

06. Oktober 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

## cyan AG

### Starke Wachstumsbeschleunigung verzeichnet – und noch erforderlich

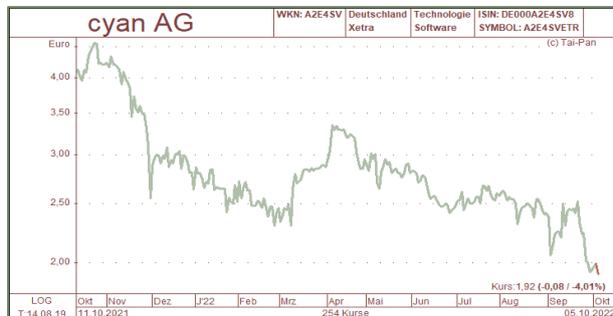
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 1,92 € | Kursziel: 5,10 € (zuvor: 6,20 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Software
<b>Mitarbeiter:</b>	120
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A2E4SV8
<b>Ticker:</b>	CYR:GR
<b>Kurs:</b>	1,975 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	17,0 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	32,6 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	31,9 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	59,0%
<b>Hoch/Tief (12M):</b>	4,715 / 1,905 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	20,9 Tsd. Euro / Tag

Die cyan AG hat ihr Umsatzwachstum im Verlauf des ersten Halbjahrs deutlich beschleunigt. Nach einem Zuwachs um 6 Prozent im ersten Quartal legten die Erlöse zwischen April und Juni um 25 Prozent zu, woraus sich in Summe der ersten sechs Monate ein Anstieg um 16 Prozent auf 4,1 Mio. Euro ergibt (jeweils gegenüber dem Vorjahreszeitraum). Dadurch sowie durch die im Zuge der letztjährigen Restrukturierung deutlich reduzierten Kosten (sowie dank der Euro-Abwertung) konnte auch das Ergebnis spürbar verbessert werden: Der EBITDA-Verlust wurde auf -4,0 Mio. Euro fast halbiert, während der Fehlbetrag nach Steuern, der zusätzlich von einem positiven Steuereffekt profitierte, sogar um zwei Drittel auf -2,7 Mio. Euro reduziert wurde. Auf dieser Grundlage hat cyan seine Prognose für das Gesamtjahr bestätigt, die ein Umsatzwachstum um 30 bis 50 Prozent auf 11 bis 13 Mio. Euro sowie eine verbesserte EBITDA-Marge vorsieht. Die Zuversicht bezüglich der hierfür erforderlichen deutlichen Wachstumsbeschleunigung begründet das Unternehmen mit dem Hochlaufen der wiederkehrenden Erlöse aus bestehenden Kundenbeziehungen, dem Start weiterer Kundenprojekte und der vielversprechenden Vertriebs-Pipeline.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	26,8	21,3	8,5	10,6	14,8	20,8
EBITDA (Mio. Euro)	11,7	-5,1	-12,3	-5,9	-1,8	1,3
Jahresüberschuss	4,5	-9,3	-13,9	-7,2	-6,9	-3,4
EpS	0,49	-0,95	-1,30	-0,43	-0,40	-0,20
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	202,4%	-20,4%	-60,2%	25,0%	40,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,22	1,53	3,84	3,07	2,20	1,57
KGV	7,2	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	13,4	4,9
EV / EBITDA	2,7	-	-	-	-	24,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Wachstumsbeschleunigung in Q2

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres hat cyan 4,1 Mio. Euro umgesetzt, knapp 16 Prozent mehr als im Vorjahr. Damit hat sich die Entwicklung im zweiten Quartal spürbar beschleunigt. Betrug das Wachstum in den ersten drei Monaten erst 6 Prozent, waren es zwischen April und Juni bereits knapp 25 Prozent. Besonders stark war zuletzt das BSS/OSS-Segment, welches zu Jahresanfang noch stagniert hatte, in dem sich die zahlreichen Neukundengewinne seit 2021 im zweiten Quartal nun aber in einem Umsatzsprung um 38 Prozent bemerkbar machten, woraus sich in Summe der sechs Monate ein Wachstum um 20 Prozent auf 2,6 Mio. Euro ergibt, rund zwei Drittel der Gesamterlöse. Im Segment Cybersecurity hat die Dynamik zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal hingegen von 14 auf 3 Prozent abgenommen, kumuliert sind die Halbjahreserlöse hier um knapp 9 Prozent auf 1,5 Mio. Euro gestiegen.

## Anstieg der wiederkehrenden Erlöse

Die Verlangsamung des Tempos in der Sparte begründet das Unternehmen auf Nachfrage mit niedrigeren Projektumsätzen, was den Effekt der hochlaufenden wiederkehrenden Erlöse gedämpft hat. Auch konnten die Erlöse aus der gestarteten Vermarktung in Thailand, die bisher nach Unternehmensangaben zufriedenstellend verläuft, aus formalen Gründen noch nicht fakturiert und verbucht werden, was – auch rückwirkend – aller Voraussicht nach im vierten Quartal nachgeholt wird. Die wiederkehrenden Erlöse konnten dennoch auf 86 Prozent der Gesamteinnahmen erhöht werden (Geschäftsjahr 2021: 64 Prozent). 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 10,1 Mio. Euro, womit sich diese zentrale Kennzahl seit Ende März um 0,5 Mio. Euro erhöht hat.

## Kosten deutlich niedriger

Das Umsatzwachstum ging mit niedrigeren Kosten einher. Besonders kräftig wurde der Personalaufwand reduziert, der mit 4,5 Mio. Euro ein Viertel unter

Vorjahr lag. Darin kommt die im Zuge der letztjährigen Restrukturierung verringerte Mitarbeiterzahl zum Ausdruck. Lag diese Ende Juni 2021 bei 148 Vollzeit-äquivalenten, waren es ein Jahr später 120. Gesunken ist auch der Materialaufwand (-8 Prozent auf 2,6 Mio. Euro), während die Abschreibungen nahezu unverändert bei 2,9 Mio. Euro geblieben sind.

Geschäftszahlen	HJ 2021	HJ 2022	Änderung
Umsatz	3,54	4,10	+15,6%
<i>Cybersecurity</i>	1,39	1,51	+8,8%
<i>BSS/OSS</i>	2,15	2,58	+20,1%
EBITDA	-7,36	-3,96	-
<i>Cybersecurity</i>	-3,94	-2,03	-
<i>BSS/OSS</i>	-2,53	-1,41	-
<i>EBITDA-Marge</i>	-207,7%	-96,6%	
EBIT	-10,24	-6,85	-
<i>EBIT-Marge</i>	-289,1%	-167,2%	
Jahresüberschuss	-7,82	-2,71	-
<i>Netto-Marge</i>	-220,8%	-66,1%	
Free-Cashflow	-4,98	-3,13	-

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

## Deutliche Währungseffekte

Einen Anstieg gab es hingegen beim sonstigen betrieblichen Aufwand, der um 12 Prozent auf 3,3 Mio. Euro zugelegt hat. Ursächlich dafür war vor allem die deutliche Abwertung des mexikanischen Peso, was sich in negativen Währungseffekten von -1,0 Mio. Euro bemerkbar gemacht hat (Vorjahr: -0,3 Mio. Euro). Ohne diesen Effekt hätten somit auch die SBA abgenommen. Insgesamt aber hat cyan von der Währungsentwicklung profitiert, weil die Aufwertung des US-Dollars für vervierfachte Kursgewinne in Höhe von 2,0 Mio. Euro gesorgt hat, die zu einem Anstieg der SBE um 121 Prozent auf 2,6 Mio. Euro geführt hat.

## EBITDA-Verlust deutlich reduziert

Aus der Kombination der gestiegenen Umsätze, der hohen sonstigen betrieblichen Erträge und der redu-

zierten Kosten ergab sich eine deutliche Ergebnisverbesserung. Das EBITDA blieb zwar noch deutlich negativ, doch der Fehlbetrag konnte gegenüber dem Vorjahr auf unter -4,0 Mio. Euro fast halbiert werden. Die Verbesserung wurde in beiden Segmenten fast im Gleichschritt erzielt. Vor allem im Cybersecurity-Segment spiegeln sich darin die deutlichen Kosteneinsparungen wider, während die BSS/OSS-Sparte schon stärker von den steigenden Einnahmen profitierte.

### Halbjahresergebnis noch klar negativ

Nach Abschreibungen fiel im ersten Halbjahr ein EBIT-Verlust von -6,9 Mio. Euro an (Vorjahr: -10,2 Mio. Euro). Beim Nachsteuerergebnis profitierte cyan zusätzlich von einer Veränderung der latenten Steuern infolge einer Steuerreform in Österreich, weswegen der Nettoverlust sogar um zwei Drittel auf -2,7 Mio. Euro reduziert werden konnte. Trotz dieser kräftigen Verbesserung beläuft sich der Fehlbetrag aber noch immer auf zwei Drittel der Halbjahresumsätze.

### Free-Cashflow ebenfalls noch im Minus

Wie in der GuV ist auch in der Cashflow-Rechnung ein deutlicher Aufwärtstrend erkennbar, der aber noch nicht ausreicht, um positive Werte auszuweisen. Bedingt durch den EBITDA-Verlust und den deutlichen Abbau der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (Cash-Effekt von -1,5 Mio. Euro, Vorjahr: +0,6 Mio. Euro) sind im ersten Halbjahr aus der operativen Tätigkeit 3,1 Mio. Euro netto abgeflossen, nach -5,0 Mio. Euro im Vorjahr. Bei Abwesenheit größerer Investitionsaktivitäten (Investitions-Cashflow: -60 Tsd. Euro) war dies fast identisch mit dem Free-Cashflow, der somit gegenüber dem Vorjahr von -5,0 Mio. Euro auf -3,1 Mio. Euro verbessert werden konnte. Ebenfalls negativ war im ersten Halbjahr der Saldo aus Finanzierungstätigkeit, der sich wegen der gezahlten Zinsen und Leasingraten auf -0,8 Mio. Euro summierte.

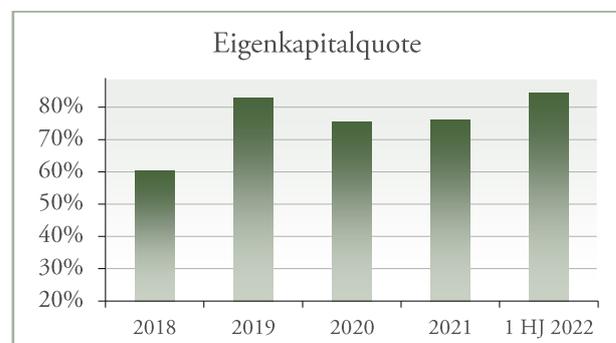
### Nettoverschuldung nur leicht erhöht

In Summe führten die drei Teilsalden der Cashflow-Rechnung sowie die wechselkursbedingte Anpassung von Fremdwährungsliquiditätsbeständen zu einer Abnahme der bilanziellen Liquidität von 8,5 auf 3,7

Mio. Euro. Dass die Nettofinanzverschuldung dennoch nur moderat von 4,2 Mio. Euro zu Jahresanfang auf 4,6 Mio. Euro per Ende Juni zugelegt hat, ist der im ersten Quartal vollzogenen Sachkapitalerhöhung zu verdanken, in deren Rahmen Verbindlichkeiten (aus Wandelanleihen und Krediten) in Höhe von 4,0 Mio. Euro gegen die Ausgabe von 1,5 Mio. Aktien eingebracht wurden. Zum Halbjahresstichtag beliefen sich die verbleibenden Finanzverbindlichkeiten auf 3,6 Mio. Euro (komplett langfristig), zusätzlich standen 4,6 Mio. Euro an Leasing-Verbindlichkeiten in der Bilanz. Zusammen machten diese Positionen zum 30. Juni 8,3 Mio. Euro bzw. 9,4 Prozent der Bilanzsumme aus.

### Hohe Eigenkapitalquote

Mit Abstand der größte Posten auf der Passivseite der Bilanz ist aber das Eigenkapital, das sich im ersten Halbjahr durch die Sachkapitalerhöhung trotz des Periodenverlustes um 1,4 Mio. Euro auf 74,2 Mio. Euro erhöht hat. Bezogen auf die Bilanzsumme, die sich gleichzeitig um 8 Prozent auf 88,0 Mio. Euro reduziert hat, entspricht das einer um 8,3 Prozentpunkte verbesserten Eigenkapitalquote von 84,3 Prozent.



Quelle: Unternehmen

### Umfangreiche immaterielle Assets

Die Aktivseite der Bilanz wird eindeutig von den immateriellen Vermögensgegenständen dominiert, die sich per Ende Juni auf 52,3 Mio. Euro bzw. 59 Prozent der Bilanzsumme beliefen. Sie resultieren größtenteils aus der Übernahme der ursprünglichen cyan-Gruppe durch die heutige Konzernmutter im Vorfeld des Börsengangs. Mehr als die Hälfte davon (30,8 Mio. Euro) entfällt auf den Firmenwert und 20,7

Mio. Euro auf Patente, Kundenbeziehungen und erworbene Software, die zusammen zu jährlichen Abschreibungen von rund 4,6 Mio. Euro p.a. führen. Sachanlagen stehen hingegen lediglich mit 4,6 Mio. Euro in der Bilanz, wovon der größte Teil die nach IFRS 16 aktivierten Mietverträge für Büroräume abbildet. Ein großes Gewicht in der Bilanz haben schließlich die aktivierten Vertragskosten und Vertragsvermögenswerte, die sich auf insgesamt 20,1 Mio. Euro bzw. 23 Prozent aller Assets summieren. Die aktivierten Vertragskosten in Höhe von 3,9 Mio. Euro betreffen vor allem die Vorleistungen, die im Rahmen des Orange-Vertrages vor dem Vermarktungsstart im Frühjahr 2021 erbracht wurden und seitdem rätierlich aufgelöst werden. Die Vertragsvermögenswerte betreffen hingegen vor allem die beiden großen BSS/OSS-Verträge mit Virgin Mobile und ACN/Flash Mobile und stellen letztlich die cyan daraus noch zustehenden Zahlungen dar, die entsprechend vorab festgelegter Zahlungspläne erfolgen. Durch den Wechsel des BSS/OSS-Geschäfts auf das Software-Mietmodell dürfte die Bedeutung dieser Position in Zukunft abnehmen.

### Weitere Kapitalerhöhung platziert

Inzwischen dürften sich die Bilanzrelationen weiter verbessert haben, weil cyan im August und September eine Bezugsrechtskapitalerhöhung erfolgreich platzieren konnte. In deren Rahmen wurden 2,2 Mio. neue Aktien zum Stückpreis von 2,63 Euro ausgegeben, woraus sich ein Brutto-Emissionserlös von knapp 5,6 Mio. Euro ergibt.

### Prognose für 2022 bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen und noch viel mehr der operativen Fortschritte und der bestehenden Vertriebschancen hat cyan die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt. Demnach wird weiter ein Umsatzwachstum um 30 bis 50 Prozent auf 11 bis 13 Mio. Euro angestrebt, auf dessen Basis eine verbesserte EBITDA-Marge erreicht werden soll. Diese Prognose impliziert für das zweite Halbjahr einen Umsatz von mindestens 6,9 Mio. Euro, was einem Wachstum gegenüber dem Vorjahr um knapp 40 Prozent entsprechen würde. Die Zuversicht, dies errei-

chen zu können, begründet der Vorstand mit der Erwartung des weiteren Hochlaufens der Umsätze mit Bestandskunden, dem anstehenden Vermarktungsstart neuer Projekte und der vielversprechenden Vertriebs-Pipeline. Unter anderem berichtet das Unternehmen von einigen weit fortgeschrittenen Auftragsverhandlungen, in denen nur noch die finale Zustimmung des Kunden aussteht. In einem Fall ist selbst die schon erfolgt, hier fehlt nur noch die Freigabe des Mobilfunkregulierer.

### Umsatzschätzungen vorsichtiger

Angesichts der Verzögerungen, mit denen cyan schon in der Vergangenheit immer wieder konfrontiert gewesen war, halten wir es gerade in dem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld nicht für ausgeschlossen, dass sich die vertriebliche Umsetzung bestehender, vor allem aber der Abschluss und der Vermarktungsstart neuer Projekte, verzögern könnten. Aus diesem Grund haben wir uns entschieden, unsere Umsatzschätzung für 2022, die wir bisher auf knapp 12 Mio. Euro und damit in der Mitte der Unternehmens-Guidance angesetzt hatten, vorsichtiger zu gestalten. Deswegen kalkulieren wir nun mit 10,6 Mio. Euro, was aber immer noch einem Wachstum um 25 Prozent entspräche. Da cyan diese Dynamik bereits im zweiten Quartal erreichen konnte und im zweiten Halbjahr allein aus den laufenden Kundenverträgen eine Beschleunigung möglich sein sollte, halten wir diesen Wert im Gesamtjahr auch ohne Neuabschlüsse für gut erreichbar. Für 2023 rechnen wir weiterhin mit einem Wachstum um 40 Prozent, was aber in Verbindung mit der nun niedrigeren Basis aus 2022 ebenfalls eine etwas abgesenkte Umsatzschätzung (14,8 statt 16,6 Mio. Euro) bedeutet. Anschließend haben wir diesen Effekt aber durch ein langsames Abschmelzen der Wachstumsraten kompensiert, so dass der Zielumsatz am Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit rund 55 Mio. Euro nahezu unverändert geblieben ist.

### Zielmarge unverändert

Das gilt auch für die Zielmarge, die wir auf der EBIT-Ebene für 2029 nun bei 26,5 Prozent sehen (bisher: 26,6 Prozent). Allerdings schwenken unsere diesbezüglichen Schätzungen erst ab 2025 in etwa auf den

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	10,6	14,8	20,8	28,1	36,5	43,8	50,3	55,4
Umsatzwachstum		40,0%	40,0%	35,0%	30,0%	20,0%	15,0%	10,0%
EBIT-Marge	-106,8%	-46,7%	-17,5%	0,7%	7,9%	13,3%	23,6%	26,5%
<b>EBIT</b>	<b>-11,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,8</b>	<b>11,9</b>	<b>14,7</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,6	0,7
<b>NOPAT</b>	<b>-11,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>5,5</b>	<b>11,3</b>	<b>13,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,6	4,3	4,1	3,9	3,8	3,6	0,7	0,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>4,1</b>	<b>6,5</b>	<b>9,1</b>	<b>12,0</b>	<b>14,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	3,5	4,1	5,1	3,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>13,4</b>

alten Pfad ein, bis dahin sorgen die reduzierten Annahmen bezüglich der Umsatzentwicklung auch für eine langsamere Ergebnisverbesserung. Für das laufende Jahr rechnen wir nun mit einem EBITDA von -5,9 Mio. Euro, einem EBIT von -11,3 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von -7,2 Mio. Euro. Bisher lagen die Schätzwerte bei -5,2 Mio. Euro, -10,6 Mio. Euro und -10,4 Mio. Euro. Die Aufwärtskorrektur des Nettoergebnisses ist dabei dem – nicht liquiditätswirksamen – Effekt aus der Berücksichtigung der Reduktion der passiven latenten Steuern geschuldet. Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen. Zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2029 haben wir, wie bisher, einen 33-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums eingebaut, auf dessen Grundlage wir anschließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen

### Zinsniveau angepasst

Eine Änderung hat es auch bei den Rahmendaten des Modells gegeben. Wegen des Zinsanstiegs an den

Märkten passen wir den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) in allen unseren Modellen von 1,0 auf 1,5 Prozent an. In Kombination mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,3) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,0 Prozent. In Verbindung mit einem unveränderten FK-Zins von 6,0 Prozent, einer – ebenfalls unveränderten – Zielkapitalstruktur mit einem FK-Anteil von 30 Prozent sowie mit einem Steuersatz für das Tax-Shield von 25 Prozent resultiert daraus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,7 Prozent (bisher: 7,3 Prozent).

### Kursziel: 5,10 Euro je Aktie

Durch die Kombination aus den abgesenkten Schätzungen und dem angehobenen Diskontierungszins hat sich der von uns ermittelte faire Marktwert des Eigenkapitals auf 87 Mio. Euro reduziert. Je Aktie entspricht das nun 5,11 Euro, woraus wir das neue Kursziel von 5,10 Euro ableiten. Hier hat sich zusätzlich der Verwässerungseffekt der jüngsten Kapitalerhöhung, in deren Rahmen die Aktienzahl um 2,2 Mio. auf 17,0 Mio. gestiegen ist, dämpfend ausgewirkt (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Unverändert gelassen haben wir

die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis sechs (sehr hoch) weiterhin fünf Punkte.

## Fazit

---

cyan hat im ersten Halbjahr den Umsatz um 16 Prozent auf 4,1 Mio. Euro gesteigert und den Verlust deutlich reduziert. Auf der EBITDA-Ebene wurde dieser auf -4,0 Mio. Euro fast halbiert, das Nettoergebnis fiel (dank einem positiven Steuereffekt) mit -2,7 Mio. Euro sogar um zwei Drittel besser als im Vorjahr aus. Ebenso erfreulich ist die deutliche Wachstumsbeschleunigung zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal, die auf eine hohe Dynamik auch im weiteren Jahresverlauf hoffen lässt.

Diese wird auch erforderlich sein, um das angestrebte Wachstum um 30 bis 50 Prozent auf 11 bis 13 Mio. Euro zu erreichen. Das Unternehmen zeigt sich diesbezüglich zuversichtlich und verweist auf das planmäßige Hochlaufen der wiederkehrenden Umsätze aus bestehenden Kundenbeziehungen, die neu startenden Kundenprojekte und die vielversprechenden Vertriebsopportunitäten, die teilweise bereits fertig ausverhandelt sind und nur noch der finalen Zustimmung des Kunden bzw., in einem Fall, der Mobilfunkregulierers bedürfen.

Andererseits sind in dem aktuellen Umfeld, welches von einer deutlich abnehmenden wirtschaftlichen Dynamik und von einer hohen Unsicherheit gekennzeichnet ist, Verzögerungen und Verschiebungen von Projekten nicht unwahrscheinlich. Wir haben deswegen unsere Schätzungen vorsichtiger modelliert und die unterstellten Erlöse auf 10,6 Mio. Euro reduziert, woraus sich auch eine erhöhte Verlustschätzung ergeben hat. Da wir aber von den grundsätzlichen Perspektiven von cyan weiterhin überzeugt sind, haben wir diese Änderungen im späteren Verlauf des detaillierten Prognosezeitraums weitgehend kompensiert.

Zusammen mit der Anpassung der Modellrahmendaten, mit der wir das veränderte Zinsumfeld berücksichtigt haben, und der erhöhten Aktienzahl haben sich die geänderten Schätzungen aber dennoch in einem deutlich reduzierten Kursziel von nun 5,10 Euro niedergeschlagen (bisher: 6,20 Euro). Dieses liegt gleichwohl weit über dem aktuellen Börsenkurs und signalisiert eine deutliche Unterbewertung der cyan-Aktie, weswegen wir das Urteil „Speculative Buy“ bestätigen.

# 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.
- Bilanz und Liquidität wurden seit Anfang 2021 deutlich gestärkt, zuletzt mit einer Kapitalerhöhung im September.

## Chancen

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

## Schwächen

- Derzeit arbeitet cyan noch defizitär und mit hohen Cash-Abflüssen.
- Für die Zielerreichung in 2022 ist eine deutliche Wachstumsbeschleunigung in Q3 und Q4 nötig.
- Die bisherigen Wachstumserwartungen haben sich nicht erfüllt. Dies gilt insbesondere für den Beitrag aus dem Orange-Vertrag, dessen Marktstart sich massiv verzögert hat.
- 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 wiederhergestellt werden.

## Risiken

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

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	78,0	69,4	60,5	51,9	48,6	45,6	42,8	43,0	43,2
1. Immat. VG	54,5	50,4	46,5	42,9	39,5	36,3	33,2	33,1	33,1
2. Sachanlagen	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0
II. UV Summe	17,8	23,2	24,9	29,8	34,1	41,8	52,2	62,6	72,9
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	72,8	73,6	66,7	63,3	63,4	66,0	71,5	80,1	88,4
II. Rückstellungen	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3	3,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	12,4	9,8	8,5	7,2	7,0	7,8	8,6	9,5	10,3
2. Kurzfristiges FK	8,8	7,1	8,0	8,9	9,8	10,7	11,7	12,7	13,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>95,7</b>	<b>92,6</b>	<b>85,4</b>	<b>81,8</b>	<b>82,8</b>	<b>87,4</b>	<b>95,0</b>	<b>105,6</b>	<b>116,0</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	8,5	10,6	14,8	20,8	28,1	36,5	43,8	50,3	55,4
Rohertrag	2,3	5,4	10,6	16,1	22,2	29,4	35,6	41,2	45,6
EBITDA	-12,3	-5,9	-1,8	1,3	5,0	7,5	10,3	13,4	16,2
EBIT	-18,1	-11,3	-6,9	-3,6	0,2	2,9	5,8	11,9	14,7
EBT	-17,5	-11,1	-6,9	-3,6	0,1	2,8	5,8	11,9	14,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-13,9	-7,2	-6,9	-3,4	0,1	2,7	5,5	11,3	14,0
JÜ	-13,9	-7,2	-6,9	-3,4	0,1	2,7	5,5	11,3	14,0
EPS	-1,30	-0,43	-0,40	-0,20	0,01	0,16	0,32	0,66	0,82

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-9,5	-2,2	2,4	6,6	7,9	7,1	9,7	12,6	15,2
CF aus Investition	-0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
CF Finanzierung	16,5	5,3	-2,3	-2,2	-1,1	-0,1	-0,1	-2,8	-5,7
Liquidität Jahresanfa.	2,5	8,5	11,4	11,1	15,0	21,2	27,5	36,4	45,2
Liquidität Jahresende	8,5	11,4	11,1	15,0	21,2	27,5	36,4	45,2	53,8

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-60,2%	25,0%	40,0%	40,0%	35,0%	30,0%	20,0%	15,0%	10,0%
Rohermargemarge	27,3%	50,6%	71,6%	77,6%	79,2%	80,6%	81,3%	81,8%	82,4%
EBITDA-Marge	-145,2%	-55,9%	-11,9%	6,4%	17,7%	20,5%	23,5%	26,6%	29,3%
EBIT-Marge	-212,9%	-106,8%	-46,7%	-17,5%	0,7%	7,9%	13,3%	23,6%	26,5%
EBT-Marge	-206,3%	-105,1%	-46,3%	-17,4%	0,3%	7,8%	13,2%	23,6%	26,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-163,6%	-68,3%	-46,3%	-16,6%	0,3%	7,4%	12,5%	22,5%	25,3%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,7%	7,21	6,65	6,19	5,80	5,47
7,2%	6,42	5,98	5,61	5,29	5,01
7,7%	5,78	5,42	5,11	4,85	4,62
8,2%	5,23	4,94	4,68	4,46	4,27
8,7%	4,77	4,53	4,31	4,12	3,96

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 06.10.2022 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 06.10.2022 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
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.