

31. Mai 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

cyan AG

Konzentration aufs Kerngeschäft wirkt wie ein Befreiungsschlag

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 2,50 € | **Kursziel:** 4,20 € (zuvor: 2,90 €)

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:	52
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4SV8
Ticker:	CYR:GR
Kurs:	2,50 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	20,2 Mio. Stück
Market-Cap:	50,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	49,8 Mio. Euro
Free Float:	ca. 50 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,80 / 0,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	6,7 Tsd. Euro / Tag

BSS/OSS-Segment verkauft

Das mit Abstand wichtigste Ereignis der letzten Monate bei der cyan AG war der im Dezember vereinbarte und zum Jahreswechsel vollzogene Verkauf des BSS/OSS-Segments an die im selben Markt aktive Compax International Holding GmbH. Den Preis für den Verkauf, mit dem rund 45 Prozent der letztjährigen Erlöse, 62 Prozent der Mitarbeiter und ein vergleichbarer Anteil der Kosten den Konzern verlassen haben, beziffert das Unternehmen auf einen mittleren siebenstelligen Betrag, der sich aber in den kommenden Jahren durch Earn-out-Zahlungen noch deutlich erhöhen könnte.

Konzentration auf das Kerngeschäft

Den Schritt erklärt cyan mit mehreren Überlegungen, wobei es im Kern darum ging, die Komplexität zu reduzieren und die verfügbaren Ressourcen (Finanzmittel und Managementkapazitäten) auf das deutlich wachstumsstärkere und potenzialträchtigere Kerngeschäft Cybersecurity zu konzentrieren, in dem cyan zudem über deutlichere Wettbewerbsvorteile verfügt, als es im BSS/OSS-Segment der Fall war. Eine Rolle dürfte aber auch die Enttäuschung über die unbefriedigende Performance im letzten Jahr gespielt haben,

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	3,8	4,7	6,8	9,6	13,2	17,8
EBITDA (Mio. Euro)	-4,4	-4,5	1,0	-0,1	2,1	4,9
Jahresüberschuss	-14,7	-20,7	-1,7	-2,7	-0,4	3,9
EpS	-0,99	-1,10	-0,08	-0,12	-0,02	0,18
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-55,2%	24,0%	45,0%	40,0%	37,5%	35,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	14,26	11,50	7,93	5,66	4,12	3,05
KGV	-	-	-	-	-	13,9
KCF	-	-	-	58,8	27,0	11,9
EV / EBITDA	-	-	54,4	-	25,4	11,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

in dem der Segmentumsatz trotz einer vielversprechenden Vertriebspipeline erneut deutlich (-17 Prozent) zurückgegangen ist. Statt hier mit einem weiteren Mitteleinsatz den unsicheren Turnaround zu versuchen, wurden mit dem Verkauf Liquiditätszuflüsse erzielt, mit denen die Weiterentwicklung des Kerngeschäfts bis zum EBITDA-Breakeven weitestgehend finanziert sein dürfte. Diesen strebt cyan (auf Monatsbasis) für den kommenden Dezember an, dementsprechend hat die Gesellschaft im Geschäftsbericht angekündigt, für den operativen Betrieb keine weitere Kapitalerhöhung zu planen.

Vergangene Abschlüsse angepasst

Durch den Verkauf wurde das BSS/OSS-Segment im letztjährigen Abschluss als „Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte“ (Bilanz) bzw. als „aufgegebener Geschäftsbereich“ (GuV) abgegrenzt. Auch die Vorjahresangaben wurden entsprechend angepasst, darüber hinaus wurden an den Abschlüssen für 2021 und 2022 Korrekturen vorgenommen und im Wesentlichen die Ansätze für die aktivierten Vertragskosten, Firmenwerte und andere immaterielle Vermögenswerte teils deutlich abgesenkt. Diese Korrekturen betrafen ausschließlich den veräußerten Geschäftsbereich, in dem auch 2023 ein hoher Wertminderungsaufwand erfasst wurde (siehe unten).

Starkes Wachstum im Kerngeschäft

Bezogen auf den fortgeführten Geschäftsbereich Cybersecurity war das letzte Geschäftsjahr von einem starken Umsatzwachstum um 24 Prozent auf 4,7 Mio. Euro gekennzeichnet, das auf einer Zunahme der Endkundenzahl um 71 Prozent beruhte. Die Differenz zwischen dem Endkundenwachstum und dem Umsatzwachstum erklärt sich einerseits durch höhere Projekterlöse im zweiten Halbjahr 2022, die wiederkehrenden Erlöse allein konnten hingegen um 41 Prozent gesteigert werden und machten 2023 93 Prozent des Umsatzes aus. Andererseits ist die Kundenzahl erst schrittweise im Jahresverlauf angewachsen, weswegen die meisten neuen Endkunden nur anteilig zum Jahresumsatz beigetragen haben. Die tatsächliche Dynamik wird deswegen zutreffender durch die Entwicklung der monatlichen wiederkehrenden Erlöse abgebildet. Diese lagen im Dezember 2023 mit 453 Tsd.

Euro bereits um 54 Prozent über dem Vorjahreswert. Ein wichtiger Wachstumstreiber war letztes Jahr das Geschäft in Polen, wo ein Relaunch mit dem Kunden T-Mobile Polen eine starke Dynamik entfacht hat, sowie mit dem Kunden MTEL, der in der gesamten DACH-Region die Cybersecurity-Produkte von cyan in seinen Tarifen integriert hat. Der geographische Umsatzschwerpunkt war 2023 Österreich, wo mit knapp 3,0 Mio. Euro (+12 Prozent) 63 Prozent der Erlöse (davon ein Großteil mit dem ältesten Kunden Magenta Österreich, allerdings mit einem wachsenden MTEL-Anteil) erzielt wurden. Weitere 30 Prozent stammten aus dem restlichen Europa (Polen, Frankreich, Slowakei, Schweiz, Griechenland), dessen Beitrag um 58 Prozent gewachsen ist. Noch stärker, wenn auch auf einem deutlich niedrigeren Niveau, war der Anstieg in Thailand, wo cyan die Erlöse auf 0,3 Mio. Euro verdreifachen konnte.

Stabile Kosten

Die wachsenden Erlöse konnte cyan mit in Summe weitgehend stabilen Kosten kombinieren. Dabei hat sich der Materialaufwand durch einen stärkeren Rückgriff auf fremde Projektkapazitäten deutlich, um 43 Prozent, auf 1,3 Mio. Euro erhöht, was aber durch Einsparungen bei den SBA (von 3,4 auf 3,0 Mio. Euro) kompensiert werden konnte. Diese resultierten vor allem aus niedrigeren Kosten für die Personalgewinnung, Beratung und Werbung. Die mit Abstand wichtigste Aufwandsposition, der Personalaufwand, legte mit knapp 3 Prozent auf 5,2 Mio. Euro nur moderat zu.

EBITDA von Sondereffekt belastet

Dass das EBITDA dennoch nicht verbessert werden konnte und sich mit -4,5 Mio. Euro sogar minimal verschlechterte (Vorjahr: -4,4 Mio. Euro), lag an einer Forderungsabschreibung, die das Ergebnis mit fast 0,6 Mio. Euro belastet hat. Diese resultierte aus dem Verzicht auf eine alte Forderung gegenüber einem Bestandskunden, mit dem cyan nach eigenen Angaben aber den Weg für eine deutlich attraktivere Vereinbarung, die sich bereits spürbar auszahlt, ebnet konnte. Darüber hinaus hat sich der Beitrag der sonstigen betrieblichen Erträge, die im Vorjahr von der Ausbuchung einer Leasing-Verbindlichkeit profitiert hatten,

um fast ein Drittel auf 0,8 Mio. Euro, die fast ausschließlich Erträge aus Zuschüssen und Forschungsprämien abbilden, ermäßigt.

Geschäftszahlen	GJ 2022	GJ 2023	Änderung
Umsatz	3,80	4,72	+24,0%
EBITDA	-4,36	-4,47	-
EBITDA-Marge	-114,8%	-94,8%	
EBIT	-7,01	-7,01	-
EBIT-Marge	-184,3%	-148,6%	
EBT	-7,10	-7,04	-
EBT-Marge	-186,7%	-149,3%	
Jahresüberschuss*	-9,99	-5,31	-
Netto-Marge	-262,8%	-112,6%	
Konzernergebnis**	-14,72	-20,72	-
Free-Cashflow	-7,42	-4,51	-

Mio. Euro und Prozent; *fortgeführte Aktivitäten; **inkl. aufgegebenen Bereiche; Quelle: Unternehmen

Positiver Steuereffekt

Bei geringfügig niedrigeren Abschreibungen von 2,5 Mio. Euro blieb das EBIT im Vorjahresvergleich unverändert bei -7,0 Mio. Euro. Da sich das Finanzergebnis auf lediglich -30 Tsd. Euro belaufen hat, lag auch das EBT auf dieser Höhe und blieb damit im Vorjahresvergleich nahezu unverändert. Eine deutliche Änderung, und zwar eine Verbesserung, gab es hingegen beim Nettoergebnis, das von der Aktivierung von Verlustvorräten profitierte, die sich in einem Steuerergebnis von +1,7 Mio. Euro niederschlagen haben. Im Vorjahr war hier hingegen eine Belastung von 3,0 Mio. Euro angefallen, so dass sich die Verbesserung auf 4,6 Mio. Euro summierte und in etwa zu einer Halbierung des Nettoverlusts von -10,0 auf -5,3 Mio. Euro führte. Dies betrifft allerdings nur die fortgeführten Geschäftsbereiche. Unter Hinzurechnung des Ergebnisbeitrags des Segments BSS/OSS, das sich vor allem, aber bei Weitem nicht nur, aufgrund der Wertminderungen im Zuge des Verkaufs von -4,7 auf -15,4 Mio. Euro verschlechtert hat, betrug das letztjährige Ergebnis nach Steuern -20,7 Mio. Euro, nach -14,7 Mio. Euro im Jahr 2022.

Free-Cashflow verbessert, aber noch negativ

Ebenfalls verbessert, aber noch deutlich negativ, ist 2023 der operative Cashflow ausgefallen, der -4,1 Mio. Euro betrug (Vorjahr: -6,9 Mio. Euro). Die wichtigste Veränderung abseits des Ergebnisses und der Korrektur um die nicht liquiditätswirksamen Wertanpassungen im BSS/OSS-Segment (die Cashflow-Rechnung wurde einheitlich für den gesamten Konzern berichtet) war die Veränderung der operativen Verbindlichkeiten, welche die Cashflow-Rechnung 2022 noch mit 1,4 Mio. Euro be- und nun mit 2,1 Mio. Euro entlastet hat. Darin spiegelt sich der Eingang der ersten Rate (2,0 Mio. Euro) des Verkaufspreises des BSS/OSS-Segments noch vor dem Verkaufsstichtag wider, die deswegen als Anzahlung unter sonstigen Verbindlichkeiten verbucht wurde. Bei einem Investitions-Cashflow von -0,5 Mio. Euro (Vorjahr: -0,6 Mio. Euro) lag der Free-Cashflow bei -4,5 Mio. Euro. Finanziert wurde er teils aus der vorhandenen Liquidität, die sich hierdurch von 5,4 auf 3,8 Mio. Euro (hiervon 2,9 Mio. Euro in fortgeführten Geschäftsbereichen) reduzierte, und teilweise durch Zuflüsse aus Finanzierungsaktivitäten, die sich abzüglich der Zahlungen für Zinsen, Tilgung und Leasing auf 2,9 Mio. Euro summierten. Hierbei hat cyan im Sommer zwei Kapitalerhöhungen mit einem Zufluss von 2,4 Mio. Euro durchgeführt und im Dezember eine Wandelanleihe im Volumen von 1,5 Mio. Euro emittiert. Diese hat eine Laufzeit bis Ende 2024 und beinhaltet für cyan die Option einer Pflichtwandlung. Da das Unternehmen diese Option ausüben will, wird die Wandelanleihe bereits jetzt dem Eigenkapital zugeschlagen.

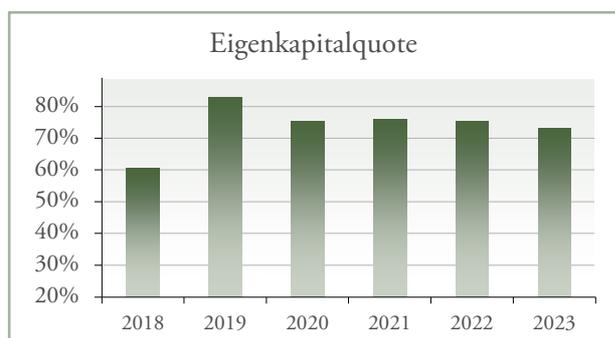
Nettoliquidität in der Bilanz

Die bilanzielle Liquidität (ohne den aufgegebenen Bereich) reduzierte sich 2023 von 5,4 auf 2,9 Mio. Euro. Da aber die Finanzverbindlichkeiten (inkl. der Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 1,4 Mio. Euro) zugleich um zwei Drittel (vor allem wegen der Anfang 2023 vollzogenen Sachkapitalerhöhung durch die Einbringung von Verbindlichkeiten in Höhe von 3,0 Mio. Euro) auf 2,2 Mio. Euro gesunken sind, zeigte

die Bilanz per Ende Dezember erstmalig eine Nettoliquidität von 0,7 Mio. Euro.

Hohe, stabile Eigenkapitalquote

Durch den hohen Verlust des Gesamtkonzerns hat sich das Eigenkapital um 30 Prozent auf 32,0 Mio. Euro reduziert. Da aber auch die Bilanzsumme um 28 Prozent auf 43,7 Mio. Euro gesunken ist, ging die Eigenkapitalquote lediglich um 2,2 Prozentpunkte auf 73,2 Prozent zurück, womit sie weiterhin auf einem hohen Niveau verbleibt. Die zweitgrößte Position auf der Passivseite waren zum 31. Dezember mit 4,7 Mio. Euro die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten, wovon allein 2,0 Mio. Euro auf die noch vor dem Stichtag erhaltene erste Rate des Verkaufspreises des BSS/OSS-Segments entfielen. Dahinter folgten mit 3,5 Mio. Euro die „Schulden in direktem Zusammenhang mit zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten“ und mit 1,4 Mio. Euro die Leasing-Verbindlichkeiten.



Quelle: Unternehmen

Vermögensstruktur deutlich vereinfacht

Durch den Verkauf des BSS/OSS-Segments sowie durch die in diesem Zusammenhang vorgenommenen Bilanzkorrekturen hat sich die Vermögensstruktur deutlich vereinfacht. Die aktivierten Vertragskosten und die langfristigen Vertragsvermögenswerte sind nun vollständig eliminiert worden, die kurzfristigen Vertragsvermögenswerte haben sich von 4,2 auf 0,5 Mio. Euro massiv ermäßigt. Unverändert spielen aber immer noch die immateriellen Vermögenswerte eine dominante Rolle. Sie resultieren größtenteils aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter im Vorfeld des Börsengangs und machten per Ende Dezember mit 28,1

Mio. Euro 64 Prozent aller Assets aus. Allein auf den Firmenwert entfallen 21,8 Mio. Euro. Patente, Kundenbeziehungen sowie erworbene und selbst erstellte Software machten zusammen 6,3 Mio. Euro aus und führen zu jährlichen Abschreibungen von rund 2,2 Mio. Euro. Sachanlagen stehen hingegen lediglich mit 2,1 Mio. Euro in der Bilanz, wovon der größte Teil die nach IFRS 16 aktivierten Mietverträge für Gebäude abbildet. Das Umlaufvermögen summierte sich zum Jahreswechsel auf 6,9 Mio. Euro, wovon 2,9 Mio. Euro auf die Liquidität, 2,5 Mio. Euro auf sonstige Forderungen und Vermögenswerte und 1,0 Mio. Euro auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen entfielen. Mit 6,6 Mio. Euro stellen schließlich die „Zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte“ 15 Prozent der Bilanzsumme dar.

Starkes Wachstum angekündigt

Für das laufende Jahr strebt cyan ein Umsatzwachstum auf 6,6 bis 7,4 Mio. Euro an, was verglichen mit dem Niveau aus 2023 einem Anstieg um 40 bis 57 Prozent entspricht. Auf der Grundlage, dass allein schon die per Ende Dezember berichteten wiederkehrenden monatlichen Erlöse in Höhe von 0,45 Mio. Euro sich zu einem Jahresumsatz von 5,4 Mio. Euro addieren, erscheint dies nicht zu ehrgeizig, zumal das Unternehmen von einem anhaltend starken Wachstum der Endkundenzahl auch im bisherigen Verlauf 2024 berichtet. Zudem stehen in den nächsten Monaten Vertriebsstarts für weitere Märkte an bzw. sind kürzlich erfolgt. Insbesondere hat cyan im März den Abschluss mit Orange Spanien gemeldet. Der Abschluss, mit dem bereits die vierte Landesgesellschaft von Orange als Kunde gewonnen werden konnte, umfasst das Angebot von netzwerkintegrierten und von endgerätbasierten Produkten für mobile Geräte sowohl für Geschäfts- als auch für Privatkunden, womit 17,1 Mio. weitere Endnutzer adressiert werden können. Nach Angaben von cyan ist der Marktstart für das Angebot hier bereits erfolgt, während er für Orange Belgien (dieser Abschluss wurde bereits im Sommer 2023 mitgeteilt) und für Claro Chile bald vollzogen werden soll. Ebenfalls noch in diesem Jahr soll ein erstes Produkt in Kooperation mit einem Versicherungspartner gelauncht werden. Am weitesten sind die Vorbereitungen diesbezüglich mit we-

fox Österreich, hier konnte Allianz Partners für eine erste Kooperation gewonnen werden. Nach Aussage von cyan schreitet das Projekt ungeachtet der finanziellen Probleme der wefox-Obergesellschaft bisher ungestört voran.

Positives EBITDA wahrscheinlich

Das starke Umsatzwachstum will cyan mit stabilen Kosten kombinieren und auf dieser Basis das EBITDA deutlich verbessern. Unter Berücksichtigung des Verkaufspreises des BSS/OSS-Segments, dessen Liquiditätswirkung sich zwar entsprechend den Zahlungsmodalitäten in zwei Raten auf 2023 und 2025 verteilt, die Ertragswirkung aber in voller Höhe von 3,1 Mio. Euro dieses Jahr anfällt, dürfte das EBITDA sogar ins Plus drehen.

Schätzmodell umgebaut

Mit den Abschlusszahlen für 2023, die sich auf Konzernebene (also inkl. des BSS/OSS-Segments) auf 8,6 Mio. Euro Umsatz und -8,4 Mio. Euro EBITDA (ohne Sondereffekte aus Bilanzkorrekturen) beliefen, wurden unsere Schätzungen umsatzseitig (9,0 Mio. Euro) unterschritten, aber ergebnisseitig (-8,8 Mio. Euro) übertroffen. Bezogen auf die fortgeführten Aktivitäten hat sich der Umsatz etwas schwächer entwickelt, als wir es im Oktober unterstellt hatten, wobei die Abweichung vor allem auf die größere Bedeutung der nicht wiederkehrenden Projekterlöse Ende 2022, die wir unterschätzt hatten, zurückzuführen ist. Insgesamt sehen wir das Segment aber weiter im Rahmen unserer Erwartungen. Dass wir das Bewertungsmodell dennoch umbauen mussten, ist dem Verkauf des BSS/OSS-Segments geschuldet.

Umsatzverdopplung in zwei Jahren

Die Umstellung bedeutet, dass sich die Umsatzbasis gegenüber unseren bisherigen Schätzungen zwar einmalig nach unten verschiebt, wir dafür aber in den Folgejahren mit höheren Wachstumsraten rechnen. Konkret erwarten wir für 2024 Erlöse von 6,8 Mio. Euro und damit einen Wert im unteren Bereich des von cyan publizierten Zielkorridors. Für 2025 unterstellen wir weiteres Wachstum um 40 Prozent auf 9,6 Mio. Euro, womit sich der Umsatz gegenüber 2023 in

nur zwei Jahren verdoppeln würde. Auch für die Folgejahre trauen wir cyan hohe Wachstumsraten von anfänglich 37,5 Prozent zu, die wir aber aus Vorsicht in relativ großen Schritten rasch abschmelzen lassen. In absoluten Zahlen steigen die jährlichen Zuwächse aber bis zum Ende des Jahrzehnts. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2031 kalkulieren wir mit einem Umsatz von rund 40 Mio. Euro.

Sehr hohe Zielmarge erreichbar

Bezüglich des diesjährigen EBITDA kalkulieren wir mit einem positiven Wert von 1,0 Mio. Euro, worin aber ein sonstiger betrieblicher Ertrag aus dem Verkauf des BSS/OSS-Segments in Höhe von 3,1 Mio. Euro enthalten ist. Ohne diesen einmaligen (und 2024 nicht liquiditätswirksamen) Effekt rechnen wir somit mit einem EBITDA-Fehlbetrag von -2,1 Mio. Euro, was gegenüber dem operativen Verlust im Jahr 2023 (also ohne die Wertberichtigung der Forderung) einer Verbesserung um 1,8 Mio. Euro entspricht. Eine vergleichbare Verbesserung erwarten wir auch für das Jahr 2025, für das wir mit einem Breakeven auf der EBITDA-Ebene kalkulieren. Anschließend rechnen wir mit stark steigenden Margen, bis 2032 halten wir eine EBITDA-Marge von knapp 40 Prozent für erreichbar. Da bis dahin die planmäßigen Abschreibungen auf die immateriellen Vermögenswerte aus früheren Akquisitionen ausgelaufen sein werden und da cyan für das Geschäftsmodell weder hohe Sachanlageninvestitionen tätigen muss noch die Softwareentwicklung aktiveren will, werden die Abschreibungen deutlich an Gewicht verlieren, so dass sich die EBIT-Marge der EBITDA-Marge im Zeitablauf annähern und 2031 bei knapp 38 Prozent liegen wird. Dass wir cyan diese hohe Profitabilität zutrauen, liegt an dem hochgradig skalierbaren Geschäftsmodell mit einem sehr hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen. Voraussetzung für diese hohen Margen ist aber das unterstellte starke Umsatzwachstum, welches die Skaleneffekte erst ermöglichen muss. Auch für das Nachsteuerergebnis für das wir wegen der Abschreibungen noch bis 2026 mit negativen Werten rechnen (die Schätzung für 2024 liegt bei -1,7 Mio. Euro), halten wir wegen der vorhandenen Verlustvorträge bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums hohe Margen oberhalb von 30 Prozent für erreichbar. Die

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	6,8	9,6	13,2	17,8	23,1	28,9	34,7	39,9
Umsatzwachstum		40,0%	37,5%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
EBIT-Marge	-24,4%	-27,5%	-2,9%	23,0%	32,3%	35,8%	37,8%	37,8%
EBIT	-1,7	-2,6	-0,4	4,1	7,5	10,3	13,1	15,1
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	0,4	0,5	0,7	0,8
NOPAT	-1,7	-2,6	-0,4	3,9	7,1	9,8	12,4	14,3
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	2,3	2,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	0,7	-0,3	1,9	4,4	7,4	10,1	12,8	14,7
- Zunahme Net Working Capital	-2,0	3,1	-1,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cashflow	-1,5	2,5	0,4	4,0	6,9	9,5	12,1	13,9

SMC Schätzmodell

aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2024 bis 2031 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter angepasst

Die Veräußerung des BSS/OSS-Segments hat sich auch auf einige Rahmenparameter des Modells ausgewirkt. Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten nach CAPM tragen wir dem deutlich reduzierten Gewicht des Projektgeschäfts zugunsten der wiederkehrenden Erlöse durch eine Absenkung des Beta-Faktors von 1,3 auf 1,2 Rechnung. Dass wir diesen nicht noch weiter reduziert haben, was angesichts des Geschäftsmodells möglich gewesen wäre, liegt an der bisherigen Entwicklung des Geschäfts, die von vielen Verzögerungen geprägt gewesen ist. Sollte cyan nun auf einen nachhaltig deutlich stetigeren Kurs einschwenken, sehen wir hier aber Spielraum für eine weitere Absenkung des Betafaktors. Bei unveränderten Annahmen bezüglich der Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und des sicheren Zinssatzes (2,5 Prozent) liegen die Eigenkapitalkosten nun bei 9,5 Prozent (bisher: 10,0 Prozent). Verändert hat sich auch die Zielkapitalstruktur,

die wir nach dem BSS/OSS-Verkauf von zuvor 35 Prozent FK-Anteil auf nun 20 Prozent angepasst haben. Bei unveränderten Annahmen bezüglich der FK-Kosten (6,0 Prozent) und des Steuersatzes für das Tax-Shield (23,0 Prozent) kalkulieren wir nun mit einem Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 8,5 Prozent (bisher: 8,4 Prozent). Etwas angepasst haben wir auch die Parameter zur Ermittlung des Terminal Value, indem wir die unterstellten hohen Wachstumsraten und Margen mit einer Erhöhung des Sicherheitsabschlages auf die Ziel-EBIT-Marge des Detailprognosezeitraums von zuvor 10 auf nun 25 Prozent flankiert haben. Auf dieser Basis rechnen wir anschließend unverändert mit einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

Neues Kursziel: 4,20 Euro

Die Kombination aus den veränderten Schätzungen und dem Mittelzufluss aus dem BSS/OSS-Verkauf (statt weiterer Verluste) einerseits und dem starken Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2024 andererseits haben den von uns ermittelten fairen Marktwert des Eigenkapitals von zuvor 58,3 auf 90,6 Mio. Euro steigen lassen. Je Aktie entspricht das 4,18 Euro, woraus wir das neue

Kursziel von 4,20 Euro ableiten (bisher: 2,90 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Dabei sind die zusätzlichen 1,5 Mio. Aktien aus der De-facto-Pflichtwandelanleihe bereits

berücksichtigt. 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

Das einschneidendste Ereignis der letzten Monate war bei der cyan AG der Verkauf des BSS/OSS-Segments, mit dem fast der halbe Umsatz und rund 60 Prozent der Mitarbeiter die Gruppe verlassen haben. Das Unternehmen konnte dadurch die Komplexität und die Kosten entscheidend reduzieren und kann seine Ressourcen fortan auf das potenzialträchtigere Cybersecurity-Geschäft konzentrieren.

In diesem Geschäft hat cyan 2023 deutliche Zuwächse erzielt. Das Umsatzwachstum belief sich zwar lediglich auf 24 Prozent (auf 4,7 Mio. Euro), doch die Zahl der zahlenden Endkunden, der die Erlöse mit einem Zeitversatz folgen, legte um 71 Prozent zu. Auch die jährlich wiederkehrenden Erlöse (ARR) lagen im Dezember mit 453 Tsd. Euro pro Monat um 54 Prozent über Vorjahr. Da das Unternehmen zudem auch für die ersten Monate 2024 von einem fortgesetzten Kundenwachstum berichtet und darüber hinaus für dieses Jahr weitere Vertriebsstarts anstehen, erscheint die Prognose, 2024 zwischen 6,6 und 7,4 Mio. Euro zu Erlösen, nicht zu ehrgeizig.

Operativ dürfte dies noch nicht ausreichen, um ins Plus zu kommen. Da allerdings in diesem Jahr der Verkaufspreis des BSS/OSS-Segments in Höhe von

3,1 Mio. Euro ertragswirksam wird, rechnen wir mit einem positiven EBITDA in Höhe von 1,0 Mio. Euro, dem 2025 ein ausgeglichener Wert und ab 2026 zunehmende Überschüsse folgen sollten.

Insgesamt sehen wir ein Szenario mit deutlich steigenden, wiederkehrenden Erlösen, die starke Skaleneffekte und damit hohe Margen bis in den hohen 30er Prozentbereich ermöglichen sollten, als realistisch an und haben auf dieser Basis ein neues Kursziel von 4,20 Euro abgeleitet (bisher: 2,90 Euro).

Damit sehen wir für die Aktie, die sich unserem alten Kursziel inzwischen deutlich angenähert hat, ein hohes Aufwärtspotenzial von rund zwei Dritteln, auf dessen Basis wir das Urteil „Speculative Buy“ bestätigen. Das spekulative Element ist insbesondere den in der Vergangenheit wiederholt verfehlten Prognosen geschuldet. Sollte die Geschäftsentwicklung unter der neuen Führung nun tatsächlich stetiger und berechenbarer werden und die Prognose treue zunehmen, sehen wir hier durchaus Spielraum für eine Revision der Risikoeinschätzung, weil das Geschäftsmodell auf wiederkehrenden, gut planbaren Einnahmen beruht.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Eine etablierte Marktstellung als Anbieter technologisch führender Produkte für Cybersecurity.
- 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.
- Nettoliquidität und hohe Eigenkapitalquote.
- Durch den Verkauf des BSS/OSS-Segments wurde die Bilanz deutlich bereinigt und vereinfacht.

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 Kunden deutlich erhöht, was sich derzeit in einem starken Wachstum der Endnutzerzahl bemerkbar macht.
- Mit der wefox-Kooperation, für die nun Allianz als Partner gewonnen wurde, soll der Versicherungsmarkt neu erschlossen werden.
- Mit OnNet Core wurde eine schlanke Produktversion vorgestellt, die weniger Integrationsaufwand erfordert und die Adressierung anderer Kundengruppen ermöglicht.
- Durch die Verbuchung des BSS/OSS-Verkaufspreises könnte das EBITDA schon dieses Jahr positiv ausfallen.

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.
- Der Telekommunikationsmarkt weist aus cyan-Sicht auf Kundenseite eine hohe Konzentration auf.
- Das Geschäft ist von langen Sales-, Anbahnungs- und Implementierungsphasen geprägt.
- Das Vertrauen der Anleger hat in der Vergangenheit unter den verfehlten Wachstumszielen und einem teilweise unglücklichen Erwartungsmanagement gelitten.

Risiken

- Die Buchungen der Sicherheitslösung durch die Endnutzer der cyan-Kunden könnten langsamer und/oder schwächer wachsen als erwartet.
- Der Wegfall eines der großen Cybersecurity-Kunden würde einen großen Rückschlag darstellen.
- Verzögerungen des Breakeven könnten weitere Kapitalmaßnahmen erfordern.
- Die Pläne, auch Märkte außerhalb der Telekommunikation zu adressieren, könnten die Erwartungen verfehlen.
- Die wefox-Partnerschaft könnte von den Problemen der wefox-Muttergesellschaft belastet werden.
- Auf dem komplexen und hochdynamischen Gebiet Cybersecurity könnten cyan-Produkte technologisch ins Hintertreffen geraten.
- Das hohe bilanzielle Gewicht immaterieller Assets könnte im Krisenfall eine situationsverschärfende Wirkung haben.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	30,2	28,0	25,9	23,9	23,7	23,7	23,8	23,8	23,9
1. Immat. VG	28,1	26,1	24,1	22,2	22,0	22,1	22,1	22,2	22,2
2. Sachanlagen	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7
II. UV Summe	6,9	5,7	8,5	9,3	13,8	21,4	31,8	45,0	60,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	32,0	30,3	27,6	27,3	31,2	38,4	48,5	61,4	76,3
II. Rückstellungen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	2,7	2,9	3,2	2,4	2,7	1,9	2,2	2,4	2,7
2. Kurzfristiges FK	9,0	0,3	3,4	3,3	3,4	4,4	4,5	4,6	4,8
BILANZSUMME	43,7	33,7	34,4	33,3	37,5	45,1	55,6	68,9	84,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	4,7	6,8	9,6	13,2	17,8	23,1	28,9	34,7	39,9
Rohertrag	3,5	5,5	7,9	10,9	14,9	19,5	24,6	29,8	34,6
EBITDA	-4,5	1,0	-0,1	2,1	4,9	8,0	10,9	13,7	15,7
EBIT	-7,0	-1,7	-2,6	-0,4	4,1	7,5	10,3	13,1	15,1
EBT	-7,0	-1,7	-2,7	-0,3	4,1	7,6	10,6	13,6	15,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	-20,7	-1,7	-2,7	-0,3	3,9	7,2	10,1	12,9	15,0
JÜ	-20,7	-1,7	-2,7	-0,3	3,9	7,2	10,1	12,9	15,0
EPS	-1,10	-0,08	-0,12	-0,02	0,18	0,33	0,46	0,59	0,69

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-4,0	-1,1	3,0	1,0	4,6	7,6	10,4	13,2	15,3
CF aus Investition	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
CF Finanzierung	2,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Liquidität Jahresanfa.	5,3	2,9	1,3	3,7	4,1	8,1	15,1	24,8	37,3
Liquidität Jahresende	3,8	1,3	3,7	4,1	8,1	15,1	24,8	37,3	51,8

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	24,0%	45,0%	40,0%	37,5%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
Rohermargemarge	73,2%	79,9%	82,0%	82,9%	83,8%	84,6%	85,3%	86,1%	86,8%
EBITDA-Marge	-94,8%	14,4%	-0,7%	16,0%	27,5%	34,8%	37,8%	39,5%	39,3%
EBIT-Marge	-148,6%	-24,4%	-27,5%	-2,9%	23,0%	32,3%	35,8%	37,8%	37,8%
EBT-Marge	-149,3%	-24,8%	-27,8%	-2,6%	23,2%	32,8%	36,7%	39,1%	39,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-439,2%	-24,8%	-27,8%	-2,6%	22,1%	31,2%	34,8%	37,2%	37,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	
7,5%	5,59	5,24	4,94	4,69	4,47	
8,0%	5,06	4,78	4,53	4,32	4,13	
8,5%	4,62	4,38	4,18	4,00	3,84	
9,0%	4,24	4,04	3,87	3,72	3,58	
9,5%	3,91	3,75	3,60	3,47	3,35	

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 31.05.2024 um 7:50 Uhr fertiggestellt und am 31.05.2024 um 8:15 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/impresum/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
11.10.2023	Speculative Buy	2,90 Euro	1), 3), 4)
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.