

11. Oktober 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

Enttäuschende Halbjahreszahlen mit einem wichtigen Lichtblick

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,48 € | **Kursziel:** 2,90 € (zuvor: 3,60 €)

Analyst: Dipl. Volkswirt 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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Software
Mitarbeiter:	124
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4SV8
Ticker:	CYR:GR
Kurs:	1,48 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	20,2 Mio. Stück
Market-Cap:	29,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	31,9 Mio. Euro
Free Float:	ca. 50 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,16 / 1,23 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	7,1 Tsd. Euro / Tag

Halbjahresumsatz noch rückläufig

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres hat cyan 3,8 Mio. Euro und damit 8 Prozent weniger als ein Jahr zuvor umgesetzt. Ursächlich für den Rückgang war, wie schon in dem schwachen zweiten Halbjahr 2022, das BSS/OSS-Segment, in dem Verzögerungen bei der Gewinnung neuer Kunden nach Abschluss bisheriger Implementierungsprojekte für deutlich niedrigere Projektumsätze gesorgt haben. Da die sich die an die Einführungsphase anschließenden wiederkehrenden Lizenzeinnahmen nur schrittweise mit der Nutzerzahl anwachsen, waren sie noch nicht hoch genug, um diesen Effekt zu kompensieren. In Summe führte dies zu einem Rückgang der Segmenterlöse um 34 Prozent auf 1,7 Mio. Euro.

Starkes Wachstum im Kerngeschäft

Demgegenüber verzeichnete das Segment Cybersecurity, das eigentliche Kerngeschäft, in den ersten sechs Monaten ein sehr dynamisches Wachstum um 36 Prozent auf 2,1 Mio. Euro, womit es zum ersten Mal seit der Fokussierung des Geschäftsmodells auf die Erzielung wiederkehrender Einnahmen mehr als die Hälfte der Konzernumsätze (55 Prozent) beigesteuert hat. Durch dieses starke Wachstum und den

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	21,3	8,5	8,5	9,0	12,1	16,3
EBITDA (Mio. Euro)	-5,1	-12,3	-8,4	-8,8	-6,9	-4,8
Jahresüberschuss	-9,3	-13,9	-16,5	-13,7	-11,8	-9,8
EpS	-0,95	-1,30	-1,30	-0,68	-0,58	-0,49
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-20,4%	-60,2%	0,6%	5,0%	35,0%	35,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,40	3,52	3,50	3,33	2,47	1,83
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Rückgang der Projektumsätze betrug der Anteil der wiederkehrenden Umsätze im ersten Halbjahr 88 Prozent, nach 78 Prozent im letzten Geschäftsjahr. 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 Juni auf 10,5 Mio. Euro, womit sich diese zentrale Kennzahl seit Ende Dezember um 0,2 Mio. Euro und innerhalb der letzten zwölf Monate um 0,4 Mio. Euro erhöht hat. Den angesichts der berichteten Dynamik im Cybersecurity-Segment enttäuschend anmutenden ARR-Zuwachs erklärt das Unternehmen auf Nachfrage insbesondere mit einem zeitlich veränderten Zahlungsplan aus dem Vertrag mit Flash Mobile. Bezüglich der ARR des Segments Cybersecurity spricht cyan in diesem Zusammenhang von einem Wachstum um rund 50 Prozent.

Kosten leicht reduziert

Trotz der wachsenden Kunden- und Nutzerzahl konnte cyan im ersten Halbjahr die Kosten insgesamt reduzieren und damit die Kostensenkungen des letzten Jahres fortführen. Einen leichten Anstieg gab es lediglich beim Personalaufwand, der sich trotz einer von 136 auf 131 reduzierten durchschnittlichen Mitarbeiterzahl wegen der Erhöhung der Kollektivverträge in Österreich um 6 Prozent auf 4,8 Mio. Euro erhöhte. Demgegenüber sind sowohl der Materialaufwand (-2 Prozent auf 2,5 Mio. Euro) als auch die SBA (-13 Prozent auf 2,9 Mio. Euro, hier konnte der Beratungsaufwand halbiert werden) und die Abschreibungen (-6 Prozent auf 2,7 Mio. Euro) im Vorjahresvergleich gesunken, wenn auch in Summe nicht in dem Umfang wie der Umsatz.

Bestandsabbau und Währungseffekte belasten

Ergebnisbelastend haben sich im Vorjahresvergleich zwei weitere Effekte ausgewirkt, die allerdings beide nicht liquiditätswirksam waren. Zum einen hat sich die negative Bestandsveränderung auf -0,7 Mio. Euro mehr als verdoppelt, was das Unternehmen mit dem Marktstart des Projektes Orange Slowakei begründet, in dessen Folge die aktivierten Vertragskosten nun

über die Vertragslaufzeit aufgelöst werden. Der zweite Effekt betrifft den von 2,0 auf 0,8 Mio. Euro gesunkenen Beitrag der Währungsgewinne, deren massiver Anstieg im ersten Halbjahr 2022 seinerzeit maßgeblich für die positive Ergebnisentwicklung verantwortlich gewesen war. Demgegenüber sind die negativen Kursdifferenzen, die in den SBA gebucht werden, unverändert bei rund 1,0 Mio. Euro geblieben.

Geschäftszahlen	HJ 2022	HJ 2023	Änderung
Umsatz	4,10	3,77	-8,1%
<i>Cybersecurity</i>	1,51	2,07	+36,4%
<i>BSS/OSS</i>	2,58	1,70	-34,2%
EBITDA	-3,96	-5,70	-
<i>Cybersecurity</i>	-2,03	-2,27	-
<i>BSS/OSS</i>	-1,41	-2,92	-
<i>EBITDA-Marge</i>	-96,6%	-151,5%	
EBIT	-6,85	-8,41	-
<i>EBIT-Marge</i>	-167,2%	-223,4%	
EBT	-6,58	-8,16	-
<i>EBT-Marge</i>	-160,5%	-216,7%	
Jahresüberschuss	-2,71	-7,66	-
<i>Netto-Marge</i>	-66,1%	-203,4%	
Free-Cashflow	-3,13	-3,17	-

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

EBITDA-Verlust deutlich ausgeweitet

Aus der Kombination der gesunkenen Umsätze, der niedrigeren sonstigen betrieblichen Erträge und des stärkeren Bestandsabbaus ergab sich eine deutliche Ergebnisverschlechterung. Der EBITDA-Verlust nahm von -4,0 auf -5,7 Mio. Euro zu und lag damit beim Anderthalbfachen der Halbjahresumsätze. Betroffen davon waren beide Segmente, wobei das Ausmaß der Ergebnisverschlechterung im BSS/OSS wegen des dortigen Umsatzrückgangs deutlich größer ausgefallen ist.

Halbjahresergebnis noch klar negativ

Nach Abschreibungen fiel im ersten Halbjahr ein EBIT-Verlust von -8,4 Mio. Euro an (Vorjahr: -6,9 Mio. Euro). Da sich aus dem separaten Ausweis der

Finanzierungskomponente der langjährigen Kundenverträge signifikante Finanzerträge ergeben, blieb das Finanzergebnis mit +0,3 Mio. Euro wie im Vorjahr leicht positiv, weswegen der Vorsteuerverlust mit -8,2 Mio. Euro geringfügig kleiner als der EBIT-Verlust ausgefallen ist. Auch das Steuerergebnis war im ersten Halbjahr mit 0,5 Mio. Euro positiv, allerdings in einem deutlich kleineren Ausmaß als im ersten Halbjahr 2022 (+3,9 Mio. Euro), weil die Steuerplanung inzwischen (seit dem Q4 2022) deutlich konservativer ausfällt. Hierdurch steigt das Defizit beim Nettoergebnis noch einmal deutlich stärker und lag mit -7,7 Mio. Euro fast beim Dreifachen des Vorjahreswertes.

Free-Cashflow stabil, aber noch negativ

Ein Großteil der Ergebnisverschlechterung geht allerdings auf nicht-liquiditätswirksame Effekte zurück, allein der Beitrag der geringeren Währungsgewinne und des höheren Bestandsabbaus macht 1,6 Mio. Euro und damit fast exakt die gesamte EBIT-Verschlechterung aus. Addiert man hierzu die Differenz der Steuereffekte (erstes Halbjahr 2022 minus erstes Halbjahr 2023) lässt sich durch diese drei Größen die gesamte Zunahme des Halbjahresdefizits erklären. Dieses Bild zeigt auch die Cashflow-Rechnung, die zwar negative, aber stabile Werte zeigt. So lag der operative Cashflow bei -3,0 Mio. Euro (Vorjahr: -3,1 Mio. Euro), und das, obwohl der Cash-Beitrag aus dem ACN/Flash Mobile-Vertrag nun auf eine längere Periode verteilt wird und damit mit geringeren Jahresraten einher geht. Einen wichtigen Beitrag zu dieser Stabilität leistete im ersten Halbjahr die Position „Veränderung von Vertragsverbindlichkeiten“, die im Vorjahr die Cashflow-Rechnung noch mit -1,5 Mio. Euro belastet hatte und nun nahezu unverändert blieb. Bei Abwesenheit größerer Investitionsaktivitäten (Investitions-Cashflow: -140 Tsd. Euro) lag der Free-Cashflow mit -3,1 Mio. Euro exakt auf Vorjahresniveau. Ebenfalls negativ war im ersten Halbjahr der Saldo aus Finanzierungstätigkeit, der sich vor allem wegen der gezahlten Leasingraten auf -0,6 Mio. Euro summierte.

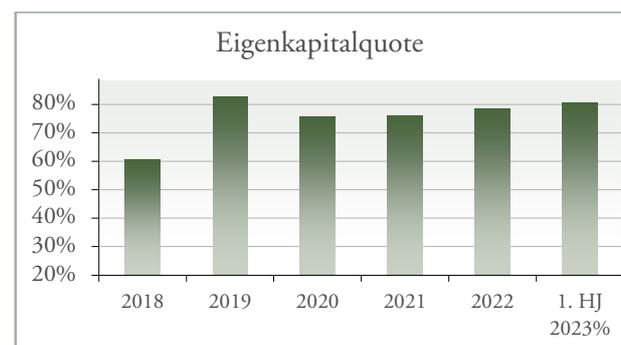
Nettoverschuldung nur leicht erhöht

In Summe führten die drei Teilsalden der Cashflow-Rechnung zu einer Abnahme der bilanziellen Liquidität

von 5,3 auf 1,5 Mio. Euro. Dass die Nettofinanzverschuldung dennoch nur moderat von 1,3 Mio. Euro zu Jahresanfang auf 2,1 Mio. Euro per Ende Juni zugelegt hat, ist der Anfang des Jahres vollzogenen Sachkapitalerhöhung zu verdanken, in deren Rahmen Verbindlichkeiten in Höhe von 3,0 Mio. Euro gegen die Ausgabe von 1,87 Mio. Aktien eingebracht wurden (zwei weitere Kapitalerhöhungen mit weiteren Liquiditätszuflüssen folgten im Juli und August, siehe unten). Zum Halbjahresstichtag beliefen sich die verbleibenden Finanzverbindlichkeiten auf 0,7 Mio. Euro (komplett langfristig), zusätzlich standen 2,9 Mio. Euro an Leasing-Verbindlichkeiten in der Bilanz. Zusammen machten diese Positionen zum 30. Juni 3,6 Mio. Euro bzw. knapp 5 Prozent der Bilanzsumme aus.

Eigenkapitalquote weiter erhöht

Durch die Sachkapitalerhöhung konnte der Rückgang des Eigenkapitals trotz des hohen Halbjahresverlustes auf 7 Prozent beschränkt werden. Mit 61,2 Mio. Euro macht es weiter den Großteil aller Passiva aus. In Relation zur Bilanzsumme, die um fast 10 Prozent auf 76,0 Mio. Euro gesunken ist, hat sich die Eigenkapitalquote seit dem Jahresanfang sogar von 78,3 auf 80,5 Prozent erhöht.



Quelle: Unternehmen

Umfangreiche immaterielle Assets

Die Aktivseite der Bilanz wird eindeutig von den immateriellen Vermögensgegenständen dominiert, die sich per Ende Juni auf 48,1 Mio. Euro bzw. 63 Prozent der Bilanzsumme beliefen. Sie resultieren größtenteils aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter im Vorfeld

des Börsengangs. Fast zwei Drittel davon (30,8 Mio. Euro) entfallen auf den Firmenwert und 17,3 Mio. Euro auf Patente, Kundenbeziehungen und erworbene Software, die zusammen zu jährlichen Abschreibungen von rund 4,4 Mio. Euro p.a. führen. Sachanlagen stehen hingegen lediglich mit 3,7 Mio. Euro in der Bilanz, wovon der größte Teil (2,5 Mio. Euro) die nach IFRS 16 aktivierten Mietverträge für Gebäude abbildet. Ein großes Gewicht in der Bilanz haben schließlich die aktivierten Vertragskosten und Vertragsvermögenswerte, die sich auf insgesamt 16,2 Mio. Euro bzw. 21 Prozent aller Assets summieren. Die aktivierten Vertragskosten in Höhe von 2,1 Mio. Euro betreffen vor allem die Vorleistungen, die im Rahmen des Orange-Vertrages vor dem Vermarktungsstart in Frankreich und in der Slowakei 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.

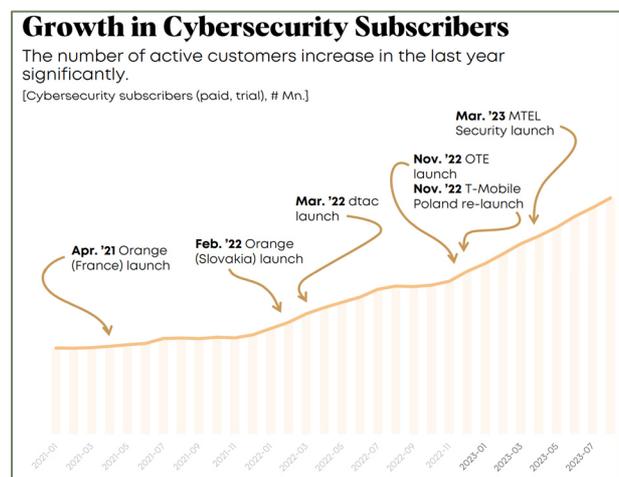
Zwei Kapitalerhöhungen platziert

Angeht der anhaltend hohen Verluste und negativer hoher Cashflows ist cyan weiter auf externe Finanzierung angewiesen, wofür im Sommer zwei Barkapitalerhöhungen durchgeführt wurden. In einem ersten Schritt wurden im Juli 0,53 Mio. Aktien zum Stückpreis von 1,90 Euro ausgegeben, nur wenige Wochen später folgte die Emission weiterer 0,78 Mio. Aktien für jeweils 1,80 Euro. Durch diese beiden Maßnahmen hat sich das Grundkapital auf 20,19 Mio. Euro erhöht, der Bruttoemissionserlös lag bei 2,4 Mio. Euro gelegen haben, so dass hierdurch nicht nur das Eigenkapital, sondern auch die Liquiditätsposition wieder gestärkt wurde.

Prognose für 2023 abgesenkt

Durch die schwache Performance des BSS/OSS-Segments im ersten Halbjahr sah sich cyan im August gezwungen, die eigene Prognose für 2023, die ein Umsatzwachstum auf 10,5 bis 13,5 Mio. Euro beinhaltet hatte, auf 8,0 bis 9,0 Mio. Euro zu reduzieren. Angesichts dessen, dass die untere Grenze der ursprüngli-

chen Zielspanne größtenteils mit dem Wachstum des Cybersecurity-Segments erreichbar sein sollte, welches sich nach Aussage im Halbjahresbericht teilweise über den Erwartungen entwickelt, ist das Ausmaß der Revision überraschend und sicherlich enttäuschend. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen die Korrektur mit dem unerwarteten Fehlen der Projekterlöse im BSS/OSS-Segment, obwohl die Vertriebs-Pipeline (siehe unten) hier ein zumindest stabiles Geschäft hätte erwarten lassen. Unverändert gelassen wurde die Formulierung bezüglich der Ergebnisentwicklung. Demnach strebt cyan für das Gesamtjahr eine Verbesserung der operativen Marge an.



Quelle: Unternehmen

Starke operative Dynamik

Die enttäuschenden Zahlen und die revidierte Prognose stehen im krassen Widerspruch zu der hohen operativen Dynamik, die das Unternehmen vor allem im Cybersecurity-Segment verzeichnet. So wächst in fast allen aktiven Kundenprojekten die Zahl der Endnutzer stark an, nach Unternehmensangaben hat sie sich in den letzten 12 Monaten mehr als verdoppelt. Wegen der üblichen kostenfreien Testzeiträume und der üblichen Verzögerung für die Abrechnungs- und Zahlungsprozesse macht sich dies allerdings erst verzögert im Umsatz bemerkbar. Besonders mit der Entwicklung in Polen, wo das Kundenwachstum seit dem Relaunch im Spätherbst 2022 sehr kräftig ist, zeigt sich cyan ausgesprochen zufrieden. Aber auch im Stammmarkt Österreich sowie in den Orange-Projekten in Frankreich und der Slowakei nehmen die Nut-

zerzahlen weiter zu. Darüber hinaus konnte in diesem Jahr bei dem bisherigen BSS/OSS-Kunden MTEL auch die Cybersecurity-Lösung platziert werden, die seit April an die MTEL-Nutzer in der DACH-Region vertrieben wird. Schließlich konnte cyan Ende September die Gewinnung einer weiteren Orange-Gesellschaft vermelden. Und zwar sollen ab dem zweiten Quartal 2024 sämtlichen 3 Mio. Orange-Kunden in Belgien die Cybersecurity-Produkte von cyan angeboten werden. Eine Wiederbelebung erwartet cyan auch für das Nutzerwachstum in Thailand, wo nach Abschluss der Fusion des Kunden dtac mit True zum größten Telekomanbieter des Landes nun die Vermarktung wieder angelaufen ist. Schließlich soll noch in diesem Jahr endlich auch der Vertriebsstart mit dem Partner Claro in Chile erfolgen, von dem sich cyan ebenfalls eine hohe Dynamik des Nutzerwachstums verspricht.

Kooperation im Versicherungsbereich

Große Erwartungen verbindet das cyan-Managements auch mit der Kooperation mit wefox, einem App-basierten, digitalen Versicherungsmakler. Im Rahmen der Zusammenarbeit soll die Cybersecurity-Lösung von cyan in einem Bundle mit Versicherungspolicen (z.B. Hausratversicherung) vertrieben und hierfür direkt in die wefox-App integriert werden. Die Kooperation ist in einem ersten Schritt auf den österreichischen Markt gerichtet, soll aber bei positiver Marktresonanz rasch auf andere von wefox adressierte Länder (Deutschland, Italien, Polen, Niederlande und die Schweiz) ausgeweitet werden.

Neuer Vorstandschef vorgestellt

Nachdem das Unternehmen im März mitgeteilt hatte, dass der damalige CEO Frank von Seth seinen zum Jahresende auslaufenden Vertrag aus privaten Gründen nicht verlängern würde, ist er nun vorzeitig per Ende August aus dem Amt ausgeschieden. Inzwischen konnte cyan mit Thomas Kicker einen Nachfolger präsentieren, der seine Tätigkeit aber erst zum 1. Januar aufnehmen wird. Bis dahin wird das Unternehmen auf Vorstandsebene allein von Markus Cserna, dem CTO, geleitet.

Umsatzschätzung deutlich abgesenkt

In Reaktion auf die schwachen Halbjahreszahlen und die deutliche Absenkung der diesjährigen Umsatzprognose seitens des Vorstands haben auch wir unsere Umsatzschätzung reduziert. Zwar hatten wir schon bisher mit einem Wert im unteren Bereich der alten Zielspanne (11,1 Mio. Euro) kalkuliert, doch auch dies scheint nun zu optimistisch gewesen zu sein. Nun gehen wir aber davon aus, dass die neue Prognose bewusst konservativ aufgestellt worden ist, und sehen das obere Ende als das wahrscheinlichere Szenario. Dementsprechend setzen wir den diesjährigen Umsatz bei 9,0 Mio. Euro an. Heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr impliziert das ein fortgesetztes dynamisches Wachstum des Cybersecurity-Segments sowie eine Erholung der BSS/OSS-Erlöse. Angesichts der auch dort wachsenden Endnutzerzahl, die vor allem in Bangladesch in den kommenden Wochen und damit früher als ursprünglich geplant zu einer Aufstockung der Lizenzen münden sollte, sehen wir diese Annahme nicht als zu gewagt, zumal sich aus der großen Vertriebspipeline zeitnah weitere Abschlüsse ergeben könnten, die dieses Jahr noch zu Vereinnahmung entsprechender Set-up-Fees führen würden. Gleichwohl liegt die neue Schätzung deutlich unter der bisherigen Erwartung, was sich auch auf die Umsatzentwicklung der Folgejahre dämpfend ausgewirkt hat. Wir haben dies zwar teilweise durch eine schwächere Degression der künftigen Wachstumsraten kompensiert, doch in Summe hat sich der gesamte Umsatzpfad nach unten verschoben. Den Zielumsatz für das Jahr 2030 sehen wir folglich nun bei knapp unter 50 Mio. Euro (bisher: 52 Mio. Euro).

Höherer Verlust und niedrigere Marge

Die geringere erwartete Umsatzbasis und die Aktualisierung der Aufwandsschätzungen haben sich deutlich auf die unterstellten Ergebniszahlen ausgewirkt. Das diesjährige EBITDA erwarten wir nun bei -8,8 Mio. Euro und damit 2,5 Mio. Euro schlechter als bisher. Bezogen auf den Umsatz entspricht das einer im Vorjahresvergleich nahezu unveränderten Marge von -98,1 Prozent, womit wir diesbezüglich etwas skeptischer sind als das Unternehmen. Bezogen auf die Folgejahre sorgen das niedrigere Umsatzniveau und die hieraus resultierenden geringeren Größendegressi-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	9,0	12,1	16,3	22,1	28,7	35,8	43,0	49,5
Umsatzwachstum		35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
EBIT-Marge	-156,8%	-100,0%	-60,5%	-27,1%	-3,2%	18,2%	20,0%	20,1%
EBIT	-14,1	-12,1	-9,9	-6,0	-0,9	6,5	8,6	9,9
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	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,5
NOPAT	-14,1	-12,1	-9,9	-5,7	-0,9	6,2	8,2	9,4
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	4,4	4,3	4,3	3,5	1,1	1,2	1,2
+ 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	-9,6	-7,7	-5,6	-1,4	2,6	7,3	9,4	10,6
- Zunahme Net Working Capital	4,2	5,1	4,1	4,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
- Investitionen AV	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Free Cashflow	-6,1	-3,4	-2,3	1,7	1,4	6,0	7,8	8,9

SMC Schätzmodell

onseffekte für eine im Vergleich mit den bisherigen Schätzungen verzögerte Aufwärtsentwicklung der Marge. Hatten wir bisher für 2026 erstmals mit einem positiven EBITDA kalkuliert, ergibt sich aus dem neuen Setting nun noch ein kleiner Fehlbetrag. Auch die Zielmarge für 2023 liegt nun mit 24 Prozent beim EBITDA bzw. 20 Prozent beim EBIT unter den früheren Werten. Wie schon bisher, läuft der Cashflow der EBITDA-Entwicklung dank der Zahlungen aus den beiden großen BSS/OSS-Verträgen aber etwas voraus, hier sehen wir bereits ab 2026 signifikante Überschüsse. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter angepasst

Die Veränderung der Umsatz-, Ertrags- und Cashflow-Schätzungen haben sich auch in der Kapitalstruktur, die sich in unserem Modell ergibt, niederschlagen. Dabei haben wir angenommen, dass cyan den noch bis 2025 bestehenden Finanzierungsbedarf nun mit Fremdkapital wird decken können. Voraussetzung dafür ist, dass der deutliche Aufwärtstrend der

Umsätze, den wir in unserem Modell unterstellen und der sich zuletzt im Cybersecurity-Segment gezeigt hat, auch für das gesamte Unternehmen deutlich erkennbar ist. Sollte es hier erneut Verzögerungen und Rückschläge geben, würde das Unternehmen sicherlich stärker auf weitere Kapitalerhöhungen zurückgreifen müssen, was sich in einer stärkeren Verwässerung des fairen Wertes niederschlagen würde. Da wir aber nun, wie gesagt, davon ausgehen, dass zukünftig eine stärkere FK-Finanzierung möglich ist, haben wir den unterstellten FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur um 5 Prozentpunkte auf 35 Prozent erhöht. Bei unveränderten Annahmen bezüglich der nach CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten (sicherer Zinssatz von 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und ein Betafaktor von 1,3), der FK-Kosten (6,0 Prozent) und des Steuersatzes für das Tax-Shield (23,0 Prozent) kalkulieren wir nun mit einem Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 8,1 Prozent (bisher: 8,4 Prozent). Etwas angepasst haben wir auch die Parameter zur Ermittlung des Terminal Value, indem wir in Reaktion auf den etwas vorsichtiger modellierten Margenanstieg den Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Detailprognosezeitraums von zuvor 20 auf nun 10 Prozent reduziert haben. Auf dieser Basis rechnen wir

anschließend unverändert mit einer „ewigen“ Cash-flow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

Neues Kursziel: 2,90 Euro

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 58,3 Mio. Euro bzw. 2,89 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 2,90 Euro ableiten (bisher: 3,60 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im An-

hang). Die deutliche Absenkung ist dem kombinierten Effekt aus den reduzierten und im zeitlichen Schema nach hinten verschobenen Schätzungen und der Verwässerung infolge der zuletzt platzierten zwei Kapitalerhöhungen geschuldet. 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

Im ersten Halbjahr 2023 hat sich bei cyan das gleiche Muster ergeben wie im Geschäftsjahr 2022. Während das Unternehmen einerseits von zahlreichen signifikanten operativen Fortschritten mit neuen Kunden, weiter fortgesetzten und abgeschlossenen Implementierungsprojekten und einer rasch steigenden Endnutzerzahl berichtet, sind die Zahlen erneut enttäuschend ausgefallen. Der Halbjahresumsatz reduzierte sich um 8 Prozent auf 3,8 Mio. Euro, der EBITDA-Verlust wurde auf -5,7 Mio. Euro ausgeweitet und das Nettoergebnis rutschte weiter auf -7,7 Mio. Euro ab.

In Reaktion auf diese Zahlen, die das Unternehmen mit dem überraschend schwachen Projektgeschäft des BSS/OSS-Segments begründet, musste cyan auch die Prognose für das laufende Jahr revidieren. Statt eines deutlichen Umsatzwachstums auf 10,5 bis 13,5 Mio. Euro rechnet das Management nun nur noch mit Erlösen zwischen 8,0 und 9,0 Mio. Euro und damit in der Nähe des Vorjahreswertes von 8,5 Mio. Euro.

Der genauere Blick auf die Zahlen offenbart allerdings, dass sich die operative Dynamik nun auch in den Erlösen zu zeigen beginnt. So konnte der Umsatz im Kerngeschäft Cybersecurity um 36 Prozent gesteigert werden und machte erstmals den größeren Anteil der Konzernerlöse aus. Da zudem 88 Prozent der im ersten Halbjahr erzielten Einnahmen wiederkehrender Natur waren, sollte auf dieser Basis ein fortgesetz-

tes Wachstum leichter zu erreichen sein. Dies umso mehr, als cyan weiterhin von einem starken Wachstum der Nutzerzahlen in beiden Segmenten berichtet und darüber hinaus gerade für das zuletzt schwächende BSS/OSS-Segment über eine vielversprechende Vertriebspipeline verfügt.

Da es dem Unternehmen zudem erneut gelungen ist, notwendiges Eigenkapital einzuwerben, und angesichts der nahezu schuldenfreien Bilanz sehen wir es in einer soliden Verfassung, um den aktuellen Kurs bis zum Breakeven durchzuhalten.

Aus diesem Grund haben wir an unseren Schätzungen strukturell nichts geändert und arbeiten weiterhin mit einem Szenario, welches für die nächsten Jahre sehr starkes Umsatz- und vor allem Ergebniswachstum unterstellt. Die konkrete Ausgestaltung haben wir aber an die schwachen Zahlen des ersten Halbjahrs und an die revidierte Prognose angepasst, woraus sich, in Verbindung mit dem Verwässerungseffekt der beiden Kapitalerhöhungen, ein von 3,60 Euro auf 2,90 Euro abgesenktes Kursziel ergeben hat.

Da dieses aber weiterhin fast ein Verdopplungspotenzial für die Aktie von cyan signalisiert, bestätigen wir unser 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 deutlich erhöht, was sich derzeit in einem starken Wachstum der Endnutzerzahl bemerkbar macht.
- Mit der wefox-Kooperation wurde ein neuer Markt außerhalb der Telekommunikation erschlossen.
- Im OSS/BSS-Segment verfügt cyan über eine vielversprechende Vertriebs-Pipeline. Sollten hieraus Abschlüsse generiert werden, könnte dies 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, in den letzten Jahren musste das Unternehmen seine Prognosen wiederholt revidieren.
- Auch die Zahlen für 2022 und für das erste Halbjahr 2023 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.
- Die anstehende Neubesetzung des CEO-Postens sorgt 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
AKTIVA									
I. AV Summe	68,9	60,1	51,6	44,2	40,9	38,5	38,6	38,8	39,0
1. Immat. VG	50,3	46,5	42,8	39,3	35,9	33,5	33,6	33,6	33,7
2. Sachanlagen	3,3	3,4	3,5	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0
II. UV Summe	15,1	14,5	14,8	15,8	13,7	15,1	21,8	25,5	28,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	65,8	57,6	45,8	35,9	29,9	28,6	35,0	38,4	40,9
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	13,6	17,2	17,1	17,5	16,8	17,2	17,6
2. Kurzfristiges FK	6,3	5,9	6,5	6,2	6,8	6,0	6,8	6,5	6,3
BILANZSUMME	84,0	74,7	66,4	59,9	54,6	53,1	59,9	63,7	66,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	8,5	9,0	12,1	16,3	22,1	28,7	35,8	43,0	49,5
Rohertrag	3,2	3,2	6,0	9,3	15,0	21,5	28,7	34,6	40,1
EBITDA	-8,4	-8,8	-6,9	-4,8	-0,9	3,4	8,5	10,6	11,9
EBIT	-14,0	-14,1	-12,1	-9,9	-6,0	-0,9	6,5	8,6	9,9
EBT	-13,5	-13,7	-11,8	-9,8	-6,4	-1,4	6,1	8,2	9,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-16,5	-13,7	-11,8	-9,8	-6,1	-1,3	5,8	7,8	9,0
JÜ	-16,5	-13,7	-11,8	-9,8	-6,1	-1,3	5,8	7,8	9,0
EPS	-1,30	-0,68	-0,58	-0,49	-0,30	-0,06	0,29	0,39	0,45

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-6,8	-4,3	-1,5	-0,6	3,1	2,9	7,6	9,6	10,8
CF aus Investition	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
CF Finanzierung	4,3	2,5	1,6	1,5	-1,2	-1,7	-1,0	-6,0	-8,3
Liquidität Jahresanfa.	8,5	5,3	2,9	2,3	2,3	3,2	3,4	8,7	10,9
Liquidität Jahresende	5,3	2,9	2,3	2,3	3,2	3,4	8,7	10,9	11,9

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	0,6%	5,0%	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
Rohermargemarge	37,8%	35,5%	49,3%	57,0%	68,2%	75,0%	80,0%	80,5%	81,0%
EBITDA-Marge	-98,3%	-98,1%	-57,0%	-29,1%	-4,1%	11,8%	23,6%	24,6%	24,2%
EBIT-Marge	-164,2%	-156,8%	-100,0%	-60,5%	-27,1%	-3,2%	18,2%	20,0%	20,1%
EBT-Marge	-158,1%	-152,6%	-97,5%	-60,3%	-29,0%	-4,7%	17,0%	19,1%	19,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-193,3%	-152,6%	-97,5%	-60,3%	-27,5%	-4,5%	16,1%	18,1%	18,3%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	
7,1%	4,22	3,87	3,58	3,33	3,11	
7,6%	3,73	3,45	3,21	3,00	2,82	
8,1%	3,32	3,09	2,89	2,71	2,56	
8,6%	2,97	2,78	2,61	2,46	2,33	
9,1%	2,68	2,51	2,37	2,24	2,13	

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 11.10.2023 um 9:32 Uhr fertiggestellt und am 11.10.2023 um 10:00 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
10.05.2023	Speculative Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
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.