter ihre Netze konfigurieren, administrieren, überwachen und steuern (OSS) sowie kundenseitige Prozesse (BSS: Akquise, Onboarding, Abrechnung, Rechnungslegung) effizient verwalten können. Bezogen auf die tatsächliche Größe des Marktes bestehen aber erhebliche Unschärfen, weil die Abgrenzung des BSS/OSS-Marktes von anderen Software-Segmenten fließend ist. So werden je nach Definition auch reine CRM-Anwendungen für Telekommunikationsunternehmen oder technische Software zur Steuerung der Hardware dazu gezählt. Den gesamten Markt in seiner breiten Definition taxieren die Analysten von GMI (Global Markets Insights) für 2021 auf rund 21 Mrd. US-Dollar und trauen ihm für den Zeitraum 2022 bis 2028 ein durchschnittliches Wachstum von 15 Prozent auf dann 130 Mrd. US-Dollar zu. Andere, wie etwa Allied Market Research, berichten im Detail etwas abweichende Zahlen (Gesamtumsatz in 2019: 36,9 Mrd. US-Dollar, CAGR bis 2027: 13,7 Prozent), doch auch sie erwarten ein starkes Wachstum des bereits großen Marktes. Als Wachstumstreiber werden, neben den eingangs genannten Aspekten, der Wunsch nach geringeren Betriebskosten, eine gerin-

gere Komplexität und nicht zuletzt eine höhere Flexibilität bezüglich der Tarifierungsmöglichkeiten genannt. Gerade der letztgenannte Punkt ist aus Sicht der Mobilfunkanbieter wichtig, weil er die Möglichkeiten verbessert, den Nutzern zusätzliche Dienste anzubieten und damit den Umsatz pro Kunden zu erhöhen. Zu solchen Zusatzangeboten, die unter den Nutzern auf größtes Interesse stoßen, gehören nach Angaben von GSMA u.a. Content-Pakete (Video, Music, Sport, Spiele), Cloud-Speicher, Sicherheitslösungen und Hardware (z.B. Smart-Home-Ausstattung).

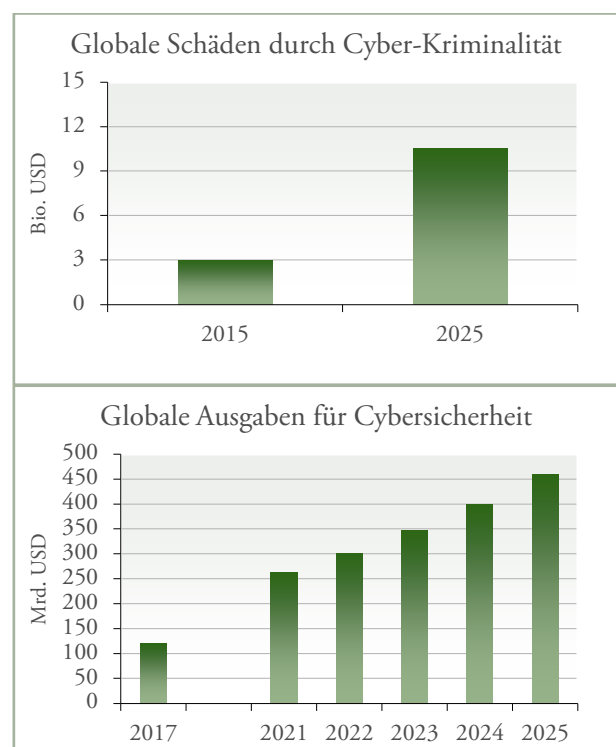
Intensiver Wettbewerb

Zu den wichtigsten Anbietern zählen Netzwerk- und Telekommunikationsausrüster (u.a. Cisco, Huawei, Ericsson), führende IT-Beratungs- und Dienstleistungsunternehmen (IBM, Infosys, Accenture, Tata Consultancy Services) sowie Software-Unternehmen wie Oracle oder Comarch. Darüber hinaus gibt es inzwischen auch mehrere mittelständische Spezialanbieter wie etwa Innoeye, GlobeOSS oder Clear, die nach Darstellung der Marktanalysten von GMI die etablierten Player unter Druck setzen. Nach Einschätzung von cyan gibt es aber in dem vom Unternehmen adressierten Subsegment des Marktes für BSS/OSS keinen dominierenden Anbieter, darüber hinaus konzentrieren sich die großen Player vor allem auf die Netzbetreiber. Im Bereich der MVNO und Zweitmarken spielt nämlich der Kostenaspekt eine größere Rolle, auch reduziert das vergleichsweise niedrige Volumen der Projekte deren Attraktivität aus der Perspektive der großen Anbieter. In diesem Segment, das cyan selbst adressiert, sieht sich das Unternehmen gut positioniert und bezeichnet den großen Funktionsumfang (alles aus einer Hand) der eigenen BSS/OSS-Plattform, deren geringe Betriebskosten sowie den modernen technologischen Stand (Skalierbarkeit, Flexibilität, 5G-Fähigkeit) als wichtige Vorteile. Als Beleg für die gute Wettbewerbsstellung verweist cyan auf die erfolgreiche Neukundenakquise und auf die Tatsache, dass man selbst bei verlorenen Ausschreibungen meistens auf dem zweiten Platz landet.

Wachsende Cyber-Risiken

Mit der wachsenden Nutzung mobiler Datenübertragung steigt auch deren Akzeptanz in Bereichen mit er-

höhten Sicherheitsanforderungen. Das betrifft u.a. Anwendungen wie mobile Zahlungssysteme, Gesundheitsanwendungen, die Homeoffice-Nutzung, die Fernwartung etc. Dies sorgt andererseits dafür, dass auch die Attraktivität von Mobilfunkverbindungen bzw. von mobilen Geräten als Angriffsziel zunimmt. Dies fügt sich ein in ein von massiven Zuwachsraten gekennzeichnetes Gesamtbild im Bereich der Cyber-Bedrohungen. So schätzt Cybersecurity Ventures, dass die Gesamtheit der weltweiten Schäden durch Cyber-Kriminalität zwischen 2015 und 2025 von rund 3 auf mehr als 10 Bio. US-Dollar ansteigen wird. Darin enthalten sind nicht nur die direkten monetären Kosten wie entwendete Mittel oder Erpressersummen, sondern auch viele andere Aspekte wie beschädigte oder gestohlene Daten, ein Rückgang der Produktivität, Reputationsschäden, Störungen der Geschäftsprozesse, die nachträgliche Ermittlung der Abläufe der Angriffe, die Wiederherstellung und Säuberung der Systeme u.v.m. Auch wenn die Bestimmung der monetären Kosten dieser Punkte schwierig und mit hoher Unsicherheit behaftet ist, verdeutlichen die Schätzungen von Cybersecurity Ventures doch die Dimension und die Dynamik des Problems.



Quelle: Cybersecurity Ventures: 2022 Cybersecurity Almanac

Cybersicherheit-Ausgaben wachsen

Mit den wachsenden Bedrohungen steigen auch die weltweiten Ausgaben für Cybersicherheit. Cybersecurity Ventures beziffert deren weltweite Summe für 2021 auf 262 Mrd. US-Dollar (inkl. der Gesamtheit der staatlichen Maßnahmen) und erwartet für die nächsten Jahre einen weiteren Anstieg um 15 Prozent pro Jahr, auf knapp 460 Mrd. US-Dollar im Jahr 2025. Andere Schätzungen nutzen andere Abgrenzungen und sind etwas zurückhaltender, zeigen aber ebenfalls eine deutliche Aufwärtsdynamik. Gartner etwa sieht die weltweiten Cybersecurity-Ausgaben der Endnutzer (Unternehmen und privat) im letzten Jahr bei 150 Mrd. US-Dollar, mehr als 12 Prozent über dem Niveau von 2020. Die Hälfte davon entfällt auf Dienstleistungen, das für cyan relevante Segment Consumer Security Software liegt bei 7 Mrd. US-Dollar (Quelle: Gartner Forecasts Worldwide Security and Risk Management Spending to Exceed \$150 Billion in 2021).

Übersichtliche Konkurrenzsituation

In dem Markt sind unzählige Anbieter jeder Größenklasse vertreten, doch im Hinblick auf den von cyan abgedeckten Aspekt, die netzwerkintegrierte Absicherung der Nutzer in Mobilfunknetzen, bezeichnet das Unternehmen die Konkurrenzsituation als übersichtlich und nennt zwei Unternehmen, Akamai und allot, als Hauptkonkurrenten. Hinzu kommt Norton, der im Hinblick auf die Telekommunikationsindustrie ebenfalls das B2B2C-Modell verfolgt, dessen Lösung aber ausschließlich gerätebasiert funktioniert. Demgegenüber sieht cyan in der eigenen Kombination des netzwerk- und des gerätebasierten Ansatzes einen großen Vorteil (Akamai und allot bieten nur netzwerkbaasierte Lösungen an), darüber hinaus sieht sich das Unternehmen bezüglich der Angebotsbreite (vor allem IoT-Abdeckung) und der Technologie (Verfügbarkeit einer eigenen Bedrohungsdatenbank, Komfort für Endnutzer (Stichwort: Zero Touch Security)) vorn.

Strategie

Zwei selbstständige Segmente

Im Zuge der Restrukturierung hat cyan die bisherige Aufstellung mit zwei Segmenten überprüft, sich aber dafür entscheiden, neben dem Kerngeschäft Cybersecurity auch das BSS/OSS-Geschäft weiterzuführen. Ein wichtiger Grund war die im letzten Jahr sehr erfolgreiche Neukundenakquise für die BSS/OSS-Plattform, darüber hinaus zeigt sich das Management aber auch zuversichtlich, die Synergien zwischen den Segmenten, die vor allem aus der Ansprache derselben Kundengruppe (Telkos) zu erwarten sein müssten, die sich aber in der Vergangenheit nicht eingestellt haben, künftig doch noch realisieren zu können. Gleichwohl sollen die Segmente aber auch selbstständig funktionieren, was vor allem für das BSS/OSS-Geschäft eine stärkere Betonung der etablierten Marke I-New und einen eigenständigeren Marktauftritt bedeutet.

Technologischer Führungsanspruch

In beiden Segmenten sieht sich cyan als technologisch führend und investiert hohe Summen, um diese Position zu erhalten und auszubauen. So sind die den Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten zurechenbaren (und in Österreich teilweise förderfähigen) Kosten zwischen 2018 und 2021 von 1,8 auf 4,6 Mio. Euro angestiegen, allein im letzten Jahr wurden sie trotz der deutlich rückläufigen Erlöse um ein Viertel erhöht. In dem Segment Cybersecurity sieht cyan den eigenen technologischen Vorteil u.a. im Umfang und der Aktualität der Bedrohungsdatenbank, auch bezüglich der Effizienz und der Treffergenauigkeit der insgesamt 25 Analyseverfahren sieht sich das Unternehmen vorn. Ferner ermöglicht die eigene Technologie eine größere inhaltliche und preisliche Flexibilität beim Umgang mit den Kunden (weil zum Beispiel kaum Drittlizenzen zu berücksichtigen sind), ein Vorteil, von dem cyan auch für das BSS/OSS-Geschäft berichtet. Da hier vor allem preissensible MVNOs und Zweitmarken zum Kundenkreis zählen, bezeichnet cyan die niedrigen Anschaffungs- und Betriebskosten der eigenen Lösung als einen wesentlichen Vorteil – neben dem großen Funktionsumfang, der ein Angebot aus

einer Hand ermöglicht. Der Kostenvorteil kann durch die Multi-Tenancy-Fähigkeit der Plattform zusätzlich verstärkt werden, weil sich hierbei zwei oder mehrere Kunden die Kosten einer Installation teilen.

Attraktives B2B2C-Modell

Die cyan-Software ist in beiden Segmenten hochskalierbar und für Millionen von Nutzern konzipiert. Um aber nicht selbst einen atomistischen Vertrieb und Kundenservice aufbauen zu müssen, konzentriert sich cyan kundenseitig auf Unternehmen, die ihrerseits über eine große Kundenbasis bzw. über eine große Zielgruppe verfügen, die cyan im Rahmen eines B2B2C-Modells mittelbar adressiert. Im Cybersecurity-Segment ist dieser Zusammenhang explizit in den Gebührenmodellen berücksichtigt, die eine Kopplung der cyan-Einnahmen an die Zahl der Nutzer, die der Kunde für die cyan-Produkte gewinnen kann, vorsehen. Doch auch im BSS/OSS-Segment, in dem die cyan-Software kein Add-on, sondern die Basisinfrastruktur darstellt, bemisst sich die Lizenzhöhe an der Zahl der Nutzer und dem Umsatz, den der cyan-Kunde mit ihnen erzielt.

Fokus auf wiederkehrende Einnahmen

Wurden die Lizenzen für die BSS/OSS-Plattform früher von einigen großen Kunden bereits zum Vertragsabschluss erworben, was zu hohen Einmalerlösen führte, hat sich cyan seit dem letzten Jahr hier konsequent auf Modelle mit wiederkehrenden Erlösen verlegt. Das hat zur Folge, dass die Einnahmen aus Neuabschlüssen nun erst später umsatzwirksam werden, dafür aber stetig anfallen, was die Abhängigkeit vom Zeitpunkt des Vertragsabschlusses reduziert und die Kalkulierbarkeit des Geschäftsmodells erheblich verbessert. Auch erhöht cyan damit die Vertriebschancen, weil für die Kunden ein hohes Anfangsinvestment entfällt. Damit folgt cyan im BSS/OSS-Segment dem Modell, das in der Cybersecurity-Sparte schon bisher zur Anwendung kam.

Beschleunigung der Implementierung

Die Fokussierung auf wiederkehrende Erlöse birgt aber das Risiko, dass diese erst mit dem Abschluss der Implementierung und mit dem Vermarktungsstart zu fließen beginnen. Dieses Risiko kam gerade in der Zusammenarbeit mit Orange, dem größten bisher gewonnenen Kunden im Cybersecurity-Bereich, zum Tragen, wo sich der Marktstart auch wegen Corona erheblich verzögert hatte und die Einnahmen bei cyan lange ausblieben. Um dieses Risiko zu reduzieren, hat cyan im Rahmen der letztjährigen Restrukturierung mehreren Maßnahmen eingeleitet und umgesetzt, mit denen die Integration der Sicherheitslösung ins Netz des Kunden und der Vermarktungsstart erheblich beschleunigt werden sollen. Dazu gehören eine stärkere Standardisierung der Lösung und der Prozesse sowie eine intensivere Begleitung und Beratung des Kunden. Wichtige Beschleunigungseffekte erhofft sich cyan auch von dem neuen abgestuften Marktstartmodell, in dessen Rahmen der Vertriebsstart möglichst rasch auf der Grundlage einer Basisinstallation erfolgt und weitere Features erst nach und nach dazu geschaltet wird. Auch die in Thailand nun erstmals umgesetzte vollständig Cloud-basierte Installation dient dem Ziel, die Komplexität und die Dauer der Integrationsprojekte zu reduzieren.

Stärkere Integration in Kundenprodukte

Um die bestehenden Kundenbeziehungen nicht nur schneller, sondern auch stärker monetarisieren zu können, setzt cyan nun auf eine engere Integration in die Produkte der Kunden. So ist das Sicherheitspaket bei Orange in der Slowakei nicht nur separat buchbar, sondern in bestimmten Tarifen bereits standardmäßig enthalten, was nach Unternehmensangaben die Penetrationsrate spürbar positiv beeinflusst. Eine ähnliche Wirkung verspricht sich cyan von der Integration der Sicherheitsfunktionen in die App des Kunden, weil dadurch für den Nutzer die Notwendigkeit entfällt, eine separate Sicherheits-App zu installieren.

Verbesserte Kostendisziplin

Im Rahmen der Restrukturierung in 2021 wurden die Kostenstrukturen, die in den Vorjahren aufgrund der

Wachstumshoffnung in Bezug auf hohe Einmallyzenzen aufgebaut worden waren, wieder deutlich beschnitten. Darüber hinaus hat sich das Unternehmen auch für die Zukunft eine neue Kostendisziplin verordnet und will die Kosten nur noch unterproportional zum Wachstum der wiederkehrenden Erlöse steigen lassen. Das neue Kostenbewusstsein betrifft auch Sonderwünsche und Vorleistungen, die für Neukunden erbracht werden und die in der Vergangenheit mitunter maßgeblich zu hohen Kosten, hoher Komplexität und Verzögerungen beigetragen haben.

Weitere Internationalisierung

Die kurzfristig wichtigste Stoßrichtung ist die raschere und stärkere Monetarisierung der bestehenden Kundenbeziehungen. Dies soll einerseits durch ein proaktives Kundenmanagement und Go-To-Market-Support, und andererseits durch den Ausbau der Beziehungen mit zusätzlichen Produktsegmenten und die Gewinnung von weiteren Landesgesellschaften (z.B. bei Orange oder Deutsche Telekom) erreicht werden. Im Cybersecurity-Segment könnte der erfolgreiche Start in Thailand die weitere Expansion in Asien (wo zuvor ein Abschluss in Vietnam bisher „versandet“ ist) erleichtern. Auch in Lateinamerika wurde mit der Gewinnung von Claro Chile ein wichtiger Referenzkunde gewonnen. Im BSS/OSS-Segment, das stark auf Lateinamerika konzentriert war, konnte in den letzten Jahren die Positionierung in Europa erweitert werden (z.B. MTEL, educom) werden. Auf der Grundlage der guten Referenzen in beiden Segmenten sieht das Unternehmen großes Potenzial für Neukundengewinne, mit denen die geographische Aufstellung erweitert werden soll.

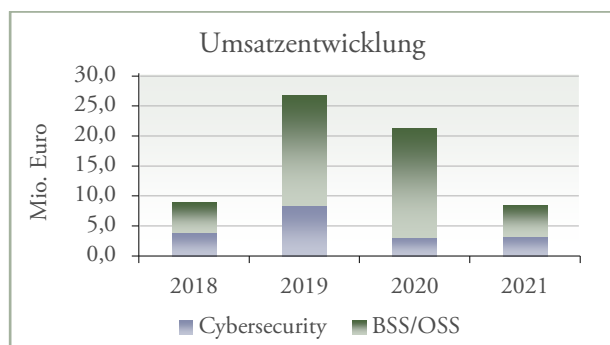
Perspektivisch weitere Zielbranchen

Darüber hinaus sieht cyan Potenzial für die eigene Sicherheitsexpertise in anderen Branchen wie etwa im Finanzsektor und im Bereich IoT. Allerdings dürften diese erst perspektivisch eine Rolle spielen, weil derzeit der Fokus eindeutig auf die Nutzung der Wachstumschancen im Kernmarkt Telekommunikation gerichtet ist.

Finanzen

Berg- und Talfahrt der Erlöse

Die Umsatzentwicklung seit dem IPO-Jahr 2018 gleicht einer Berg- und Talfahrt, die das erratische Aufkommen der Einmallyzenzen widerspiegelt. So konnte der Umsatz 2019 gegenüber 2018 auf den bisherigen Rekordwert von 26,8 Mio. Euro verdreifacht werden, wofür neben Konsolidierungseffekten (I-New war 2018 nur über fünf Monate in den Konzernabschluss eingeflossen) vor allem zwei große Abschlüsse verantwortlich waren, nämlich mit ACN/Flash Mobile im BSS/OSS-Segment und mit Wirecard im Kerngeschäft Cybersecurity. Auch das Folgejahr profitierte von einem sehr großen BSS/OSS-Abschluss (Virgin Mobile), gleichzeitig wirkte sich da aber die Pandemie deutlich bremsend aus, weil Integrationsprojekte nicht umgesetzt werden konnten und Vertriebsaktivitäten unter den Störungen des internationalen Reiseverkehrs litten. Insgesamt ging der Umsatz dadurch auf 21,3 Mio. Euro zurück, wobei der Rückgang wegen des Wegfalls der Wirecard-Geschäfts fast komplett im Segment Cybersecurity erfolgte, dessen Erlöse sich von 8,4 auf 3,1 Mio. Euro um fast zwei Drittel reduzierten.



Quelle: Unternehmen

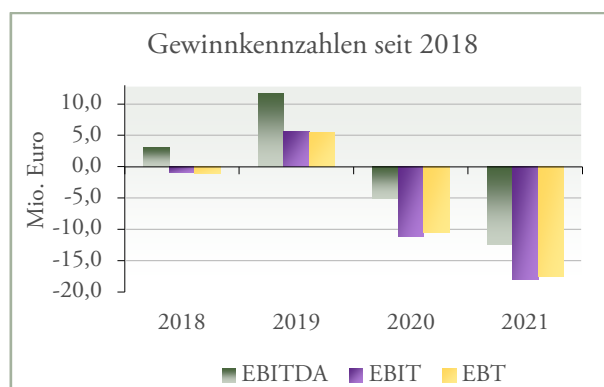
Umsatzstief in 2021

Im letzten Jahr konnte hier trotz der weiter anhaltenden Corona-Behinderungen wieder ein leichtes Wachstum auf 3,3 Mio. Euro (+6 Prozent) erzielt werden, doch gleichzeitig hat sich der Umsatzbeitrag von BSS/OSS in Ermangelung neuer Lizenzdeals bzw.

– ab der Jahresmitte – durch den Umstieg im Neugeschäft auf das Modell mit wiederkehrenden Gebühren, um über 70 Prozent auf 5,2 Mio. Euro ermäßigt. Dementsprechend ging auch der Konzernumsatz um 60 Prozent auf 8,5 Mio. Euro zurück.

Hohe Sondereffekte im EBITDA

Die Ergebnisentwicklung der letzten Jahre ist in Summe von deutlichen Verlusten gekennzeichnet, wobei einzelne Jahre auch stark von großen Sondereffekten beeinflusst waren. 2018 etwa sorgte ein hoher Lucky Buy-Effekt aus der Akquisition von I-New (insgesamt 10,6 Mio. Euro) für das positive EBITDA von 3,0 Mio. Euro, während 2020 ein positives operatives Ergebnis durch Wertkorrekturen auf Vertragsvermögenswerte wegen der Wirecard-Insolvenz (4,8 Mio. Euro) und auf Forderungen aus einem früheren Virgin-Vertrag (1,3 Mio. Euro), auf die cyan im Zuge des Abschlusses des aktuellen Vertrages verzichtet hat, verhindert wurde. Einen Überschuss auf allen Ergebnisebenen hat cyan seit dem Börsengang lediglich im Jahr 2019 erwirtschaftet, als der Rekordumsatz in einen Jahresüberschuss von 4,5 Mio. Euro umgemünzt werden konnte.

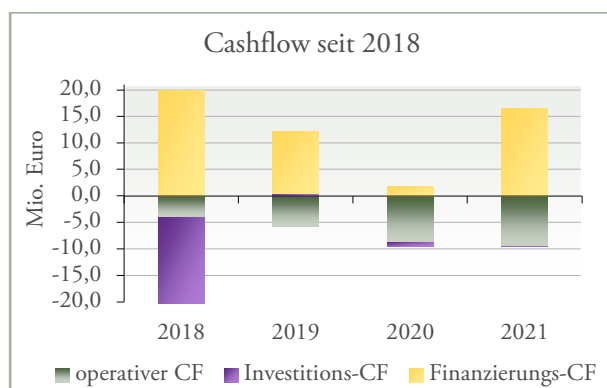


Quelle: Unternehmen

Cashflow durchgehend negativ

Da die Lizenzverträge mit Virgin Mobile, ACN/Flash Mobile etc. zwar sofort umsatzwirksam waren, sich aber erst während der Vertragslaufzeit in Einzahlun-

gen widerspiegeln, hat die Cashflow-Entwicklung den zwischenzeitlichen Umsatzanstieg nicht nachvollzogen. Stattdessen haben sich darin die trendmäßig steigenden Kosten spürbar niedergeschlagen. Der operative Cashflow rutschte infolgedessen zwischen 2018 und 2021 immer weiter ins Minus, zuletzt verbuchte cyan einen operativen Mittelabfluss von 9,5 Mio. Euro. Demgegenüber bewegte sich der Investitions-Cashflow der letzten drei Jahre in einem moderaten Rahmen und schwankte zwischen +0,5 und -0,8 Mio. Euro. Lediglich im Jahr 2018, in dem cyan I-New übernahm, zeigte der Investitions-Cashflow mit -17,5 Mio. Euro einen höheren Abfluss. Im selben Jahr wurden auch die restlichen 49 Prozent an der Cyan Security Group AG, in der das Kerngeschäft Cybersecurity angesiedelt ist, von der cyan AG übernommen. Da es sich hierbei um eine Aufstockung von Anteilen handelte, wurde der daraus resultierende Mittelabfluss in Höhe von 26,0 Mio. Euro im Finanzierungs-Cashflow verbucht. Dank der hohen Zuflüsse aus dem IPO und aus zwei weiteren Kapitalerhöhungen fiel dieser aber dennoch klar positiv aus (20,0 Mio. Euro), auch in den Folgejahren konnte cyan die negativen Free-Cashflows mit frischem Eigenkapital und – im geringeren Umfang – mit Darlehensaufnahmen decken.



Quelle: Unternehmen

Gewinnwarnung Mitte 2021

Die in Summe unbefriedigende Entwicklung kulminierte Mitte 2021, als die anhaltenden Verzögerungen bei wichtigen Projekten eine Umsatz- und Gewinnwarnung für das Gesamtjahr erforderlich machten und den Anstoß für eine Neujustierung der Strategie sowie für umfassende Kostensenkungen gaben. Nach-

dem cyan noch im Geschäftsbericht 2020 davon ausgegangen war, 2021 einen Umsatz auf Vorjahresniveau und ein ausgeglichenes EBITDA erreichen zu können, wurde die Prognose im August auf Gesamterträge zwischen 10 und 14 Mio. Euro und ein deutlich negatives EBITDA revidiert. Bei einem Umsatz von 8,5 Mio. Euro wurden 2021 letztlich Gesamterträge von 10,8 Mio. Euro erzielt, während sich der EBITDA-Verlust von -5,1 auf -12,3 Mio. Euro ausweitete. Ursächlich dafür war vor allem das späte und langsame Hochlaufen der Umsätze mit Orange-Kunden im Frankreich

Geschäftszahlen	GJ 2020	GJ 2021	Änderung
Umsatz	21,29	8,48	-60,2%
<i>Cybersecurity</i>	3,11	3,29	+5,6%
<i>BSS/OSS</i>	18,18	5,20	-71,4%
EBITDA	-5,06	-12,32	-
<i>Cybersecurity</i>	-11,33	-7,37	-
<i>BSS/OSS</i>	8,44	-2,37	-
<i>EBITDA-Marge</i>	-23,7%	-145,2%	
EBIT	-11,04	-18,06	-
<i>EBIT-Marge</i>	-51,8%	-212,9%	
EBT	-10,48	-17,50	-
<i>EBT-Marge</i>	-49,2%	-206,3%	
Jahresüberschuss	-9,27	-13,88	-
<i>Netto-Marge</i>	-43,5%	-163,6%	
Free-Cashflow	-9,47	-9,52	-

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Kosten weiter gestiegen

Zum schwachen Ergebnis beigetragen hat neben dem massiven Umsatzrückgang auch eine in Teilen weiter aufwärtsgerichtete Kostenentwicklung beigetragen. So hat sich der Materialaufwand, in den neben Hard- und Softwareaufwand auch externe Dienstleister, die für cyan weltweit die Implementierung und den Service abwickeln, einfließen, um ein Viertel auf 5,4 Mio. Euro erhöht. Das Unternehmen begründet dies mit der guten Auftragslage, die sich 2021 in zahlreichen Neuabschlüssen bemerkbar gemacht hat, aus denen wiederum Implementierungs- und Integrationsaufwände zur Vorbereitung der überwiegend Anfang

2022 erfolgten Marktstarts resultierten. Minimal weiter gestiegen ist auch der Personalaufwand (+3 Prozent auf 11,4 Mio. Euro). Zurückzuführen ist dies auf den Personalaufbau im ersten Halbjahr, der zwar im Zuge der Kostensenkungsmaßnahmen ab dem Spätsommer wieder revidiert wurde, in dessen Folge aber die durchschnittliche Mitarbeiterzahl 2021 mit 150 Vollzeitäquivalenten (FTE) sogar minimal über Vorjahr (149) lag. Auch haben die – einmaligen – Restrukturierungskosten (u.a. Abfindungen) den Personalaufwand erhöht. Schließlich hat sich der Vorzeichenwechsel bei der Bestandsänderung im Vorjahresvergleich ergebnisbelastend ausgewirkt (von +2,0 auf -0,8 Mio. Euro). In den Vorjahren hatte cyan nämlich Vertragskosten aus der Vorbereitung des Orange-Projekts im erheblichen Umfang aktiviert, die seit dem Vertriebsstart im April 2021 wieder schrittweise aufgelöst werden.

Wegfall von Einmalbelastungen

Deutliche Entlastung gab es hingegen beim Wertminderungsaufwand, der 2020 noch durch die Wirecard-Insolvenz und durch den Forderungsverzicht gegenüber Virgin Mobile noch 6,1 Mio. Euro und 2021 dann nur noch 0,4 Mio. Euro (auf Forderungen und Vermögenswerte gegenüber dem mexikanischen Kunden Truu) betrug. Ergebnisentlastend wirkte auch der mehr als 50-prozentige Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge. Neben den Forschungsprämien, die sich von 0,8 auf 1,0 Mio. Euro erhöhten (u.a. werden in Österreich 14 Prozent der F&E-Aufwendungen von Staat als Forschungsprämien gefördert) hat dazu vor allem die massive Erhöhung der Wechselkursgewinne aus der Bewertung von Vertragsvermögensgegenständen (2,0 Mio. Euro nach 0,2 Mio. Euro) beigetragen. Spiegelbildlich sorgte die vorteilhafte Wechselkursentwicklung im sonstigen betrieblichen Aufwand für eine von 2,2 auf 0,4 Mio. Euro reduzierte Belastung aus Kursdifferenzen und trug damit maßgeblich zum Rückgang der SBA um ein Drittel auf 5,9 Mio. Euro bei.

Hohe Abschreibungen

Das Geschäftsmodell von cyan erfordert keine hohen Investitionen und auch die bereits in den Vorperioden aktivierten eigenen Entwicklungsleistungen bewegen

sich lediglich im sechsstelligen Bereich. Allerdings resultiert aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter (cyan AG) im Jahr 2018 sowie aus der I-New-Akquisition ein hoher Bestand an verteilten Kaufpreisbestandteilen (PPA), die seitdem planmäßig abgeschrieben werden. Infolgedessen lagen die jährlichen Abschreibungen (inkl. der IFRS16-Abschreibungen) in den letzten drei Jahren bei jeweils rund 6 Mio. Euro. 2021 waren es 5,7 Mio. Euro, so dass der EBIT-Verlust mit 18,1 Mio. Euro noch deutlich höher ausfiel als der EBITDA-Fehlbetrag.

Positives Finanzergebnis

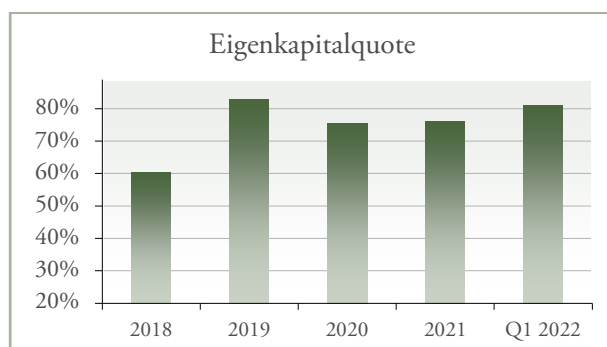
Da cyan in den letzten Jahren die Verluste und Cash-abflüsse weitestgehend mit Eigenkapital finanzieren konnte, ist der Kreditbestand vergleichsweise niedrig (siehe unten), weswegen auch die Zinsbelastung mit unter 0,2 Mio. Euro (inkl. Zinskomponente aus IFRS16) im letzten Jahr gering ausfiel. Verrechnet mit den Finanzerträgen, die sich aus dem separaten Ausweis der Finanzierungskomponente der langjährigen Kundenverträge ergeben (2021: 0,7 Mio. Euro), ergab sich letztes Jahr ein positives Finanzergebnis von fast 0,6 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis fiel dementsprechend mit -17,5 Mio. Euro etwas besser aus als das EBIT. Das gilt auch für das Nettoergebnis, das zusätzlich von der Aktivierung von Verlustvorträgen profitierte. Dennoch ist nach Steuern ein im Vorjahresvergleich um die Hälfte erhöhter Jahresfehlbetrag in Höhe von 13,9 Mio. Euro angefallen.

Drei Kapitalerhöhungen

Den hohen Verlust konnte cyan im letzten Jahr vor allem mit zwei Kapitalerhöhungen auffangen, in deren Rahmen insgesamt 3,5 Mio. neue Aktien platziert und 12 Mio. Euro an frischen Mitteln generiert wurden. Hinzu kamen 4,2 Mio. Euro aus einer im ersten Halbjahr emittierten Wandelschuldverschreibung, die zu einem kleinen Teil schon 2021 in 152 Tsd. neue Aktien getauscht wurde. Das restliche Volumen (2,5 Mio. Euro) wurde zusammen mit einem weiteren Kredit im ersten Quartal 2022 im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung gegen die Ausgabe von 1,5 Mio. weiteren Aktien eingebracht.

Hohe Eigenkapitalquote

Durch die Kapitalerhöhungen blieb das Eigenkapital im letzten Jahr trotz des Verlustes nahezu unverändert bei 72,8 Mio. Euro. Bezogen auf die Bilanzsumme, die sich auf 95,8 Mio. Euro leicht reduziert hat, entspricht das einer geringfügig verbesserten Eigenkapitalquote von 76,0 Prozent. Im ersten Quartal 2022 hat sich diese durch die erwähnte Sachkapitalerhöhung sowie durch den leichten Quartalsüberschuss (siehe unten) sogar weiter auf fast 81 Prozent erhöht.



Quelle: Unternehmen

Moderate Verschuldung

Die Bankkredite beliefen sich Ende 2021 auf 5,2 Mio. Euro, was zuzüglich der Leasingverbindlichkeiten von 5,0 Mio. Euro und abzüglich der Liquidität von 8,5 Mio. Euro einer Nettofinanzverschuldung von 1,7 Mio. Euro entsprach (die Wandelschuldverschreibung haben wir hier wegen der zwischenzeitlichen Wandlung unberücksichtigt gelassen). Da sich die Liquidität im ersten Quartal auf 7,6 Mio. Euro reduzierte, lag die Nettoverschuldung per Ende März mit 2,5 Mio. Euro etwas höher als zum Jahreswechsel.

Umfangreiche immaterielle Assets

Die Aktivseite der Bilanz wird eindeutig von den immateriellen Vermögensgegenständen dominiert, die sich per Ende Dezember auf 54,5 Mio. Euro bzw. 57 Prozent der Bilanzsumme beliefen. Sie resultieren größtenteils aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter im Vorfeld des Börsengangs. Mehr als die Hälfte davon (30,8 Mio. Euro) entfällt auf den Firmenwert und jeweils 11,4 Mio. Euro auf Patente und Kundenbeziehungen einerseits und die erworbene Software andererseits,

die zusammen zu jährlichen Abschreibungen von rund 4,6 Mio. Euro p.a. führen. Sachanlagen stehen hingegen lediglich mit 4,9 Mio. Euro in der Bilanz, wovon der größte Teil die nach IFRS 16 aktivierten Mietverträge für Büroräume abbildet. Ein großes Gewicht in der Bilanz haben schließlich die aktivierten Vertragskosten und Vertragsvermögenswerte, die sich auf insgesamt 21,0 Mio. Euro bzw. 22 Prozent aller Assets summieren. Die aktivierten Vertragskosten in Höhe von 4,2 Mio. Euro betreffen vor allem die Vorleistungen, die im Rahmen des Orange-Vertrages vor dem Vermarktungsstart im Frühjahr 2021 erbracht wurden und seitdem ratierlich aufgelöst werden. Die Vertragsvermögenswerte betreffen hingegen vor allem die beiden großen BSS/OSS-Verträge mit Virgin Mobile und ACN/Flash Mobile und stellen letztlich die cyan daraus noch zustehenden Zahlungen dar, die entsprechend vorab festgelegter Zahlungspläne erfolgen. Durch den Wechsel des BSS/OSS-Geschäfts auf das Software-Mietmodell dürfte die Bedeutung dieser Position in Zukunft abnehmen.

Geschäftszahlen	Q1 2021	Q1 2022	Änderung
Umsatz	1,70	1,80	+5,9%
<i>Cybersecurity</i>	0,70	0,80	+14,3%
<i>BSS/OSS</i>	1,00	1,00	0,0%
EBITDA	-2,70	-1,90	-
<i>Cybersecurity</i>	-1,50	-0,70	-
<i>BSS/OSS</i>	-0,70	-0,80	-
<i>EBITDA-Marge</i>	-158,8%	-105,6%	
EBIT	-4,10	-3,30	-
<i>EBIT-Marge</i>	-241,2%	-183,3%	
Jahresüberschuss	-2,30	0,60	-
<i>Netto-Marge</i>	-135,3%	33,3%	
Free-Cashflow	-2,30	-1,50	-

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Leichtes Umsatzwachstum in Q1 22

Dieses Modell bedingt zunächst einmal, dass neue Verträge nicht mehr zu starken Umsatzsprüngen direkt beim Vertragsabschluss beitragen und ihre Ertragswirkung stattdessen kontinuierlich über die Vertragslaufzeit entfalten. Aus diesem Grund haben sich

die zahlreichen Neukundengewinne, die cyan in den letzten Monaten und Quartalen melden konnte, noch nicht spürbar in den Umsätzen niedergeschlagen. So ist der Umsatz im ersten Quartal 2022 lediglich um 5,9 Prozent auf 1,8 Mio. Euro gestiegen, im BSS/OSS-Segment blieb er sogar mit 1,0 Mio. Euro unverändert. Unter der Oberfläche hat sich aber die Struktur der Umsätze verbessert. So beziffert cyan den Anteil wiederkehrender Einnahmen auf über 90 Prozent (im Gesamtjahr 2021 waren es 64 Prozent), auch konnte im Cybersecurity-Segment der planmäßige Wegfall von Support-Erlösen aus einem nicht mehr verfolgten Geschäftsmodell kompensiert werden. Den ARR, also den annualisierten jährlich wiederkehrenden Umsatz, beziffert cyan zuzüglich der anteiligen Einzahlungen aus den umsatzseitig bereits abgeschlossenen Verträgen mit Virgin Mobile und ACN/Flash Mobile auf 9,6 Mio. Euro.

EBITDA-Verlust deutlich reduziert

Inklusive der sonstigen betrieblichen Erträge von 1,3 Mio. Euro und abzüglich der Bestandsveränderung von -0,1 Mio. Euro hat cyan zwischen Januar und März Gesamterträge von 3,0 Mio. Euro und damit auf Vorjahresniveau erzielt. Dies ging aber mit reduzierten Kosten einher. Der stichtagsbezogene Mitarbeiterstand zu Jahresbeginn lag mit 131 FTE um 16 Prozent unter dem Stand von Anfang 2021 und wurde bis März weiter auf 123 FTE reduziert. Der EBITDA-Verlust konnte dadurch um fast 30 Prozent auf -1,9 Mio. Euro gesenkt werden, im Cybersecurity-Segment wurde der Fehlbetrag sogar halbiert. Nach Abschreibungen fiel im ersten Quartal ein EBIT-Verlust von -3,3 Mio. Euro an (Vorjahr: -4,1 Mio. Euro),

während das Nachsteuerergebnis dank der Aktivierung weiterer Verlustvorräte sogar auf 0,6 Mio. Euro ins Plus drehte (Vorjahr: -2,3 Mio. Euro).

Deutliches Wachstum erwartet

Die Aktivierung der Verlustvorräte spiegelt nicht zuletzt die zuversichtliche Planung wider, die deren Nutzung wahrscheinlich erscheinen lässt. Diese Zuversicht stützt sich auf die zahlreichen Vertriebs- und Implementierungserfolge der letzten Quartale, in deren Folge cyan für die nächsten Monate von steigenden ARR sowie von höheren Projektumsätzen ausgeht. Impulse werden unter anderem von den bereits vertrieblisch angelaufenen Projekten mit Orange in der Slowakei, mit educom in Österreich, dtac in Thailand sowie Low und Liwa in Kolumbien erwartet. Darüber hinaus spricht das Unternehmen von einer vielversprechenden Pipeline sowohl im Hinblick auf die Neukundengewinnung als auch auf Expansionschancen bei Bestandskunden, zum Beispiel durch die Ausweitung des Engagements bei Orange und der Deutschen Telekom. Insgesamt traut sich cyan für dieses Jahr ein Umsatzwachstum um 30 bis 50 Prozent auf 11 bis 13 Mio. Euro zu und will auf dieser Basis das EBITDA verbessern. Mit einer Fortsetzung des Umsatzwachstums bei anhaltender Kostendisziplin auch im nächsten Jahr soll die Gewinn- und Cashflow-Situation kontinuierlich weiter verbessert werden, ohne dass ein konkretes zeitliches Ziel für den Breakeven genannt wurde.

Equity-Story

Wachstumsstarker Zielmarkt

Mit dem Fokus auf das Thema Cybersecurity adressiert cyan einen Markt mit hohen Steigerungsraten. Durch den wachsenden Datenverkehr, das zunehmende Gewicht mobiler Verbindungen und durch die steigende Nutzung von Smartphones für sensible Anwendungen wie etwa Zahlungen, Banking, Versicherungen oder Gesundheit wächst auch das Bedrohungspotenzial für die Nutzer – und damit auch der Bedarf an effizienten Sicherheitslösungen. Nach Angaben von Marktanalysten werden für die IT-Sicherheit weltweit Beträge in dreistelliger Milliardenhöhe ausgegeben und die Zuwachsraten liegen im zweistelligen Bereich.

Technologisch führende Produkte

cyan bietet für diesen vielversprechenden Markt vor allem eine netzwerkbasierte Lösung, die unerwünschte oder gefährliche Inhalte bereits vor dem Gerät des Nutzers aus dem Datenverkehr filtert. Hierbei setzt cyan auf eine eigene Bedrohungsdatenbank, die mit großem technischem Aufwand und mit zahlreichen, teils patentgeschützten, Analysemethoden laufend erweitert und aktualisiert wird. Als Ergebnis berichtet das Unternehmen von einer hohen Schutzeffizienz der eigenen Lösungen und sieht sich damit, sowie mit der Kombination netzwerk- und gerätebasierter Ansätze, in einer technologisch führenden Position. Diesen Anspruch erhebt das Unternehmen auch für die eigene BSS/OSS-Plattform und sieht sich hier in punkto Skalierbarkeit, Flexibilität und Kosteneffizienz im Wettbewerbsumfeld vorn.

Fokus auf B2B2C-Modelle...

In beiden Segmenten adressiert cyan Telekommunikationsunternehmen mit einer großen Basis an Endkunden. Im Bereich Cybersecurity können diese die cyan-Lösungen als Zusatzleistung zu ihrem Tarif buchen bzw. einen Tarif mit inkludierten Sicherheitsfunktionen wählen, wobei cyan prozentual an den daraus resultierenden Zusatzerlösen seines Kunden par-

tizipiert. Auch im BSS/OSS richten sich die Einnahmen, die cyan mit seiner Plattform erzielt, an der Nutzerzahl aus, die der Kunde für sein Mobilfunkangebot gewinnen kann, sowie an den Umsätzen, die er mit ihnen erzielt.

...und auf wiederkehrende Erlöse

Seit dem letzten Jahr hat cyan das Geschäftsmodell konsequent auf die Erzielung wiederkehrender Erlöse ausgerichtet, was im Erfolgsfall mit einem stetigen Wachstum und einem hohen Maß an Planungssicherheit einhergeht.

Potenzial für hohe Margen

Darüber hinaus bietet das Geschäftsmodell das Potenzial für hohe Margen, weil den wiederkehrenden Erlösen kaum variable Kosten gegenüberstehen. Das gilt auch für zusätzliche Nutzer. Auch ist der laufende Investitionsbedarf niedrig, weil die Lösungen sehr gut skalierbar sind.

Attraktive Kundenbasis

cyan ist in beiden Segmenten bereits seit vielen Jahren aktiv und verfügt dort über eine namhafte Kundenbasis. Im Segment BSS/OSS zählt das Unternehmen zahlreiche Telekommunikationsanbieter, welche die cyan-Plattform als Basisinfrastruktur einsetzen, zu seinen Kunden. Unter anderem nutzt sie Virgin Mobile in drei Ländern in Lateinamerika, wo cyan ohnehin eine starke Präsenz hat und im MVNO-Marktsegment führend ist. Im Kerngeschäft Cybersecurity ist die Kundenbasis nicht so breit, dafür noch namhafter, wobei Magenta aus Österreich, Orange und dtac aus Thailand die drei wichtigsten sind.

Großes Wachstumspotenzial im Bestand

Im Cybersecurity-Geschäft hängen die Einnahmen davon ab, wie viele der Endkunden sich dafür entscheiden, das Sicherheitspaket als Add-on zu ihrem

Tarif zu buchen. Da sich mit Ausnahme von Magenta in Österreich, wo das Angebot schon älter ist und wo 35 Prozent der adressierbaren Kunden auch für die cyan-Lösung gewonnen werden konnten, sämtliche Cybersecurity-Kunden von cyan erst am Anfang oder gar noch vor dem Start der Vermarktungsphase befinden, könnte aus den bestehenden Verträgen in den kommenden Monaten und Quartalen ein starkes ARR-Wachstum resultieren.

Ausgeprägtes Eigeninteresse der Kunden

Entscheidend dafür ist eine hohe Penetrationsrate, die mit Maßnahmen wie der Integration in Tarifpakete oder in die App des Mobilfunkanbieters unterstützt wird. Hilfreich ist dabei, dass die Telekommunikationsanbieter selbst ein hohes Eigeninteresse am Erfolg der cyan-Lösung haben, weil sie damit Zusatzeinnahmen ohne Zusatzkosten erzielen und darüber hinaus die Sicherheit der Nutzer in ihren Netze erhöhen können.

Lebhaftes Neukundengeschäft

Wachstumschancen sieht cyan aber auch in der Gewinnung neuer Kunden, wobei eine wichtige Stoßrichtung die Ausdehnung der Zusammenarbeit mit bestehenden Kunden auf weitere Landes- oder Regionalgesellschaften darstellt. So ist innerhalb des Orange-Konzerns bisher nur bei zwei Landesgesellschaften der Marktstart erfolgt, auch bei der Deutschen Telekom gibt es noch weiteres Potenzial, z.B. in Polen, wo cyan zwar schon aktiv ist, wo aber zukünftig ein deutlich aktiverer Marktengang geplant ist. Mittelfristig bleibt aber die Akquise gänzlich neuer Kunden die zentrale Voraussetzung, weswegen die zahlrei-

chen Vertriebsfolge der letzten Monate zuversichtlich stimmen. So konnten mit dtac in Thailand und Claro Chile zwei vielversprechende Abschlüsse für das Cybersecurity-Geschäft präsentiert werden. Im BSS/OSS bezeichnet cyan das letzte Geschäftsjahr im Hinblick auf den Vertrieb sogar als das erfolgreichste der Unternehmensgeschichte.

Umfassende Kostensenkungen umgesetzt

Auf die verzögerte Entwicklung der Umsätze hat cyan im letzten Jahr mit einem umfassenden Kostensenkungsprogramm reagiert und die Zahl der Mitarbeiter seit Mitte 2021 von 170 auf zuletzt 123 reduziert. Die Effekte haben sich bereits im ersten Quartal gezeigt, in dem die Verluste bei einem nur moderat wachsenden Umsatz deutlich verkleinert werden konnten. Auch für die Zukunft plant cyan mit einem strikteren Kostenmanagement, was bei Erreichung der Umsatzziele einen schnelleren Breakeven und anschließend ein deutlich überdurchschnittliches Gewinnwachstum verspricht.

Kapitalbasis erfolgreich gestärkt

Derzeit arbeitet cyan aber noch mit hohen Verlusten und mit deutlich negativen Cashflows. Um dies noch so lange tragen zu können, bis die Erlöse ausreichend hochgelaufen sind, wurde die Kapitalbasis seit Anfang 2021 mit insgesamt drei Kapitalerhöhungen gestärkt (davon eine als ein Debt-Equity-Swap gegen die Einbringung von Darlehensforderungen). Durch diese Maßnahmen betrug die Eigenkapitalquote Ende März über 80 Prozent, auch die Liquidität von 7,6 Mio. Euro ist solide.

DCF-Bewertung

Ein Wachstumsszenario

Als zentrale Annahme für die Ermittlung des fairen Wertes der cyan-Aktie gehen wir davon aus, dass es dem Unternehmen zukünftig besser gelingt, die zweifelsohne vorhandenen Potenziale für ein stetiges und dynamisches Wachstum zu nutzen und auf dieser Basis hohe Margen und Cash-Überschüsse zu erwirtschaften. Insofern unterstellen wir, dass die im letzten Jahr ergriffenen Maßnahmen die damit verbundenen Erwartungen erfüllen und dass cyan fortan mit einer höheren vertrieblichen Dynamik, einem rascheren Vermarktungsstart von Kundenprojekten und mit einer ausgeprägteren Kostendisziplin aufwarten kann – eine Annahme, die durch den letzten Newsflow gestützt wird, aber noch von Zahlen bestätigt werden muss.

CAGR von 26,4 Prozent

Konkret erwarten wir, dass cyan dieses Jahr die eigene Umsatzprognose erreichen wird, wobei wir mit einem Umsatz von 11,9 Mio. Euro einen Wert in der Mitte der vom Unternehmen formulierten Zielspanne angesetzt haben, gleichbedeutend mit einem Umsatzwachstum um 40 Prozent. Angesichts der bereits erfolgten Vermarktungsstarts in der Slowakei und in Thailand sowie des nach Unternehmensangaben spürbaren Hochlaufens der Erlöse mit den Kunden in Frankreich halten wir dies für gut erreichbar, zumal die zahlreichen Neukundengewinne im BSS/OSS-Segment dort auch für zusätzliche Erlöse sorgen sollten. Die gleichen Trends, ergänzt durch den Marktstart in Chile und durch die Aufnahme der B2C-Vermarktung in Frankreich, bieten auch die Basis für ein hohes Wachstum im nächsten Jahr, das wir ebenfalls auf 40 Prozent taxieren. Da es sich bei den neuen Erlösen größtenteils um wiederkehrende Einnahmen handelt, dürfte sich die hohe Dynamik in den Folgejahren fortsetzen. Gleichwohl lassen wir zur Berücksichtigung der Basiseffekte und zur Risikoreduktion die Zuwachsraten ab 2024 in großen Schritten bis auf 10 Prozent am Ende des detaillierten Prognosezeitraums abschmelzen. Insgesamt bedeutet das, dass wir

für den Zeitraum 2021 bis 2029 mit einer CAGR von 26,4 Prozent kalkulieren. Das gut skalierbare Geschäftsmodell, in dem cyan über seine Kunden Millionen von Endnutzern adressiert, gibt diesen Wert grundsätzlich sicherlich her.

Zielmarge von 30 Prozent

Das gilt auch für die Zielmarge, die in unserem Szenario 2029 knapp unter 30 Prozent (auf EBITDA-Ebene) ankommt. Für ein erfolgreiches Software-Unternehmen ist dieses Niveau alles andere als zu hoch gegriffen, vor allem nicht, wenn die Erlöse wiederkehrender Natur sind und nicht jedes Jahr neu vertriebllich erzielt werden müssen.

Cashflow ab 2023 positiv

Allerdings ist cyan noch weit von diesem Zielwert entfernt, für dieses Jahr gehen wir noch von einem zwar reduzierten, aber mit -5,2 Mio. Euro dennoch deutlichen EBITDA-Verlust aus. Nach Abschreibungen, die aufgrund der hohen immateriellen Vermögensgegenstände aus Kaufpreisallokationen die Erfolgsrechnung noch für mehrere Jahre deutlich belasten werden, ergibt sich daraus eine EBIT-Schätzung von -10,6 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis erwarten wir mit -10,4 Mio. Euro in etwa in gleicher Höhe, was gegenüber 2021 einem um 40 Prozent reduzierten Vorsteuerverlust entspräche. Für 2023 erwarten wir ebenfalls noch ein negatives EBITDA, wobei der Verlust mit -1,4 Mio. Euro erneut deutlich reduziert werden dürfte. Ab 2024 kalkulieren wir schließlich mit einem positiven EBITDA, wobei der Cashflow, der zusätzlich von den noch ausstehenden Zahlungen von Virgin Mobile und ACN/Flash Mobile profitiert, schon nächstes Jahr einen Überschuss zeigen dürfte.

Abnehmende Abschreibungen

Das EBIT und das Nettoergebnis folgen dem EBITDA ein Jahr später ins Plus. Da die Abschreibungen zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	11,9	16,6	22,4	29,2	36,5	43,8	50,3	55,4
Umsatzwachstum		40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%
EBIT-Marge	-89,0%	-39,7%	-15,3%	1,0%	7,9%	13,3%	23,6%	26,6%
EBIT	-10,6	-6,6	-3,4	0,3	2,9	5,8	11,9	14,7
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,6	0,7
NOPAT	-10,6	-6,6	-3,3	0,3	2,7	5,5	11,3	14,0
+ Abschreibungen & Amortisation	4,6	4,3	4,1	3,9	3,8	3,6	0,7	0,7
+ 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	-6,0	-2,3	0,9	4,2	6,5	9,2	12,0	14,8
- Zunahme Net Working Capital	3,5	4,1	5,1	3,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
Free Cashflow	-2,6	1,3	5,4	6,7	5,6	8,2	10,9	13,5

deutlich abnehmen (für die von uns unterstellte organische Entwicklung werden kaum Investitionen benötigt), schließt sich anschließend die Lücke zwischen der EBITDA- und der EBIT-Marge, so dass die letztere 2029 mit 26,6 Prozent ebenfalls einen Wert nicht weit unter der 30-Prozent-Marke annimmt.

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Geschäftsjahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Da die in dem modellierten Szenario unterstellten Margen deutlich oberhalb dessen liegen, was cyan in der Vergangenheit erreicht hat, haben wir für die Ermittlung des Terminal Value einen zusätzlichen Risikopuffer in Form eines 33-prozentigen Sicherheitsabschlags auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums eingebaut. Zur Berechnung des Terminal Value kalkulieren wir folglich mit einer EBIT-Marge von knapp 18 Prozent, auf deren Grundlage wir anschließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen.

Diskontierungszins

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 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir auf 5,8 Prozent (das entspricht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem fundamental abgeleiteten Beta von 1,3, in dem einerseits die grundsätzliche Stabilität und Visibilität des auf die wiederkehrenden Einnahmen beruhenden Geschäftsmodells und andererseits das noch frühe Stadium der Entwicklung und die in der Vergangenheit gezeigte Umsatzvolatilität zum Ausdruck kommen, einem Zielfremdkapitalanteil von 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 25 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,3 Prozent.

Kursziel: 6,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,3 Prozent) ergibt sich aus die-

sen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 92,7 Mio. Euro oder 6,22 Euro je Aktie, woraus wir das Kursziel von 6,20 Euro ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir somit ein sehr hohes Aufwärtspotenzial von rund 140 Prozent.

Hohes Schätzrisiko

Dieses Potenzial geht unseres Erachtens aber mit einem hohen Schätzrisiko einher. Es basiert nämlich auf einem Szenario, das wir derzeit als plausibel einstufen, das aber von der bisherigen Entwicklung nicht gestützt wird, so dass die Schätzungen weniger auf der Fortrechnung etablierter Trends als auf der Annahme beruhen, dass dank der letztjährigen Restrukturierung die bisherige Entwicklung umgedreht werden kann. Bisher konnte cyan diesbezüglich mehrere vielversprechende Nachrichten veröffentlichen, doch noch bleibt abzuwarten, wie sich diese in den Zahlen bemerkbar machen werden. Mit anderen Worten handelt es sich bei dem von uns unterstellten Geschäftsverlauf um ein Turnaround-Szenario, das, wie in solchen Fällen üblich, mit hohen Chancen, aber auch entsprechend mit einer hohen Unsicherheit einhergeht. Dementsprechend vergeben wir nach unserem Bewertungsschema

fünf von sechs möglichen Risikopunkten, was der Einstufung der Schätzunsicherheit als hoch entspricht.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 4,76 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,3 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 8,97 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,3%	8,97	8,22	7,61	7,10	6,68
6,8%	7,93	7,35	6,86	6,45	6,09
7,3%	7,09	6,62	6,22	5,88	5,59
7,8%	6,39	6,01	5,68	5,40	5,15
8,3%	5,80	5,48	5,21	4,97	4,76

Fazit

Im Kerngeschäft Cybersecurity hat sich cyan auf Softwarelösungen spezialisiert, die, basierend auf einer sehr großen Datenbank, die laufend aktualisiert und erweitert wird, gefährliche oder unerwünschte Inhalte identifizieren und filtern. Dabei setzt cyan auf das B2B2C-Modell, in dessen Rahmen vor allem Telekommunikationsunternehmen als Kunden adressiert werden, wobei die Sicherheitslösung in deren Netze integriert und auf White-Label-Basis den Endkunden als Erweiterungsoption zu deren Tarifen angeboten wird. Für dieses Modell, das inzwischen auch eine gerätebasierte Lösung zum Schutz in fremden Netzen umfasst, konnte cyan mehrere große Mobilfunkbetreiber wie Orange, Magenta oder dtac gewinnen. Mobilfunk spielt auch im zweiten Geschäftssegment BSS/OSS eine zentrale Rolle, in dem cyan eine Softwareplattform als technische Infrastruktur für Mobilfunkanbieter ohne ein eigenes Netz entwickelt und vertreibt.

Mit dieser Aufstellung bewegt sich cyan in aussichtsreichen Märkten, in denen das Unternehmen über attraktive Produkte sowie über renommierte Referenzen verfügt und viele Millionen von Endnutzern adressiert. Allerdings konnte dies bisher noch nicht in eine profitable Wachstumsstory umgemünzt werden. Stattdessen waren die letzten Jahre von einer volatilen Umsatzentwicklung und teils sehr hohen Verlusten gekennzeichnet.

In Reaktion darauf hat sich cyan letztes Jahr einer Restrukturierung unterzogen. Dabei wurde das Ge-

schäftsmodell konsequent auf die Erzielung wiederkehrender Erlöse ausgerichtet, die Produkte und Prozesse stärker standardisiert, die Komplexität der zuvor von massiven Verzögerungen gekennzeichneten Implementierungsprojekte bei Kunden reduziert und nicht zuletzt die Kosten kräftig gesenkt. Auch wurde die Kapitalbasis durch drei Kapitalerhöhungen gestärkt.

Ob damit das gewünschte Umsatzwachstum und die anvisierte Ergebnisverbesserung tatsächlich erreicht werden, werden erst die kommenden Quartale zeigen. Zumindest konnte cyan in den letzten Monaten von einer spürbar erhöhten Vertriebsdynamik sowie vom erfolgreichen Abschluss einiger Implementierungsprojekte und von Vertriebsstarts mit weiteren Kunden berichten, was die Wahrscheinlichkeit für einen erfolgreichen Turnaround aus unserer Sicht erhöht.

Genau dieses Szenario eines erfolgreichen Turnarounds haben wir im Rahmen der Wertermittlung angenommen und für die Zukunft starkes Wachstum und rasch steigende Margen unterstellt. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert bei 6,20 Euro und damit sehr weit oberhalb des aktuellen Kurses. Allerdings geht dieses große Kurspotenzial – für eine Turnaround-Situation nicht unüblich – mit einer hohen Schätzunsicherheit einher. Unserem Bewertungsschema folgend, vergeben wir deswegen zum Start der Coverage das Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	78,0	68,6	59,8	51,2	47,9	44,9	42,1	42,2	42,4
1. Immat. VG	54,5	50,4	46,5	42,9	39,5	36,3	33,2	33,1	33,1
2. Sachanlagen	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1	5,3	5,5	5,8	6,0
II. UV Summe	17,8	18,4	20,4	25,5	29,9	37,6	48,0	61,2	77,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	72,8	64,8	58,3	55,1	55,2	57,9	63,4	74,8	88,8
II. Rückstellungen	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3	3,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	12,4	13,0	11,6	10,3	10,1	11,0	11,8	12,6	13,4
2. Kurzfristiges FK	8,8	7,1	8,0	8,9	9,8	10,7	11,7	12,7	13,8
BILANZSUMME	95,7	87,0	80,2	76,7	77,8	82,5	90,0	103,4	119,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	8,5	11,9	16,6	22,4	29,2	36,5	43,8	50,3	55,4
Rohertrag	2,3	6,6	12,0	17,5	23,1	29,4	35,6	41,2	45,6
EBITDA	-12,3	-5,2	-1,4	1,5	5,1	7,5	10,3	13,4	16,3
EBIT	-18,1	-10,6	-6,6	-3,4	0,3	2,9	5,8	11,9	14,7
EBT	-17,5	-10,4	-6,5	-3,4	0,2	2,8	5,8	11,9	14,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	-13,9	-10,4	-6,5	-3,2	0,2	2,7	5,5	11,3	14,1
JÜ	-13,9	-10,4	-6,5	-3,2	0,2	2,7	5,5	11,3	14,1
EPS	-1,30	-0,70	-0,44	-0,22	0,01	0,18	0,37	0,76	0,94

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-9,5	-1,5	2,7	6,8	8,0	7,2	9,8	12,6	15,3
CF aus Investition	-0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
CF Finanzierung	16,5	-0,3	-2,3	-2,2	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Liquidität Jahresanfa.	2,5	8,5	6,6	6,6	10,6	16,9	23,2	32,1	43,7
Liquidität Jahresende	8,5	6,6	6,6	10,6	16,9	23,2	32,1	43,7	58,0

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-60,2%	40,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%
Rohtragsmarge	27,3%	55,8%	72,0%	77,8%	79,3%	80,6%	81,3%	81,8%	82,4%
EBITDA-Marge	-145,2%	-43,6%	-8,6%	6,8%	17,4%	20,6%	23,5%	26,7%	29,5%
EBIT-Marge	-212,9%	-89,0%	-39,7%	-15,3%	1,0%	7,9%	13,3%	23,6%	26,6%
EBT-Marge	-206,3%	-87,5%	-39,3%	-15,2%	0,7%	7,8%	13,3%	23,7%	26,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	-163,6%	-87,5%	-39,3%	-14,5%	0,6%	7,4%	12,6%	22,5%	25,4%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 06.07.2022 um 7:15 Uhr fertiggestellt und am 06.07.2022 um 8:30 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
keine			

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates

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.