

02. Oktober 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

cyan AG

Starke Aufwärtsdynamik bei Umsatz, Ergebnis und Cashflow

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 2,22 € | **Kursziel:** 4,40 € (zuvor: 4,20 €)

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:	40
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4SV8
Ticker:	CYR:GR
Kurs:	2,22 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	20,2 Mio. Stück
Market-Cap:	44,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	45,5 Mio. Euro
Free Float:	ca. 50 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,80 / 0,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	6,2 Tsd. Euro / Tag

56 Prozent Umsatzwachstum

Im ersten Halbjahr 2024 hat cyan 3,2 Mio. Euro umgesetzt und ist damit in seinem Kerngeschäft Cybersecurity, auf welches sich die Gesellschaft seit dem Verkauf des BSS/OSS-Segments ausschließlich fokussiert, um 56 Prozent gewachsen. Auch das konsequente Wachstum gegenüber dem zweiten Halbjahr 2023 war mit 21 Prozent beachtlich. Als Wachstumstreiber bezeichnet der Vorstand die stetige Zunahme der Zahl der Endnutzer sowie den erfolgreichen Vermarktungsstart in Spanien, wo bereits die dritte Landesgesellschaft des Orange-Konzerns als Kunde gewonnen werden konnte, die fortan die Sicherheitslösungen von cyan ihren Business- und Privatkunden anbietet. Darüber hinaus konnten Projekterlöse aus der Vorbereitung des in Kürze anstehenden Vermarktungsstarts für Orange Belgien generiert werden.

Geographische Umsatzbasis wird breiter

Doch der Löwenanteil der Umsätze war wiederkehrender Natur, den entsprechenden Umsatzanteil beziffert das Unternehmen auf 95 Prozent. In geographischer Hinsicht dominiert noch immer der österreichische Markt, wo cyan 1,8 Mio. Euro und damit

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	-1,7	0,3	2,6	5,4
Jahresüberschuss	-14,7	-20,7	-4,3	-2,2	0,1	4,4
EpS	-0,99	-1,10	-0,20	-0,10	0,01	0,20
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	-	-	-	-	-	3180,2%
KUV	12,66	10,21	7,04	5,03	3,66	2,71
KGV	-	-	-	-	362,5	11,1
KCF	-	-	-	22,4	34,8	9,5
EV / EBITDA	-	-	-	149,2	19,1	9,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

mehr als die Hälfte der gesamten Umsätze erzielt hat. Diese stammen größtenteils aus dem Geschäft mit Magenta, dem ältesten Cybersecurity-Kunden, darüber hinaus hat sich laut cyan aber auch das österreichische Geschäft mit MTEL gut entwickelt. Das starke Wachstum stammt aber aus anderen Märkten. Neben den oben erwähnten Zuwächsen in Spanien zeigt sich cyan auf Nachfrage vor allem mit der Dynamik in Polen und Griechenland sehr zufrieden. Die Gesamtumsätze der Region EMEA außerhalb von Österreich legten dementsprechend von 0,5 Mio. Euro im Vorjahr auf 1,3 Mio. Euro zu.

Moderates Kostenwachstum

Die steigenden Erlöse konnte cyan mit einem nur moderaten Kostenwachstum kombinieren, wobei sich insbesondere der um 2 Prozent auf knapp 2,7 Mio. Euro rückläufige Personalaufwand dämpfend ausgewirkt hat. Hier profitierte cyan von einem leichten Personalabbau mittels der natürlichen Fluktuation, wodurch der hohe Anstieg des Kollektivvertrags (+7,25 Prozent) sogar leicht überkompensiert werden konnte. Spürbar erhöht, aber in Relation zum Umsatz nur unterproportional, haben sich der Materialaufwand und die SBA, die um 15 resp. 14 Prozent zugelegt haben (auf 0,7 resp. 1,4 Mio. Euro). Den Anstieg des Materialaufwands erklärt cyan auf Nachfrage mit den derzeit laufenden Implementierungsprojekten, während die Zunahme des SBA vor allem auf höhere Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit dem Verkauf des BSS/OSS-Segments zurückzuführen ist. Gegenüber dem zweiten Halbjahr 2023 konnten die Kosten in Summe um 5 Prozent gesenkt werden.

EBITDA-Verlust fast halbiert

Die hohe Umsatzdynamik und die nur verhaltene Kostenentwicklung haben eine deutliche Ergebnisverbesserung ermöglicht. Das EBITDA blieb zwar noch erwartungsgemäß deutlich negativ, doch konnte der Fehlbetrag mit -1,1 Mio. Euro um 43 Prozent reduziert werden. Die EBITDA-Marge verbesserte sich infolgedessen von -96,6 auf -35,5 Prozent. Bei unveränderten Abschreibungen in Höhe von 1,3 Mio. Euro, die fast ausschließlich die Kaufpreisbestandteile aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter im Vorfeld des Bör-

sengangs betreffen, lag das EBIT der ersten sechs Monate bei -2,4 Mio. Euro, nach -3,3 Mio. Euro ein Jahr zuvor.

Geschäftszahlen	HJ 2023	HJ 2024	Änderung
Umsatz	2,07	3,21	+55,5%
EBITDA	-1,99	-1,14	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>-96,6%</i>	<i>-35,5%</i>	
EBIT	-3,26	-2,41	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-158,0%</i>	<i>-75,1%</i>	
EBT	-3,27	-2,42	-
<i>EBT-Marge</i>	<i>-158,4%</i>	<i>-75,3%</i>	
Jahresüberschuss*	-2,91	-2,07	-
<i>Netto-Marge</i>	<i>-141,1%</i>	<i>-64,5%</i>	
Konzernergebnis**	-6,03	-2,13	-
Free-Cashflow	-3,17	-1,28	-

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

Positives Steuerergebnis

Da das Finanzergebnis mit lediglich -6 Tsd. Euro nahezu vernachlässigbar ist, lag das EBT gleichauf mit dem EBIT. Wie schon im Vorjahr, sorgte die Aktivierung von Verlustvorträgen auch im ersten Halbjahr 2024 für ein positives Steuerergebnis, so dass der Verlust nach Steuern mit -2,1 Mio. Euro (aus fortgeführten Aktivitäten) etwas geringer ausfiel als der Vorsteuererlust. Unter Berücksichtigung des Ergebnisses aus aufgegebenen Geschäftsbereichen von -0,06 Mio. Euro ist im ersten Halbjahr 2024 ein Defizit von -2,1 Mio. Euro angefallen, nach -6,0 Mio. Euro im Vorjahr.

Free-Cashflow noch negativ

Anders als die GuV, wurde die Cashflow-Rechnung einheitlich für den gesamten Konzern berichtet und nicht nach fortgeführten bzw. nicht fortgeführten Aktivitäten unterschieden, weswegen der Vergleich mit dem Vorjahr wenig Aussagekraft hat. In den ersten sechs Monaten 2024 blieb der operative Cashflow negativ, mit -1,3 Mio. Euro entsprach der Abfluss in etwa dem EBITDA-Defizit. Die beiden mit großem Abstand wichtigsten Positionen waren der Vorsteuer-

verlust und die Abschreibungen, während sich die Veränderung des Umlaufvermögens lediglich mit +152 Tsd. Euro in der Cashflow-Rechnung ausgewirkt hat. Bei einem in etwa ausgeglichenen Investitions-Cashflow war der Free-Cashflow mit -1,3 Mio. Euro nahezu identisch mit dem operativen Cashflow. Anders als in den Vorjahren, als cyan regelmäßig frische Mittel einwerben musste, bestand der Finanzierungs-Cashflow diesmal lediglich aus Leasingzahlungen und summierte sich auf -0,2 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote über 86 Prozent

In Summe nahm die bilanzielle Liquidität im ersten Halbjahr damit von 2,9 auf 1,4 Mio. Euro ab. Dem standen auf der Passivseite Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 2,2 Mio. Euro (inkl. der Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 1,4 Mio. Euro) gegenüber, woraus sich per Saldo eine Nettofinanzverschuldung von 0,8 Mio. Euro ergibt. Ebenfalls zurückgegangen ist das Eigenkapital, das durch den Halbjahresverlust um 7 Prozent von 32,0 auf 29,7 Mio. Euro gesunken ist. Da sich aber die Bilanzsumme aufgrund des Verkaufs des BSS/OSS-Segments um 21 Prozent auf 34,5 Mio. Euro ermäßigt hat, ist die Eigenkapitalquote trotzdem um 13 Prozentpunkte auf 86,2 Prozent gestiegen. Die zweitgrößte Position auf der Passivseite waren per Ende Juni mit 1,9 Mio. Euro die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten, dahinter folgten mit 1,4 Mio. Euro die Leasing-Verbindlichkeiten.

Goodwill dominiert Vermögensstruktur

Auf der Aktivseite der Bilanz spielen unverändert die immateriellen Vermögenswerte die dominierende Rolle. Sie resultieren größtenteils aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter im Vorfeld des Börsengangs und machten zur Jahresmitte mit fast 27,0 Mio. Euro 78 Prozent des Vermögens aus. Allein auf den Firmenwert entfallen 21,8 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 Ende Juni auf 5,4 Mio. Euro, wovon sonstige Forderungen und Vermögenswerte mit 2,5 Mio. Euro fast die Hälfte darstellten.

Prognose für das Gesamtjahr bestätigt

Mit den Halbjahreszahlen sieht sich cyan auf einem guten Weg, die Prognose für das laufende Jahr zu erreichen. Diese sieht ein Umsatzwachstum auf 6,6 bis 7,4 Mio. Euro vor, was verglichen mit dem Niveau aus 2023 einem Anstieg um 40 bis 57 Prozent entspricht. Dieses starke Umsatzwachstum will cyan mit stabilen Kosten kombinieren und auf dieser Basis das EBITDA deutlich verbessern, wobei ein konkretes EBITDA-Ziel nicht veröffentlicht wurde. Auf Quartalsebene soll aber bereits im aktuellen vierten Quartal der Breakeven erreicht werden. Heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr impliziert die Umsatzprognose für die Monate Juli bis Dezember Erlöse von mindestens 3,4 Mio. Euro, was angesichts der zuletzt gezeigten Dynamik keine große Hürde darstellen sollte. So hat das Unternehmen auf Nachfrage die Höhe der jährlich wiederkehrenden Erlöse per Ende Juni auf 562 Tsd. Euro pro Monat beziffert, fast ein Viertel mehr als zum Jahreswechsel. Darüber hinaus verweist das Unternehmen auf das anhaltende Wachstum der Nutzerzahl bei den meisten Kunden sowie auf die zwar – teilweise erheblich – verzögerten, aber nun erwarteten Vertriebsstarts bei Orange Belgien und Claro Chile. Schließlich soll noch in diesem Jahr auch in den USA der Launch eines neuen, namentlich noch nicht veröffentlichten Kunden erfolgen.

Aussichtsreiche Pipeline

Auch im Hinblick auf die weiteren Perspektiven zeigt sich cyan sehr zuversichtlich und berichtet über aussichtsreiche Gespräche sowohl mit (potenziellen) Kunden auf dem Kernzielmarkt Telekommunikation als auch mit Interessenten aus anderen Branchen. Bezüglich des Kernmarkts zeigt sich der Vorstand optimistisch, zeitnah weitere Kunden bzw. Erweiterungen mit bestehenden Kunden präsentieren zu können, wobei die cyan-Lösung den Endkunden inzwischen immer häufiger nicht nur als kostenpflichtiges Add-on offeriert, sondern – zumindest mit den Grundfunktionen – direkt in die Tarife integriert wird. Das hat den Vorteil einer vom Start weg größeren Nutzerzahl, weswegen die Dauer verkürzt wird, bis aus neuen Kundenbeziehungen signifikante Umsatzbeiträge erwachsen.

Neue Zielmärkte

Trotz der vielversprechenden Aussichten im Kernmarkt will sich cyan strategisch breiter aufstellen und auch andere Sektoren adressieren. Der erste Schritt in diese Richtung wurde mit dem Vertriebsstart der Kooperation mit wefox vollzogen, in deren Rahmen seit August in Österreich Versicherungskunden von Allianz Partners ein integrierter Cyber- und Versicherungsschutz angeboten bekommen. Die Versicherung deckt Schäden bei Phishing-Attacken, Identitätsdiebstahl oder Datenverlusten ab, impliziert aber auch die Installation einer Schutz-App zu deren Abwehr. Auch wenn der Zeitraum seit dem Marktstart noch kurz ist, berichtet cyan auf Nachfrage von einer guten Marktresonanz und von ersten Kunden. Ein ähnliches Konzept soll demnächst mit einer Bank umgesetzt werden, darüber hinaus will cyan zukünftig auch kleine und mittlere Unternehmen (SME) adressieren und ihnen einen Schutz vor Viren und Phishing für deren Netzwerke und für die mobilen Endgeräte anbieten. Sollte dieser Expansionsschritt gelingen, winkt laut cyan ein riesiger Markt mit 3 Mio. Unternehmen und fast 35 Mio. Endgeräten.

Ergebnisverbesserung stärker als erwartet

Die Halbjahreszahlen lagen umsatzseitig im Rahmen unserer Schätzungen, während der Ergebnisfortschritt sogar etwas über unseren Erwartungen ausgefallen ist. Hier hat sich die Kostendisziplin stärker ausgewirkt als wir das bisher angenommen hatten. Allerdings waren wir bisher davon ausgegangen, dass aus dem Verkauf des BSS/OSS-Segments im laufenden Jahr ein nicht zahlungswirksamer Ertrag von 3,1 Mio. Euro resultieren und das EBITDA ins Plus schieben würde, was sich nun als nicht zutreffend erwiesen hat. Durch die Korrektur dieser Position hat sich unsere EBITDA-Schätzung für 2024 deswegen von zuvor +1,0 Mio. Euro auf -1,7 Mio. Euro verschlechtert, wobei sich dahinter eine Verbesserung des geschätzten operativen EBITDA versteckt. Unverzerrt kommt diese ab dem Jahr 2025 zum Vorschein, für das wir anstelle eines minimalen Defizits von -0,1 Mio. Euro nun mit einem positiven EBITDA von 0,3 Mio. Euro rechnen. Diese Aufwärtsverschiebung hat sich auch auf die Folgejahre ausgewirkt, so dass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2031 nun mit einer Ziel-EBITDA-Marge von 39,8 Prozent kal-

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	-62,5%	-22,7%	1,0%	25,7%	33,8%	37,0%	38,7%	38,2%
EBIT	-4,3	-2,2	0,1	4,6	7,8	10,7	13,4	15,2
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	-4,3	-2,2	0,1	4,3	7,4	10,1	12,7	14,5
+ Abschreibungen & Amortisation	2,3	2,3	2,2	0,6	0,4	0,4	0,4	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	-1,9	0,1	2,3	4,9	7,8	10,5	13,1	14,9
- Zunahme Net Working Capital	0,0	1,9	-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	-2,2	1,7	0,9	4,5	7,3	9,9	12,4	14,1

SMC Schätzmodell

kulieren (bisher: 39,3 Prozent). Dass wir cyan diese hohe Profitabilität zutrauen, liegt an dem hochgradig skalierbaren Geschäftsmodell mit einem sehr hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen. Auf der EBIT-Ebene entspricht das einer Zielmarge von 38,2 Prozent (bisher: 37,8 Prozent). Die starke Annäherung der EBIT-Marge an die EBITDA-Marge ist der Tatsache geschuldet, dass bis dahin die planmäßigen Abschreibungen auf die immateriellen Vermögenswerte aus früheren Akquisitionen ausgelaufen sein werden und dass cyan für das Geschäftsmodell weder hohe Sachanlageninvestitionen tätigen muss noch die Softwareentwicklung aktiviert.

Umsatzreihe unverändert

Die Umsatzreihe ist hingegen komplett unverändert geblieben. Für das laufende Jahr erwarten wir weiter ein Wachstum um 45 Prozent auf 6,8 Mio. Euro. Auch für 2025 rechnen wir mit einem Zuwachs in ähnlicher Größenordnung (+40 Prozent auf 9,6 Mio. Euro), womit sich der Umsatz gegenüber 2023 in nur zwei Jahren verdoppeln würde. Wie bisher, trauen wir es cyan zu, das hohe Tempo für mehrere Jahre beizubehalten, wozu auch die Expansion in weitere Zielmärkte beitragen sollte. Unseres Erachtens verspricht insbesondere das geplante SME-Geschäft ein sehr großes zusätzliches Potenzial, dessen erfolgreiche Erschließung Wachstumsraten auch oberhalb der bisherigen Annahmen ermöglichen könnte. Doch noch halten wir an den bisherigen Ansätzen fest, zumal auch diese von einem sehr starken Wachstum ausgehen. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2031 kalkulieren wir dementsprechend mit einem Umsatz von rund 40 Mio. Euro. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsent-

wicklung der Jahre 2024 bis 2031 zeigt die Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 25-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 8,5 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,5 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,2) sowie eine Zielkapitalstruktur mit 20 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 6,0 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 23 Prozent unterstellt.

Neues Kursziel: 4,40 Euro

Die vorgenommenen Änderungen haben in Summe den fairen Wert des Eigenkapitals auf 94,7 Mio. Euro bzw. auf 4,37 Euro je Aktie steigen lassen, woraus wir das neue Kursziel von 4,40 Euro ableiten (bisher: 4,20 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 eins (sehr niedrig) bis sechs (sehr hoch) weiterhin fünf Punkte.

Fazit

Nach dem Verkauf des BSS/OSS-Segments zum Jahreswechsel waren die Monate Januar bis Juni bei der cyan AG von einer hochdynamischen Entwicklung des Kerngeschäfts Cybersecurity, auf dem seit dem Verkauf der ausschließliche Fokus liegt, geprägt. Dank dem fortgesetzten Wachstum der Endnutzerzahl in den meisten Kundenprojekten konnte der Umsatz um 56 Prozent auf 3,2 Mio. Euro gesteigert werden, wovon 95 Prozent wiederkehrender Natur war. Das EBITDA und der operative Cashflow blieben zwar noch negativ, doch die Defizite konnten mit -1,1 bzw. -1,3 Mio. Euro deutlich eingegrenzt werden.

Damit wirkt die Ankündigung von cyan, im Laufe des vierten Quartals beim EBITDA und dem Cashflow den Breakeven zu schaffen, erreichbar. Das gilt noch mehr für das für 2024 ausgegebene Umsatzziel von 6,6 bis 7,4 Mio. Euro, was gegenüber 2023 einem Anstieg um 40 bis 57 Prozent entspräche und am unteren Ende unseres Erachtens bereits als so gut wie sicher angesehen werden kann.

Auch die weiteren Perspektiven sind vielversprechend. cyan berichtet von einem anhaltenden dynamischen Wachstum der Nutzerzahl bei den meisten Kunden, darüber hinaus stehen in den nächsten Wochen und Monaten verschiedene Erweiterungen und Vertriebsstarts an. Auch befindet sich cyan nach eigenen Angaben in vielversprechenden Gesprächen mit neuen Interessenten, wobei diese nicht nur aus dem bisherigen Kernzielmarkt Telekommunikation stammen, sondern auch aus anderen Segmenten. So soll nach Vorbild der jüngst gestarteten Kooperation mit wefox und

Allianz Partners eine ähnliche Zusammenarbeit im Bankenbereich anlaufen, darüber hinaus will cyan mit einem neuen Angebot das IT-Sicherheitsbedürfnis von kleinen und mittleren Unternehmen adressieren und ihnen eine moderne, leistungsfähige und günstige Lösung zum Schutz der Netzwerke und der Endgeräte offerieren.

Damit sind nach unserer Einschätzung bei cyan die Zutaten für eine erfolgreiche Entwicklung gegeben: das Unternehmen verfügt über eine starke technologische Basis und eine etablierte Position in einem attraktiven Markt, verfolgt ein hochskalierbares Geschäftsmodell mit einem hohen Margenpotenzial, wächst dynamisch und dürfte in absehbarer Zeit hohe Cash-Überschüsse erwirtschaften. Vor allem aber bieten sich cyan noch vielfältige Expansionsmöglichkeiten, weswegen die positive Entwicklung mutmaßlich erst am Anfang steht.

Diese positive Einschätzung spiegelt sich in unserem Bewertungsmodell wider, das auf einem Wachstumszenario mit hoher Umsatzdynamik und rasch steigenden Margen beruht. Auf Basis dieses Szenarios, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit mit der positiven Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf nach unserer Einschätzung gestiegen ist, sehen wir den fairen Wert der cyan-Aktie nun bei 4,40 Euro (bisher: 4,20 Euro). Trotz der in diesem Jahr positiven Performance konstatieren wir für sie damit weiter ein sehr hohes Kurspotenzial und bestätigen deswegen unser Urteil „Speculative Buy“.

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.
- Hohe EK-Quote und niedrige Finanzverschuldung.
- 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 Partners als erster Partner gewonnen wurde, soll der Versicherungsmarkt neu erschlossen werden.
- Nach gleichem Muster soll demnächst auch der Bankenbereich erschlossen werden. Noch größeres Potenzial versprechen die Pläne, kleine und mittlere Unternehmen zu adressieren.
- Bei plangemäßer Entwicklung könnte im Laufe des vierten Quartals der Breakeven beim EBITDA und beim Cashflow erreicht werden.

Schwächen

- Derzeit arbeitet cyan noch defizitär 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 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	28,1	26,1	24,1	23,9	23,8	23,8	23,9	24,0
1. Immat. VG	28,1	26,1	24,2	22,4	22,1	22,2	22,2	22,2	22,3
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	5,0	7,0	8,3	13,3	21,2	31,9	45,5	61,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	32,0	27,7	25,5	25,6	30,0	37,5	47,9	61,0	76,2
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	2,3	4,2	4,1	4,2	5,2	5,3	5,4	5,6
BILANZSUMME	43,7	33,1	33,1	32,4	37,1	45,0	55,8	69,4	85,0

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	19,4	24,4	29,4	34,0
EBITDA	-4,5	-1,7	0,3	2,6	5,4	8,4	11,3	14,0	15,9
EBIT	-7,0	-4,3	-2,2	0,1	4,6	7,8	10,7	13,4	15,2
EBT	-7,0	-4,3	-2,2	0,1	4,6	7,9	10,9	13,9	16,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-20,7	-4,3	-2,2	0,1	4,4	7,5	10,4	13,2	15,2
JÜ	-20,7	-4,3	-2,2	0,1	4,4	7,5	10,4	13,2	15,2
EPS	-1,10	-0,20	-0,10	0,01	0,20	0,35	0,48	0,61	0,70

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-4,0	-1,7	2,2	1,4	5,1	8,0	10,8	13,5	15,4
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	0,6	2,3	3,1	7,5	14,9	24,9	37,7
Liquidität Jahresende	3,8	0,6	2,3	3,1	7,5	14,9	24,9	37,7	52,4

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%	84,2%	84,6%	84,9%	85,3%
EBITDA-Marge	-94,8%	-24,6%	3,4%	19,4%	30,4%	36,4%	39,1%	40,4%	39,8%
EBIT-Marge	-148,6%	-62,5%	-22,7%	1,0%	25,7%	33,8%	37,0%	38,7%	38,2%
EBT-Marge	-149,3%	-62,8%	-23,0%	1,0%	25,8%	34,2%	37,9%	40,0%	40,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	-439,2%	-62,8%	-23,0%	1,0%	24,5%	32,5%	36,0%	38,0%	38,0%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	
7,5%	5,82	5,45	5,14	4,88	4,65	
8,0%	5,28	4,98	4,73	4,51	4,31	
8,5%	4,83	4,58	4,37	4,18	4,01	
9,0%	4,44	4,23	4,05	3,89	3,75	
9,5%	4,10	3,93	3,77	3,63	3,51	

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),

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 02.10.2024 um 11:25 Uhr fertiggestellt und am 02.10.2024 um 12:00 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
31.05.2024	Speculative Buy	4,20 Euro	1), 3), 4)
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)

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.