
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“:
Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I.Research unter MiFID II“

20.04.2018

GBC AG: Investment im Fokus – Cyan AG Kommentar 16

Unternehmen: Cyan AG^{*5a,11}

ISIN-Stammaktien: DE000A2E4SV8

Analyst: Marcel Goldmann

**Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 4*

Wachstumsmarkt Cyber-Security bietet enormes Wachstumspotenzial

Die CYAN AG ist ein führender, europäischer Anbieter von White-Label IT-Sicherheitslösungen mit mehr als 15 Jahren Erfahrung im Bereich IT-Sicherheit mit Holdingsitz in München. Der Hauptfokus der Gesellschaft sind dabei Sicherheitslösungen für den mobilen Datenverkehr der Endkunden von Mobilfunkanbietern (MNO), virtuellen Mobilfunkanbietern (MVNO) und Banken (B-2-B-2-C Business Modell). Die IT-Lösungen der CYAN können problemlos in die vorhandene IT-Infrastruktur der Kunden integriert und durch ein Umsatzbeteiligungsmodell vermarktet werden und ermöglichen diesen signifikante Zusatzerträge zu generieren.

Der Hauptfokus der CYAN-Gruppe liegt im Schutz des mobilen Datenverkehrs. Dies ist das Segment des globalen IT-Sicherheitsmarktes, welches ganz besonders schnell wächst. Dies ist dadurch bedingt, dass die Anzahl der digitalen Endgeräte (Smartphones etc.) stetig steigt und Nutzer solcher Geräte diese zunehmend für wichtige und persönliche Angelegenheiten wie E-Mails, mobiles Online-Banking, Web-Shopping und Social-Media verwenden- so ist beispielsweise die Nutzung von mobile Banking in Europa im vergangenen Jahr um 250,0% gestiegen. Durch dieses Nutzerverhalten steigt jedoch auch parallel die Gefahr, von Cyber-Angriffen betroffen zu werden - so sind schon 12,0% der EU-Bürger Opfer von cyber-crime geworden. Vor diesem Hintergrund gehen wir ebenso davon aus, dass dieser Markt auch zukünftig deutliche Wachstumsraten verzeichnen wird.

Der entscheidende Wettbewerbsvorteil der Cyan-Sicherheitslösung ist, dass sie direkt im Datacenter des Kunden – sei es MNO, MVNO oder ein Finanzinstitut- implementiert wird. Damit sind für den Endkunden keine Downloads mehr notwendig, wie es typischerweise bei anderen Sicherheitsanbietern wie Norton oder F-Secure der Fall ist.

Die CYAN-Lösung ist insbesondere für MNOs sehr attraktiv, weil White-Label-Produkte sehr skalierbar und überdies profitabler sind als Lösungen der Konkurrenz. Derzeit ist CYAN weltweit der einzige Anbieter in dieser Nische (USP). Somit kann ein MNO oder MVNO mittels der CYAN-Lösungen signifikante Zusatzerträge erzielen.

Für die Kundengruppe der Mobile Virtual Network Operators (MVNO) bietet CYAN seit Mitte 2017 eine Lösung an, die signifikante Kostenersparnis ermöglichen und dies ohne große Investitionserfordernisse seitens der MVNO (keine OPEX/CAPEX). In der Spitze

können dadurch 20,0% des angekauften Datenvolumens eingespart werden, wobei der Ertrag mit dem MVNO geteilt wird.

Für die dritte Kundengruppe Finanz- und Versicherungsgesellschaften hat CYAN ebenfalls spezielle Sicherheitslösungen entwickelt, die direkt in die bestehenden bspw. Bankkunden-App integriert werden kann (In-App-Lösung). Hierdurch kann das jeweilige Endgerät und das Internet-Surfen sicherer gemacht sowie die eigentliche Banktransaktion vor Gefahren aus dem Internet geschützt werden.

Die CYAN AG hat sich in der Vergangenheit sehr stark auf die Entwicklung seines umfassenden IT-Sicherheitsangebots konzentriert und konnte hierfür schon erste namhafte Großkunden, wie T-Mobile Austria und Polen im Rahmen eines exklusiven Gruppenvertrages mit der Deutschen Telekom (T-Mobile) gewinnen. Seit Q3/2017 werden auch das beschriebene MVNO- und das Bankenprodukt angeboten und vermarktet. Seither konnten in diesen Segmenten Aufträge mit der Sberbank (EU), der südafrikanischen MyBucks, sowie insbesondere mit I-New -einer MVNO Plattform- abgeschlossen werden. Durch den Vertrag mit I-NEW wird die Cyan Lösung nun auf 24 MVNOs weltweit ausgerollt werden. Zudem verfügt das Unternehmen über eine stark gefüllte Projektpipeline an potenziellen Kunden, die ein weiteres signifikantes Umsatzwachstum ermöglichen. Nachdem die Fixkosten bereits schon vom bisherigen Geschäft gedeckt werden, bestehen auf dem Neugeschäft Margen von über 80,0%.

Im März dieses Jahres konnte die CYAN-Gruppe einen erfolgreichen Börsengang bekanntgeben. Im Zuge dessen wurden 31,70 Mio. € an Investorengeldern (Bruttoemissionserlös) eingeworben. Der Großteil der zugeflossenen Mittel sollen für den vollständigen Erwerb der CYAN Security Group verwendet werden (derzeitige Beteiligung: 51,0%).

Wir erwarten für die weitere Geschäftsentwicklung signifikante Zuwächse bei Umsatz und Gewinn. Die CYAN AG hat somit insgesamt eine gute Basis gelegt, um von dem erwarteten dynamischen Wachstum im IT-Sicherheitsmarkt profitieren zu können. Für das vergangene Geschäftsjahr 2017 erwarten wir einen Umsatz von 4,90 Mio. € und ein Betriebsergebnis (EBIT) von 2,36 Mio. €. Für das Folgejahr 2018 rechnen wir mit einer Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses und kalkulieren mit einem Umsatz von 10,66 Mio. € sowie einem EBIT von 5,76 Mio. €. In den darauf folgenden Geschäftsjahren sollten die erwarteten Skaleneffekte noch deutlicher zum Tragen kommen und hierbei langfristig zweistellige EBIT-Margen von über 70,0% ermöglichen.

Auf dieser Grundlage haben wir die IT-Gesellschaft mithilfe unseres DCF-Modells bewertet und hierbei einen fairen Wert von 35,80 € ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich hieraus das Rating KAUFEN.

In obiger Analyse ist folgender möglicher Interessenskonflikt gemäß Katalog gegeben: 5a,11

*Ein Katalog möglicher Interessenskonflikte finden Sie unter:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)
§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldman, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de