

10. Mai 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



Platz 1  
Europe  
Industrials  
(2018)



Platz 2  
German  
Software & IT  
(2018)



Platz 1  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

## cyan AG

### Deutliche operative Verbesserungen im Umsatz noch nicht sichtbar

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 1,80 € | Kursziel: 3,60 € (zuvor: 5,10 €)

**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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Software
<b>Mitarbeiter:</b>	123
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A2E4SV8
<b>Ticker:</b>	CYR:GR
<b>Kurs:</b>	1,80 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	18,9 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	34,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	32,3 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	75,7%
<b>Hoch/Tief (12M):</b>	3,05 / 1,23 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	8,8 Tsd. Euro / Tag

cyan hat 2022 8,5 Mio. Euro umgesetzt und damit die im Dezember auf 8 bis 9 Mio. Euro reduzierte Zielspanne sicher erreicht. Die ursprünglichen Ziele (11 bis 13 Mio. Euro) wie auch unsere Schätzung aus dem Herbst (10,6 Mio. Euro) wurden aber verfehlt. Zurückzuführen ist das vor allem auf die wegen ungeklärter regulatorischer Fragen noch immer fehlende Lizenz für einen neuen OSS/BSS-Großkunden, weswegen der Segmentumsatz deutlich gesunken ist. Dies verdeutlicht einmal mehr die große Bedeutung einzelner Projekte im OSS/BSS-Geschäft. Demgegenüber hat sich das eigentliche Kerngeschäft Cybersecurity sehr positiv entwickelt. Hier konnte die Zahl der aktiven Kunden in den letzten zwei Jahren auf aktuell zehn vervielfacht werden, was sich derzeit nach Unternehmensangaben in einer sehr dynamischen Entwicklung der Endnutzerzahlen bemerkbar macht. Sehr zufrieden zeigt sich cyan vor allem mit der Situation in Polen. Auf dieser Grundlage erwartet cyan für 2023 ein Umsatzwachstum auf 10,5 bis 13,5 Mio. Euro, wobei die Breite der Spanne mit der Unsicherheit über den Wachstumsbeitrag von OSS/BSS-Neukunden begründet wird. Das untere Ende sollte hingegen größtenteils mit dem Wachstum des Cybersecurity-Segments erreichbar sein, das aufgrund der stark steigenden Nutzerzahlen bereits absehbar ist.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	21,3	8,5	8,5	11,1	15,0	20,2
EBITDA (Mio. Euro)	-5,1	-12,3	-8,4	-6,3	-4,6	-2,3
Jahresüberschuss	-9,3	-13,9	-16,5	-11,3	-9,6	-7,4
EpS	-0,95	-1,30	-1,30	-0,60	-0,51	-0,39
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-20,4%	-60,2%	0,6%	30,0%	35,0%	35,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,60	4,01	3,98	3,06	2,27	1,68
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	46,2	17,9
EV / EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Umsatzziel für 2022 verfehlt

cyan hat 2022 8,5 Mio. Euro und damit genauso viel wie im Vorjahr umgesetzt. Die letzte Zielspanne, die das Unternehmen Ende Dezember im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung auf 8 bis 9 Mio. Euro beziffert hatte, wurde damit sicher erreicht. Doch die eigentliche Prognose, die noch bis Ende Dezember Bestand gehabt hatte (Wachstum auf 11 bis 13 Mio. Euro) wurde klar verfehlt. Als Ursache nennt cyan vor allem Verzögerungen beim Abschluss des regulierungsseitigen Genehmigungsverfahrens für einen großen Vertrag im OSS/BSS-Segment (das Kürzel steht für Operations Support System / Business Support System – eine softwarebasierte Infrastrukturplattform für virtuelle Mobilfunknetzbetreiber), darüber hinaus haben aber auch andere Effekte im geringen Ausmaß das Hochlaufen der Erlöse in einigen vielversprechenden Märkten behindert. Dazu gehörten – inzwischen überwundene – Regulierungsfragen bei einem potenzialträchtigen OSS/BSS-Kunden sowie die Fusion eines wichtigen Cybersecurity-Kunden mit seinem größten Wettbewerber.

## Steigende Dynamik im Kerngeschäft

Durch das Fehlen der Einnahmen aus dem erwähnten großen OSS/BSS-Abschluss gingen der Segmentumsatz hier trotz der Fortschritte mit anderen Kunden (vor allem MTEL) die Erlöse um 9 Prozent auf 4,7 Mio. Euro zurück. Dagegen legte der – größtenteils wiederkehrende – Umsatz des Cybersecurity-Segments um 16 Prozent auf 3,8 Mio. Euro zu. Besonders erfreulich war hier die Beschleunigung zum Jahresende. In den Monaten Oktober bis Dezember summierten sich die Einnahmen auf 1,5 Mio. Euro und damit 26 Prozent mehr als ein Jahr zuvor (wovon ein kleiner Teil aber nicht wiederkehrend war). Auch wenn dieser Anstieg teilweise durch die verspätete Abrechnung von Erlösen in Thailand, die zuvor aus formalen Gründen noch nicht fakturiert und verbucht werden konnten, überzeichnet wird, zeigt er doch den grundsätzlichen Aufwärtstrend der Einnahmen aus immer mehr aktiven Kundenbeziehungen. Dabei wird die Dynamik durch die Umsatzentwicklung noch unterzeichnet, weil die Erlöse der Entwicklung der Nutzerzahl durch kostenfreie Testmonate und die Zeit für die Abrechnungs- und Zahlungsprozesse um

mehrere Wochen bis Monate hinterher laufen. Und aktuell berichtet cyan von einem sehr hohen Tempo beim Wachstum der Nutzerzahl. Trotz diesem Time-lag hat sich der Anteil der wiederkehrenden Erlöse von 64 Prozent im Vorjahr auf 78 Prozent erhöht. 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 per Ende Dezember auf 10,3 Mio. Euro, womit sich diese zentrale Kennzahl 2022 um 0,7 Mio. Euro erhöht hat.

## Kosten kräftig reduziert

Das in Summe unveränderte Umsatzvolumen hat cyan mit einem gegenüber 2021 deutlich reduzierten Aufwand erzielt. Besonders kräftig wurde der Personalaufwand reduziert, der mit 9,3 Mio. Euro um 19 Prozent unter Vorjahr lag. Der Rückgang spiegelt u.a. die geringere Mitarbeiterzahl wider, die im Jahresdurchschnitt bei 136 Vollzeitäquivalenten gelegen hat, 9 Prozent weniger als ein Jahr zuvor. Auch hatten im Vorjahr noch die – einmaligen – Restrukturierungskosten (u.a. Abfindungen) den Personalaufwand erhöht. Gesunken sind auch die Abschreibungen (-2 Prozent auf 5,6 Mio. Euro) und der Materialaufwand (-8 Prozent auf 5,0 Mio. Euro), in dem neben Hard- und Softwareaufwand auch externe Dienstleister, die cyan weltweit bei der Implementierung und beim Service unterstützen, einfließen.

## Deutliche Währungseffekte

Einen Anstieg gab es hingegen beim sonstigen betrieblichen Aufwand, der um 5 Prozent auf 6,2 Mio. Euro zugelegt hat. Ursächlich dafür war vor allem die deutliche Abwertung des mexikanischen Peso, was sich in negativen – nicht liquiditätswirksamen – Währungseffekten von -1,0 Mio. Euro (Vorjahr: -0,4 Mio. Euro) bemerkbar gemacht und deutliche Einsparungen bei Positionen wie Beratungsaufwand (-26 Prozent auf 1,9 Mio. Euro) und Werbeaufwand (-54 Prozent auf 0,3 Mio. Euro) überkompensiert hat. Auf der anderen Seite hat cyan im letzten Jahr auch von Währungseffekten profitiert, weil die starke Aufwertung

des US-Dollars für einen Anstieg der Kursgewinne von 2,0 auf 2,7 Mio. Euro gesorgt hat, der maßgeblich für die Zunahme der sonstigen betrieblichen Erträge um 33 Prozent auf 4,2 Mio. Euro verantwortlich war. Im Saldo der Veränderungen der sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen gab es somit letztes Jahr einen positiven Effekt von 0,8 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	GJ 2021	GJ 2022	Änderung
Umsatz	8,48	8,54	+0,6%
<i>Cybersecurity</i>	3,29	3,80	+15,6%
<i>BSS/OSS</i>	5,20	4,74	-8,9%
EBITDA	-12,32	-8,40	-
<i>Cybersecurity</i>	-7,37	-3,62	-
<i>BSS/OSS</i>	-2,37	-3,65	-
<i>EBITDA-Marge</i>	-145,2%	-98,3%	
EBIT	-18,06	-14,02	-
<i>EBIT-Marge</i>	-212,9%	-164,2%	
EBT	-17,50	-13,50	-
<i>EBT-Marge</i>	-206,3%	-158,1%	
Jahresüberschuss	-13,88	-16,50	-
<i>Netto-Marge</i>	-163,6%	-193,3%	
Free-Cashflow	-9,52	-7,36	-

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

## EBITDA-Verlust um ein Drittel kleiner

Wie angekündigt, konnte die Ergebnissituation damit spürbar verbessert werden, wenn auch noch sämtliche Gewinnkennzahlen deutlich negativ ausgefallen sind. Der EBITDA-Fehlbetrag reduzierte sich gegenüber 2021 um ein Drittel auf -8,4 Mio. Euro, womit er fast gleichauf mit Jahresumsatz lag. Wir hatten eigentlich mit einem geringeren Verlust gerechnet, zumal er nach neun Monaten bei -5,0 Mio. Euro gelegen hatte und sich die Verbesserung im Vorjahresvergleich auf fast 50 Prozent belief. Doch im vierten Quartal hat sich der Verlust wieder deutlich erhöht und lag mit 3,4 Mio. Euro sogar deutlich höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen das mit mehreren Aspekten. Unter anderem ist im Herbst der größte Teil des Aufwands für das Rebranding des Unternehmens und der beiden Segmente angefallen. Auch wurde mit dem

Jahresabschluss noch eine Wertberichtigung auf eine – sehr alte – Forderung gegenüber Nokia verbucht. Schließlich sorgte die Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar dafür, dass das Ausmaß der positiven Währungseffekte abgenommen hat.

## Hoher Vorsteuerverlust

Abzüglich der Abschreibungen in Höhe von 5,6 Mio. Euro, von denen ein Großteil auf die planmäßige Amortisation der Kaufpreisbestandteile früherer Akquisitionen entfällt (vor allem die damals aktivierte Software), ergab sich ein EBIT von -14,0 Mio. Euro, nach -18,1 Mio. Euro im Vorjahr. Da sich aus dem separaten Ausweis der Finanzierungskomponente der langjährigen Kundenverträge signifikante Finanzerträge ergeben, blieb das Finanzergebnis mit +0,5 Mio. Euro (Vorjahr: +0,6 Mio. Euro) positiv, weswegen der Vorsteuerverlust mit -13,5 Mio. Euro kleiner als der EBIT-Verlust ausgefallen ist (Vorjahr: -17,5 Mio. Euro).

## Steuereffekt belastet

Einen deutlich negativen Effekt gab es hingegen beim Steuerergebnis, das aufgrund einer veränderten Planungsrechnung und der dadurch erhöhten latenten Steuern einen negativen Saldo von -3,0 Mio. Euro zeigte, während 2021 durch die Aktivierung von Verlustvorträgen noch ein Steuerertrag von 3,6 Mio. Euro verbucht worden war. Deswegen hat sich der Jahresfehlbetrag 2022 trotz der verbesserten operativen Ergebniskennzahlen um fast ein Fünftel auf -16,5 Mio. Euro erhöht.

## Cashflow verbessert, aber (noch) negativ

Wie das operative Ergebnis, wurde auch der operative Cashflow 2022 deutlich verbessert, blieb aber dennoch klar im negativen Terrain. Konkret wurde ein operativer Cashflow von -6,8 Mio. Euro erreicht, womit sich der negative Saldo im Vorjahresvergleich um 3,8 Mio. Euro ermäßigt hat. Die entscheidende Größe der Cashflow-Rechnung ist weiterhin der hohe Verlust, darüber hinaus stellen die hohen Abschreibungen und die Veränderung von Vertragsvermögenswerten und aktivierten Vertragskosten wichtige Determinanten dar. Der letztgenannte Aspekt belief

sich 2022 auf 4,4 Mio. Euro und spiegelt vor allem die Zahlungen aus den beiden großen BSS/OSS-Verträgen mit Virgin Mobile und ACN/Flash Mobile wider. Diese wurden ertragsseitig bereits in den Vorjahren gänzlich vereinnahmt, führen aber nun zu hohen Zuflüssen entsprechend vorab festgelegter Zahlungspläne. Höher als im Vorjahr fielen hingegen die Auszahlungen für Investitionen aus (-0,5 nach -0,1 Mio. Euro), sodass sich der Free-Cashflow per Saldo um 3,8 Mio. Euro auf -7,4 Mio. Euro verbesserte.

### Frisches Eigenkapital

Mehr als die Hälfte davon konnte cyan mit den Netozuflüssen aus Finanzierungsaktivitäten in Höhe von +4,3 Mio. Euro decken. Insbesondere hat das Unternehmen letztes Jahr weitere 9,5 Mio. Euro aus der Ausgabe neuer Aktien (teilweise aus der Ausübung von Wandlungsrechten) eingenommen. Dem standen Auszahlungen für Tilgungen, Zinsen und Leasing gegenüber. Der Rückgang der Liquidität konnte hierdurch auf -3,1 Mio. Euro begrenzt werden, so dass zum Bilanzstichtag noch 5,3 Mio. Euro an liquiden Mitteln vorhanden waren.

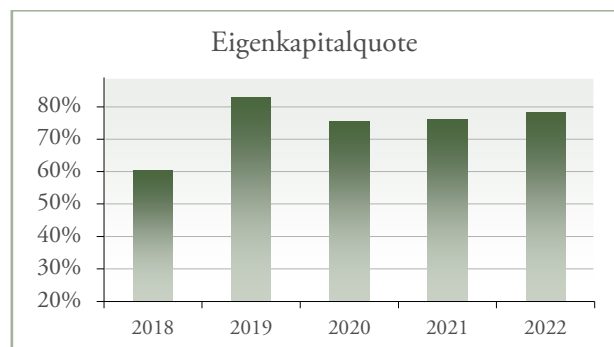
### Finanzverbindlichkeiten fast ganz getilgt

Dem standen auf der Passivseite Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 3,7 Mio. Euro und Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 3,0 Mio. Euro gegenüber. Saldiert ergibt das eine Nettoverschuldung von 1,3 Mio. Euro, die damit im Vergleich mit Ende 2021 (-4,2 Mio. Euro) deutlich reduziert werden konnte. Ermöglicht wurde dies durch Tilgungen sowie durch einen Tausch von Verbindlichkeiten in Eigenkapital. Einen weiteren Schritt dieser Art hat cyan Anfang 2023 getätigt. Hierbei wurden im Wege einer Sachkapitalerhöhung Schulden in Höhe von 3,0 Mio. Euro gegen 1,87 Mio. neue Aktien getauscht, womit die Finanzverbindlichkeiten bis auf einen Restbetrag von 0,7 Mio. Euro komplett abgetragen wurden.

### Eigenkapitalquote erhöht

Mit Abstand der größte Posten auf der Passivseite der Bilanz ist weiterhin das Eigenkapital. Dieses hat sich durch den hohen Verlust zwar um 10 Prozent auf 65,8 Mio. Euro ermäßigt, doch konnte der Rückgang

durch die Sachkapitalerhöhung im ersten Halbjahr und die Barkapitalerhöhung im Sommer soweit begrenzt werden, dass er schwächer ausfiel als die Abnahme der Bilanzsumme (-12 Prozent auf 84 Mio. Euro). Dadurch hat sich die Eigenkapitalquote sogar weiter von 76,0 auf 78,3 Prozent erhöht.



Quelle: Unternehmen

### Umfangreiche immaterielle Assets

Die Aktivseite der Bilanz wird eindeutig von den immateriellen Vermögensgegenständen dominiert, die sich per Ende Dezember auf 50,3 Mio. Euro bzw. 60 Prozent der Bilanzsumme beliefen (Vorjahr: 54,5 Mio. Euro). 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 19,5 Mio. Euro auf Patente, Kundenbeziehungen und erworbene Software, die zusammen zu jährlichen Abschreibungen von rund 4,6 Mio. Euro p.a. führen. Sachanlagen stehen hingegen lediglich mit 3,3 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 18,8 Mio. Euro bzw. 22 Prozent aller Assets summieren. Die aktivierten Vertragskosten in Höhe von 3,9 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.

### Breite Zielspanne für 2023 bestätigt

Für das laufende Jahr erwartet cyan einen Umsatzanstieg auf 10,5 bis 13,5 Mio. Euro, womit de facto die ursprüngliche Zielsetzung für das letzte Jahr (11 bis 13 Mio. Euro) um jeweils 0,5 Mio. Euro nach unten und nach oben ausgedehnt wurde. Die große Breite der Spanne begründet der Vorstand auf Nachfrage mit der Unsicherheit über die Projektumsätze im OSS/BSS-Segment, wo insbesondere das eine große Projekt, das 2022 wegen der noch fehlenden Mobilfunklizenz des Kunden nicht starten konnte, im Erfolgsfall für einen kräftigen Schub sorgen könnte. Demgegenüber soll das untere Ende der Zielspanne größtenteils schon durch das Wachstum im Cybersecurity-Geschäft erreichbar sein, das cyan in dem hierfür erforderlichen Umfang mit Verweis auf die zahlreichen aktiven Kunden (siehe unten) als gut abgesichert bezeichnet. Auf der Grundlage des erwarteten Wachstums wird für das EBITDA eine Verbesserung der Marge in Aussicht gestellt, dies allerdings ohne ein konkretes Ziel zu nennen.

### Kräftige Belebung auf breiter Front

Die große Zuversicht bezüglich der Entwicklung im Kerngeschäft begründet das Unternehmen mit der deutlich erhöhten Zahl der inzwischen aktiven Kunden. Diese beläuft sich inzwischen auf zehn und dürfte bis Jahresende weiter steigen. Noch wichtiger ist aber, dass in mehreren dieser Kundenprojekte das Wachstum der Zahl der Endkunden (Subscriber) nun deutlich an Schwung zu gewinnen scheint, was sich inzwischen auch in der ARR-Entwicklung zeigen sollte. Sehr zufrieden zeigt sich cyan zum Beispiel mit der Entwicklung in Polen, wo der Relaunch des Angebotes von T-Mobile Polska nach Unternehmensangaben auf eine sehr gute Resonanz stößt. Ebenfalls von hoher Dynamik berichtet cyan aus Bangladesch, wo das Geschäft nach der Überwindung von regulatorischen Problemen, die das Jahr 2022 weitgehend belastet haben, nun stark an Schwung gewonnen hat. Nicht ganz so kräftig, aber eindeutig zufriedenstellend, ist zudem die Entwicklung in Griechenland, wo 2022 in Rekordzeit von nur sechs Wochen nach Auf-

tragserteilung der Marktstart vollzogen werden konnte. In diesem Aspekt, der massiv verkürzten Onboarding-Zeit neuer Kunden, sieht cyan einen weiteren Grund der Zuversicht, weil damit neue Kunden rascher zur Monetisierung beitragen können. So sollen dieses Jahr zwei weitere Landesgesellschaften von Orange und – nach längerer Projektvorlaufzeit – Claro Chile live gehen. Darüber hinaus hat sich der bisherige OSS/BSS-Kunde MTEL nun auch für den Einsatz der Cybersecurity-Lösungen entschieden und diese nach einer sehr kurzen Umsetzungszeit jüngst bereits im Markt eingeführt.

### Wechsel im Vorstand angekündigt

Für eine Verunsicherung hat hingegen die Nachricht gesorgt, dass der aktuelle CEO Frank von Seth, unter dessen Ägide seit 2021 die aktuelle Ausrichtung samt der Fokussierung auf wiederkehrende Erlöse und massive Kostensenkungen umgesetzt wurde, seinen zum Jahresende auslaufenden Vertrag aus privaten Gründen nicht verlängern wird. Ein Nachfolger wird derzeit vom Aufsichtsrat gesucht.

### Schätzungen deutlich geändert

So positiv sich die Entwicklung im Segment Cybersecurity gerade darstellt, hinsichtlich der erzielten Zahlen ist das letzte Jahr. Vor allem das vierte Quartal blieb unter unseren Erwartungen, was vor allem wegen des verzögerten Abschlusses mit dem neuen Großkunden das OSS/BSS-Segment betrifft. Aber auch das Wachstum der ARR ist unter unseren Erwartungen ausgefallen, was nach Erläuterungen des Managements vor allem daran liegen dürfte, dass die ARR dem Nutzerwachstum um einige Monate nachlaufen. Letztendlich haben sich unsere Schätzungen von 10,6 Mio. Euro Umsatz, -5,9 Mio. Euro EBITDA und -11,3 Mio. Euro EBIT als zu optimistisch erwiesen. Auch die Prognose für 2023 liegt selbst am oberen Ende, welches die Umsatzwirksamkeit des verschobenen, großen OSS/BSS-Projekts impliziert, um 1,3 Mio. Euro unter unserer bisherigen Schätzung. Dadurch erscheinen auch unsere bisherigen Erwartungen für das EBITDA (-1,8 Mio. Euro) und den operativen Cashflow (+2,4 Mio. Euro) eindeutig zu hochgegriffen. Wir haben deswegen unsere Schätzungen zum Teil deutlich reduziert, darüber hinaus haben

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	11,1	15,0	20,2	26,3	32,9	39,4	45,4	52,2
Umsatzwachstum		35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%
EBIT-Marge	-104,5%	-65,7%	-36,8%	-15,5%	3,0%	21,2%	21,9%	22,6%
<b>EBIT</b>	<b>-11,6</b>	<b>-9,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>1,0</b>	<b>8,3</b>	<b>9,9</b>	<b>11,8</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,6
<b>NOPAT</b>	<b>-11,6</b>	<b>-9,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,9</b>	<b>7,9</b>	<b>9,4</b>	<b>11,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	4,4	4,3	4,3	3,5	1,3	1,3	1,4
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-7,1</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>4,4</b>	<b>9,2</b>	<b>10,8</b>	<b>12,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	4,1	5,1	4,1	4,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
- Investitionen AV	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,7</b>

wir, wie in allen unseren Modellen, den Diskontierungszinssatz an die aktuelle Entwicklung der Marktzinsen angepasst.

## Umsatzanstieg um 30 Prozent

Konkret kalkulieren wir für 2023 mit einem Umsatzanstieg um 30 Prozent auf 11,1 Mio. Euro, womit wir uns aus Vorsicht bewusst im unteren Bereich der Unternehmens-Guidance bewegen. Da wir zudem hinsichtlich der nachhaltigen Wachstumspotenziale im OSS/BSS-Geschäft nach der Enttäuschung im letzten Jahr skeptischer geworden sind, haben wir auch die maximal erreichbaren Wachstumsraten ab 2024 etwas reduziert und rechnen mit einer Steigerung zwischen 35 und 15 Prozent. Die Erwartung einer Beschleunigung in 2024 sehen wir durch den fortgesetzten Hochlauf in den bisher schon aktiven Geographien, das Anlaufen weiterer Kundenprojekte und durch das höhere Gewicht des annahmegemäß deutlich wachstumsstärkeren Cybersecurity-Segments begründet. Den Zielumsatz für 2030 erwarten wir nun bei 52,2 Mio. Euro (bisher: 55,4 Mio. Euro im Jahr 2029).

## Zielmarge unverändert

Zudem haben wir nun die Ergebnisverbesserung zurückhaltender modelliert und erwarten ein positives

EBITDA erst für das Jahr 2026 – zwei Jahre später als bisher. Das EBIT und das Vorsteuerergebnis folgen ein Jahr später. Für das laufende Jahr erwarten wir im Einklang mit der Unternehmensprognose eine weitere Reduktion des Verlustes, unsere Schätzung liegt bei -6,3 Mio. Euro beim EBITDA und -11,6 Mio. Euro beim EBIT. Dadurch, dass die Margenkurve nun tiefer ansetzt und flacher verläuft, liegt auch die Ziel-EBIT-Marge am Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit 22,6 Prozent unterhalb des bisherigen Wertes (26,5 Prozent).

## FK-Aufnahme angenommen

Der spätere Breakeven-Zeitpunkt bewirkt auch eine längere Periode negativer Cashflows. Bisher hatten wir angenommen, dass es cyan gelingen würde, schon 2023 einen positiven operativen Cashflow zu erwirtschaften und anschließend das weitere Wachstum aus eigenen Mitteln finanzieren zu können. Nun erwarten wir für 2024 einen positiven operativen Cashflow und ab 2025 einen deutlich positiven Free-Cashflow. Dadurch ergibt sich in unserem Modell bis 2024 zusätzlicher Finanzierungsbedarf, für den wir eine FK-Aufnahme unterstellt haben. Sollte sich die operative Geschäftsentwicklung so darstellen, wie von uns angenommen, dürfte es diesbezüglich keine größeren

Probleme geben, zumal die Bilanz derzeit so gut wie schuldenfrei ist.

## Terminal Value

Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen. Zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2030 haben wir einen 20-prozentigen Sicherheitsabschlag (bisher: 33 Prozent) auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums eingebaut, auf dessen Grundlage wir anschließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen. Die Reduktion des Sicherheitsabschlags halten wir für gerechtfertigt, weil wir im detaillierten Prognosezeitraum nun mit einem flacheren Margenanstieg kalkulieren, obwohl die veränderte Umsatzzusammensetzung (höherer Anteil des Cybersecurity-Geschäfts) nach unserer Einschätzung c.p. eine höhere Ziel-Marge ermöglicht hätte.

## Diskontierungssatz deutlich erhöht

Eine Änderung mit deutlichen Auswirkungen auf das Modellergebnis hat es auch bei den Rahmendaten des Modells gegeben. Und zwar haben wir zur Berücksichtigung des deutlichen Anstiegs der Marktzinsen den unterstellten sicheren Zins, für dessen Bestimmung wir uns an der deutschen Umlaufrendite orientieren, in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Dadurch haben sich bei unveränder-

ten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,3) die Eigenkapitalkosten auf 10,0 Prozent erhöht. In Verbindung mit unveränderten Werten für den FK-Zins (6,0 Prozent) und den FK-Anteil (30 Prozent) sowie einem auf 24 Prozent (entspricht der Körperschaftssteuer in Österreich) reduzierten Steuersatz für das Tax-Shield resultiert daraus jetzt ein gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 8,4 Prozent (bisher: 7,7 Prozent).

## Kursziel: 3,60 Euro je Aktie

Die Kombination der deutlich reduzierten Schätzungen und des erhöhten Diskontierungszinses hat den von uns ermittelten fairen Marktwert des Eigenkapitals deutlich sinken lassen. Obwohl die Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2023 diesen Effekt teilweise kompensieren konnte, liegt er nun bei 67 Mio. Euro und damit um 20 Mio. Euro unter dem alten Schätzwert. Je Aktie entspricht das 3,56 Euro, woraus wir das neue Kursziel von 3,60 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Hier hat sich zusätzlich der Verwässerungseffekt der jüngsten Sachkapitalerhöhung, in deren Rahmen die Aktienzahl um 1,9 Mio. auf 18,9 Mio. gestiegen ist, dämpfend ausgewirkt. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis sechs (sehr hoch) weiterhin fünf Punkte.



## Fazit

---

cyan hat im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von 8,5 Mio. Euro erzielt und ist damit auf Vorjahresniveau geblieben. Das Ergebnis konnte dennoch deutlich verbessert werden, blieb aber, wie zu erwarten war, klar im negativen Bereich. Das EBITDA und das EBIT lagen bei -8,4 bzw. -14,0 Mio. Euro, der Nettoverlust ist aufgrund – nicht liquiditätswirksamer – steuerlicher Effekte sogar auf -16,5 Mio. Euro angewachsen. Auch der Cashflow wurde kräftig verbessert, blieb aber mit -6,8 Mio. Euro (Vorjahr: -10,6 Mio. Euro) noch im negativen Bereich.

Insgesamt sind die Zahlen aus unserer Sicht enttäuschend ausgefallen, was vor allem auf die noch immer fehlende Betriebsgenehmigung für einen sehr großen Neukunden im Bereich OSS/BSS zurückzuführen ist. Hierdurch ist der Umsatz des Segments statt des anvisierten Wachstums geschrumpft. Demgegenüber ist das Cybersecurity-Geschäft letztes Jahr zweistellig gewachsen. Vor allem aber konnte cyan hier die Basis der aktiven Kunden auf 10 erhöhen, was sich nach Unternehmensangaben inzwischen in einer stark steigenden Nutzerzahl niederschlägt.

Zu den Highlights gehören hier die rasch vollzogenen Vertriebsstarts in Polen, Griechenland und beim bisherigen OSS/BSS-Kunden MTEL, der die Cybersecurity-Lösung seit Neustem an seine Nutzer vertriebt. Die stark steigenden Endnutzerzahlen wirken sich erfahrungsgemäß mit einigen, je nach Projekt, Wochen bis Monaten Verzögerung auf die Erlöse aus, was cyan nach eigener Aussage derzeit in einer dynamischen Entwicklung der ARR wahrnimmt. Dementsprechend will cyan dieses Jahr wieder kräftig wachsen und den Umsatz auf 10,5 bis 13,5 Mio. Euro steigern, wobei der untere Rand im Wesentlichen schon durch

das sich abzeichnende Wachstum des Cybersecurity-Segments erreichbar sein sollte. Da den zusätzlichen wiederkehrenden Einnahmen in dem Segment kaum variable Kosten gegenüber stehen, sollen durch das Umsatzwachstum der Verlust weiter deutlich reduziert und der Cashflow in Richtung Breakeven verbessert werden.

Gleichwohl liegt die gesamte Prognosespanne spürbar unter unseren bisherigen Erwartungen. In Anbetracht dessen und vor dem Hintergrund der schwachen Zahlen für 2022 haben wir unsere Schätzungen deutlich revidiert, halten aber an dem Szenario eines dynamischen Umsatz- und Ergebniswachstums fest. Durch die vielfältigen Fortschritte bei den Kosten, dem Cashflow und insbesondere bei der Zahl der aktiven Cybersecurity-Kunden, die sich im zunehmenden Wachstum der hochmargigen, wiederkehrenden Erlöse dieses Segments bemerkbar machen sollte, sehen wir für dieses Szenario weiterhin eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit.

Die reduzierten Schätzungen, die marktbedingte Erhöhung des Diskontierungszinssatzes und die im Zuge der jüngsten Sachkapitalerhöhung gestiegene Aktienzahl haben aber eine sehr deutliche Reduktion unseres Kursziels bewirkt. Mit 3,60 Euro (bisher: 5,10 Euro) bietet es im Vergleich mit dem aktuellen Kurs dennoch ein dreistelliges Kurspotenzial. Eine zentrale Begründung dafür ist die Erwartung, dass sich die wiederkehrenden Cybersecurity-Erlöse nun endlich in einem dynamischen Hochlauf befinden, was bereits in den Halbjahreszahlen sichtbar sein sollte. Auf dieser Grundlage bestätigen wir das Urteil „Speculative Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- In beiden Segmenten eine etablierte Marktstellung als Anbieter technologisch führender Softwareprodukte.
- Mehrere große und namhafte 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.
- Dank mehrerer Kapitalerhöhungen sind Bilanz und Liquidität weiter solide, insbesondere ist cyan fast schuldenfrei.

## 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.
- Nach mehreren erfolgreichen Marktstarts hat sich die Zahl der aktiven Cybersecurity-Kunden 2022 deutlich erhöht, was sich derzeit in einem starken Wachstum der Endnutzerzahl bemerkbar macht. Bis zum Jahresende sollen vier weitere Kunden live gehen.
- Sollte das große OSS/BSS-Projekt, das letztes Jahr verschoben wurde, doch noch realisiert werden können, würde es allein für einen kräftigen Umsatzsprung sorgen.
- 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 hochdefizitär und mit hohen Cash-Abflüssen.
- Die bisherigen Wachstumserwartungen haben sich nicht erfüllt. Dies gilt insbesondere für den Beitrag aus dem Orange-Vertrag, dessen Marktstart sich massiv verzögert hatte.
- Auch die Zahlen 2022 sind trotz der operativen Verbesserungen enttäuschend ausgefallen.
- Das Geschäft des Cybersecurity-Segments ist 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.
- Das noch immer projektgetriebene OSS/BSS-Geschäft birgt signifikante Auslastungsrisiken.
- 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.
- Der angekündigte Abschied des CEO sorgt derzeit für erhöhte Unsicherheit bezüglich des weiteren Kurses der Gesellschaft.

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	68,9	60,2	51,8	44,5	41,3	39,1	39,1	39,2	39,5
1. Immat. VG	50,3	46,6	43,0	39,5	36,2	34,0	34,0	34,0	34,1
2. Sachanlagen	3,3	3,4	3,6	3,7	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1
II. UV Summe	15,1	14,4	15,3	17,3	16,7	20,2	28,0	31,9	35,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	65,8	57,6	48,0	40,6	36,5	37,2	44,5	48,0	51,1
II. Rückstellungen	0,0	0,2	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3	1,5	1,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	11,9	11,0	12,1	14,3	13,8	14,4	13,9	14,5	15,0
2. Kurzfristiges FK	6,3	5,9	6,6	6,2	6,9	6,1	6,9	6,7	6,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>84,0</b>	<b>74,7</b>	<b>67,1</b>	<b>61,7</b>	<b>58,1</b>	<b>58,7</b>	<b>66,6</b>	<b>70,6</b>	<b>74,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	8,5	11,1	15,0	20,2	26,3	32,9	39,4	45,4	52,2
Rohertrag	3,2	5,7	8,6	12,7	18,0	24,3	31,2	36,1	41,8
EBITDA	-8,4	-6,3	-4,6	-2,3	1,0	5,3	10,5	12,1	14,0
EBIT	-14,0	-11,6	-9,8	-7,4	-4,1	1,0	8,3	9,9	11,8
EBT	-13,5	-11,3	-9,6	-7,4	-4,3	0,7	8,1	9,7	11,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-16,5	-11,3	-9,6	-7,4	-4,1	0,7	7,7	9,2	11,0
JÜ	-16,5	-11,3	-9,6	-7,4	-4,1	0,7	7,7	9,2	11,0
EPS	-1,30	-0,60	-0,51	-0,39	-0,22	0,04	0,41	0,49	0,58

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-6,8	-1,9	0,7	1,9	5,1	4,9	9,6	11,1	12,9
CF aus Investition	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6
CF Finanzierung	4,3	0,1	0,1	0,1	-1,5	-1,5	-1,8	-7,3	-9,4
Liquidität Jahresanfa.	8,5	5,3	2,8	2,7	3,7	6,1	8,2	14,6	17,0
Liquidität Jahresende	5,3	2,8	2,7	3,7	6,1	8,2	14,6	17,0	19,0

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	0,6%	30,0%	35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%
Rohermargemarge	37,8%	51,4%	57,3%	63,0%	68,5%	73,8%	79,0%	79,6%	80,2%
EBITDA-Marge	-98,3%	-57,1%	-31,0%	-11,3%	3,8%	16,1%	26,5%	26,6%	26,8%
EBIT-Marge	-164,2%	-104,5%	-65,7%	-36,8%	-15,5%	3,0%	21,2%	21,9%	22,6%
EBT-Marge	-158,1%	-101,7%	-64,0%	-36,4%	-16,5%	2,2%	20,5%	21,4%	22,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-193,3%	-101,7%	-64,0%	-36,4%	-15,7%	2,1%	19,5%	20,4%	21,1%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	
7,4%	4,91	4,57	4,28	4,03	3,82	
7,9%	4,41	4,13	3,89	3,69	3,51	
8,4%	3,99	3,76	3,56	3,38	3,23	
8,9%	3,62	3,43	3,26	3,12	2,98	
9,4%	3,31	3,15	3,01	2,88	2,77	

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 10.05.2023 um 8:40 Uhr fertiggestellt und am 10.05.2023 um 9:00 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
06.10.2022	Speculative Buy	5,10 Euro	1), 3), 4)
06.07.2022	Speculative Buy	6,20 Euro	1), 3), 4)

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.