

# Cloudflare Aktienanalyse

29. JANUAR 2023



WIR LIEBEN AKTIEN

JAN FUHRMANN  
ADRIAN ROGL

## CLLOUDFLARE - DER TÜRSTEHER DES INTERNETS

Bei Cloudflare handelt es sich zweifelsohne um einen der größten Profiteure der Digitalisierung - der Firmenname des Unternehmens lässt bereits darauf schließen, dass das Geschäft auf Diensten rund um die Cloud basiert. Cloudflare sorgt dabei nicht nur für mehr Sicherheit im Internet, sondern ermöglicht auch das schnellere Erreichen von Websites auf der ganzen Welt.

### ÜBERSICHT

WKN / ISIN	A2PQMN/US18915M1071
Branche	Informationstechnologie
Einordnung (Peter Lynch)	Fast Grower
Fundamentales WLA-Rating	5/10
Technisches WLA-Rating	3/10
Porters Burggraben-Rating	17/25
Marktkapitalisierung	16,27 Mrd. USD
Dividendenrendite	0,00 %
KGV	-88,23
Firmensitz	San Francisco (USA)
Gründungsjahr	2010
Mitarbeiter	2.440

### AUTOREN



**Jan Fuhrmann**  
Head of Research

"If you're not failing, you're not pushing your limits, and if you're not pushing your limits, you're not maximizing your potential." - Ray Dalio



**Adrian Rogl**  
Geschäftsführer

Risiko entsteht dann, wenn Investoren nicht wissen, was sie tun.

# Cloudflare

# Aktienanalyse

NYSE: NET

## KURZPORTRAIT

Cloudflare ist eines der wohl bekanntesten Unternehmen aus dem Bereich der Cybersicherheit, aber sorgt bei den Kunden bspw. auch für eine deutlich höhere Geschwindigkeit der Websites. Auch wir nutzen die Dienste vom weltweit bekannten Marktführer und tragen so, wie viele andere Unternehmen auch, zu den regelmäßigen Einnahmen des Konzerns bei.

Innerhalb von rund zehn Jahren ist Cloudflare zu einem milliardenschweren Konzern geworden und kann mit hohen Margen, renommierten Großkunden und einer bemerkenswerten Kundenbindung überzeugen. Während die Aktie in 2020 und 2021 im absoluten Höhenflug war, korrigierte sie nun recht ordentlich und büßte im Tief über 80,00 % ihres Börsenwerts ein. Ist das jetzt endlich die Kaufchance?

Die Analyse bezieht sich auf den Kenntnisstand unserer Recherche vom 28.01.2023.

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. DAS UNTERNEHMEN</b>	<b>6</b>
<b>Historie</b>	<b>6</b>
• Vorgeschichte	
• Gründung	
• Erfolgsstory	
• Expansion	
<b>Mission, Werte und Nachhaltigkeit</b>	<b>9</b>
• Mission	
• Werte	
• Nachhaltigkeit	
<b>Aktionärsstruktur</b>	<b>11</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	<b>12</b>
• Einleitung	
• Was genau leistet Cloudflare?	
• Servicepakete und Preisgestaltung	
<b>Burggraben</b>	<b>16</b>
• Einleitung	
• Porters Five Forces	
<b>Geschäftsführung</b>	<b>21</b>
<b>2. FUNDAMENTALE ANSICHT</b>	<b>22</b>
<b>Kennzahlen</b>	<b>22</b>
• Umsatz	
• EBIT und Konzerngewinn	
• Free Cashflow	
• Margen	
• Gewinn- und Verlustrechnung	
<b>Dividendenpolitik und Aktienrückkäufe</b>	<b>27</b>
<b>Historische Kennzahlen</b>	<b>28</b>
• KUV	
• KGV	
• KOCV	
<b>Einordnung nach Peter Lynch</b>	<b>30</b>
<b>Fundamentales Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>31</b>
<b>Rule of 40</b>	<b>32</b>



<b>3. KONKURRENZVERGLEICH UND BRANCHENANALYSE</b>	<b>33</b>
<b>Allgemeine Infos über die Branche</b>	<b>33</b>
• Einordnung nach dem GICS	
• Markt für Websicherheit	
• Zero Trust Security	
• Security-as-a-Service	
• Content Delivery Network (CDN)	
• Webserver	
• DDoS- und Bot-Schutzsoftware	
<b>Überblick über die Konkurrenz</b>	<b>42</b>
• Kennzahlen	
• Entwicklung des fairen Werts	
• Performance seit dem Börsengang	
<b>4. CHANCEN UND RISIKEN</b>	<b>45</b>
<b>Chancen</b>	<b>45</b>
• Steigender Anteil von Großkunden (1)	
• Zunehmende Cyberbedrohung für Unternehmen (2)	
<b>Risiken</b>	<b>48</b>
• Risiko der Branche (1)	
• Ineffizienz von Cloudflare (2)	
<b>5. UNSERE BEWERTUNG</b>	<b>51</b>
• Eigenkapitalkosten	
• Bilanzanalyse	
• Bewertungsszenarien und -modelle	
• Unsere Einschätzung	
<b>6. TECHNISCHE ANSICHT</b>	<b>55</b>
<b>Charttechnische Trendeinordnung</b>	<b>55</b>
• Übersicht	
• Langfristig	
• Mittelfristig	
• Kurzfristig	
• Aussicht	
<b>Technisches Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>58</b>
<b>Marktsymmetrie</b>	<b>59</b>
<b>Systematisches Risiko</b>	<b>60</b>
<b>7. FAZIT</b>	<b>61</b>
<b>Allgemein</b>	<b>61</b>
<b>Meinungen der Team-Mitglieder</b>	<b>62</b>

# 1. Das Unternehmen

## HISTORIE

### Gründung

Der Ursprung von Cloudflare liegt im Jahr 2004 als sich Matthew Prince und Lee Holloway fragten, woher eigentlich die ganzen Spam-Mails kamen, die das eigene Postfach überschwemmten. Mit dem "Project Honey Pot" gingen die beiden dieser Frage nach und entwickelten ein System, mit dem jeder Website-Besitzer nachvollziehen konnte, wie die Versender an ihre Adressen gekommen sind. Das Interesse an dem Programm wuchs rasant und die beiden Innovatoren integrierten immer mehr Gefahren, deren Herkunft die Anwender nun analysieren konnten. Aus der recht simplen Anwendung für ein alltägliches Problem entstand nach einigen Jahren ein großes Unternehmen, welches mit dem Bereich der Cybersicherheit genau die Probleme der heutigen Zeit trifft. Darüber hinaus schützt Cloudflare die Websites von Kunden heute nicht nur vor entsprechenden Gefahren, sondern verbessert auch die Performance der jeweiligen Internetseite.

### Gründung

Im Jahr 2009 lernte Matthew Prince an der renommierten Harvard Business School, an welcher er seinen MBA während einer Berufspause machte, Michelle Zatlyn kennen. Beide tauschten sich über das „Project Honey Pot“ aus, mit dem Prince inzwischen eine umfangreiche Community an Benutzern vorweisen konnte. Zatlyn dachte hingegen sofort einen Schritt weiter und brachte eine entscheidende Idee ein, die aus dem Projekt das heutige Cloudflare werden ließ: Die Weiterentwicklung des Systems, um nicht nur Bedrohungen zu identifizieren, sondern auch um den Betroffenen zu helfen und gegen die Gefahren anzugehen.

Der Name Cloudflare stammte schließlich von einem weiteren Studienkollegen, welcher es als Anspielung darauf sah, dass das junge Unternehmen eine Firewall in der Cloud anbieten wollte. An die technische Umsetzung dieser Idee setzte sich Lee Holloway, mit dem Prince zuvor Project Honey Pot begann, direkt, und Zatlyn entwickelte gemeinsam mit Prince die betriebswirtschaftliche Planung. Für weitere Hilfe konnten die Gründer darüber hinaus auf Dozenten in Harvard zurückgreifen und 2009 gewann Cloudflare an der Universität

sogar den Wettbewerb für den besten Businessplan.

Nachdem Zatlyn und Prince ihren Abschluss in Harvard erfolgreich erworben hatten, zogen die beiden schließlich zu Holloway nach Kalifornien, wo in Palo Alto später auch das erste Büro des Unternehmens eröffnet wurde. Die nächsten Schritte überschlugen sich jedoch regelrecht...

### **Erfolgsstory**

Zunächst entwickelte das Trio das Produkt von Cloudflare immer weiter und schaffte es noch im November 2009 die erste Finanzierungsrunde abzuschließen. Nur zu Erinnerung: Prince traf auf Zatlyn erst im Jahr 2009. Anschließend baute sich das junge Unternehmen ein kleines Team, bestehend aus diversen Ex-Mitarbeitern von Tech-Riesen auf, welche bspw. eine neue Herausforderung suchten.

Bis jetzt ging es bei der Entwicklung immer lediglich um den Sicherheitsaspekt, den Cloudflare Kunden bieten wollte. Nachdem diverse Investoren und Berater allerdings Bedenken äußerten, dass Latenzen (Verzögerungen) bei der Anwendung entstehen könnten, setzte das Team alles daran, auch diesen Bereich zu berücksichtigen. Dass der erste Nutzertest in 2010 dann allerdings sogar zeigte, dass die Website-Ladezeiten der Tester rund 30,00 % kürzer ausfielen, hatte wohl niemand erwartet. Für das Geschäftsmodell von Cloudflare war dies ein voller Erfolg und ein weiterer Selling-Point bei späteren Kunden.

Im September 2010 war es dann so weit und Prince und Zatlyn präsentierten in San Francisco auf der Bühne von TechCrunch ihr Produkt und verkündeten den Start. Mit dieser Präsentation erlangte Cloudflare auch direkt weitere Bekanntheit, denn die jährlich stattfindende Konferenz ist wie ein Sprungbrett für viele Technologie-Start-ups, die dort ihre Ideen und Unternehmen vor Investoren und der Allgemeinheit pitchten.

Bis zum Börsengang dauerte es von nun an kein ganzes Jahrzehnt mehr, denn dieser erfolgte im September 2019 an der NYSE.



Abb. 1: Börsengang

### Expansion

Im Laufe der Jahre erweiterte Cloudflare das Angebot für die eigene Kunden immer weiter bzw. verbesserte die bestehenden Leistungen - ein Überblick über die aktuellen Dienste folgt später im Geschäftsmodell. Um dies alles weltweit zuverlässig anbieten zu können, war zudem der Aufbau von Standorten auf der ganzen Welt wichtig, sodass heute 95,00 % aller Internetnutzer einen Standort aus dem Cloudflare-Netzwerk innerhalb einer Latenz von 50 ms erreichen können.

Darüber hinaus akquirierte Cloudflare diverse Web-Dienstleister und Cybersicherheitsunternehmen, um die eigene Entwicklung zusätzlich zu beschleunigen. Einige der interessantesten letzten Entwicklungen, die Cloudflare in das eigene Geschäftsmodell integrierte, sind:

- WARP (2019): kostenloser VPN-Service für Mobilgeräte
- erste SQL Datenbank von Cloudflare (2022)
- Zero Trust SIM (2022): eSIM mit besonderer Sicherheit
- Turnstile (2022): bessere Alternative zu CAPTCHA (das Tool, womit überprüft wird, ob du ein Mensch bist.)

## **MISSION, WERTE UND NACHHALTIGKEIT**

### **Mission**

Cloudflare verfolgt seit Beginn an die Mission, ein besseres Internet zu schaffen bzw. einen Beitrag dazu zu leisten. Im Ursprung war dies rein auf den Sicherheitsaspekt bezogen, aber inzwischen lässt sich dies auch auf die Geschwindigkeit diverser Kosten und auch auf die Komplexität beziehen. In allen Bereichen schafft Cloudflare Abhilfe und handelt auf diese Weise im Sinne des übergeordneten Leitspruchs.

### **Werte**

Bei den Werten bzw. "besonders geschätzten Fähigkeiten" liegt der Fokus auf verschiedenen Prinzipien und, ebenso wie bei der Mission, wird der finanzielle Erfolg des Unternehmens nicht hervorgehoben. Vielmehr wird die soziale Komponente und der übliche Erfindergeist der Technologieunternehmen aus dem Silicon Valley aufgegriffen, der für den Drang zur stetigen Verbesserung, das "Um-die-Ecke-Denken" und flache Hierarchien bekannt ist. Zu den Werten zählen:

- neugierig sein und lernen zu wachsen
- klare, direkte und transparente Kommunikation
- das Richtige tun
- Diversität fördern
- angefangene Arbeit auch fertigstellen
- mit Empathie und guten Intention

### **Nachhaltigkeit**

Cloudflare betreibt das gesamte Netzwerk mit erneuerbaren Energien und hat sich zudem dazu entschlossen, dass alle bereits emittierten Treibhausgase bis 2025 wieder „gutgemacht“ werden sollen. Dafür partizipiert das Unternehmen bspw. bei Programmen zur Wiederaufforstung.

Passend zur eigentlichen Mission ergänzt das Technologieunternehmen diesen Ansatz auch noch passend in Bezug auf die Nachhaltigkeit, indem es ein grüneres, kohlenstofffreies Internet als Ziel ansieht. Auch in Bezug auf weitere Aspekte, wie die Verursachung von Abfall, möchte Cloudflare verantwortungsbewusst handeln und sich stetig verbessern.

Auf der sozialen Ebene sind neben bereits thematisierten Aspekten wie der Diversität auch konkrete Beispiele zu nennen, die das Engagement von Cloudflare in der Gesellschaft untermauern. Seit 2014 schützt das Unternehmen unter dem Projektnamen Galileo diverse Künstler, Aktivisten, Journalisten und Menschenrechtsgruppen, indem man

ihnen Schutz vor Cyberangriffen zur Verfügung stellt. Im Jahr 2020 nahmen insgesamt 1.000 Einzelpersonen und Organisationen an diesem Projekt teil. Im letzten Jahr (2022) weitete Cloudflare dieses Angebot auf die Wahlinfrastruktur und -kampagnen im Rahmen der Midterm-Wahlen in den USA aus.

## **AKTIONÄRSSTRUKTUR**

Das Gründertrio oder zumindest Prince und Zatlun, die als CEO und COO auch heute noch enorm wichtig für Cloudflare sind, gehören nicht zu den größten Anteilseignern bei Cloudflare. Auf Morgan Stanley mit 11,10 % folgt die bekannte Vermögensverwaltung Baillie Gifford & Co. aus Schottland mit einem Anteil in Höhe von 9,25 %. Die einzigen weiteren Großaktionäre, die mindestens mit 5,00 % an dem Unternehmen beteiligt sind, sind die Vanguard Group mit 8,68 % und die Investmentgesellschaft Sands Capital Management mit 5,60 %.



## GESCHÄFTSMODELL

### Einleitung

Bei Cloudflare handelt es sich zweifelsohne um einen der größten Profiteure der Digitalisierung - der Firmenname des Unternehmens lässt bereits darauf schließen, dass das Geschäft auf Diensten rund um die Cloud basiert. Immer mehr Firmen verlagerten in den letzten Jahren ihre vormals lokal gespeicherten Daten in Cloud-Netzwerke externer Anbieter, um sich den teuren und zeitintensiven Ausbau der eigenen Server-Infrastruktur zu sparen und von weiteren Vorteilen zu profitieren. Selbst im nicht unbedingt für einen schnellen und erfolgreichen digitalen Wandel bekannten Deutschland nahmen im Jahr 2022 laut einer Meinungsumfrage von KPMG von 84 % der befragten 550 Unternehmen Dienstleistungen aus der Cloud in Anspruch.

Anders als andere Cloud-Dienstleister wie Amazon AWS oder Microsoft Azure setzt Cloudflare mit seiner Software nicht auf reines Speichern von Daten in der Cloud, sondern schaltet sich als reverse-proxy (bildlich gesprochen eine Art Türsteher) zwischen den Webserver und den Endkunden. Somit wird nicht direkt auf den Server zugegriffen, sondern auf das Netzwerk von Cloudflare. Daraus ergeben sich diverse Vorteile, wie etwa eine sicherere Verbindung, da ungewollte Zugriffe blockiert werden, eine schnellere Verbindung und eine bessere Erreichbarkeit. Wahrscheinlich hat jeder, der regelmäßig das Internet nutzt bereits, ohne es bewusst wahrzunehmen, auf eine mit der Software von Cloudflare geschützte Webseite zugegriffen.

Laut der amerikanischen Webseite The Hill wurden im Jahr 2022 über 20 % des gesamten Datenverkehrs im Internet durch den Service von Cloudflare geschützt - beeindruckende Zahlen für ein noch so junges Unternehmen. Auch Investoren konnten in den letzten Jahren von der erfolgreichen Entwicklung des in San Francisco ansässigen Unternehmens profitieren: Im August 2019 ging Cloudflare mit einer Erstnotierung von 15 USD je Aktie an die Börse, zwischenzeitlich notierte der Kurs im November 2021 bei 220 USD und damit über 1300% höher. Ob der aktuelle Kurs - der nach der Korrektur am Gesamtmarkt bei etwa 46 USD liegt - nun wieder eine gute Einstiegschance bietet, werden wir uns im weiteren noch anschauen. Zunächst wird im folgenden geklärt, was genau sich hinter dem Geschäftsmodell von Cloudflare verbirgt, welche verschiedenen Dienste angeboten werden und wie das Unternehmen seine Umsätze erwirtschaftet.

## Was genau leistet Cloudflare?

Cloudflares Mission ist es laut eigenen Angaben, ein besseres Internet zu erschaffen. Bereits in der Einleitung haben wir thematisiert, das sich das Geschäftsmodell Grundlegend von dem klassischer Cloud-Anbieter wie Amazon AWS und Microsoft Azure unterscheidet. Doch wie genau?

Fast jedem von uns dürfte inzwischen bei einem Zugriff auf eine Webseite ein Sicherheits-Captcha begegnet sein: Ein kurzes, meist bildbasiertes Rätsel, das wir lösen müssen, um unsere Menschlichkeit zu bestätigen und die Webseite so vor unbefugten Zugriffen durch Bots zu schützen. Dahinter steckt eine Software wie die von Cloudflare, die sich zwischen den den Webserver und den Endkunden schaltet.

Im Kern handelt es sich bei der Funktion der Software also um eine Zugriffskontrolle, die sensible Daten im Internet vor Angreifern schützt. Das Prinzip dabei nennt Cloudflare Zero Trust Service. Es wird also grundsätzlich jeder Zugriff auf einen Server geprüft und niemandem vertraut - besonders wichtig in Zeiten, in denen Unternehmen große Teile ihrer sensiblen Daten in Cloud-Netzwerke verlagert haben.

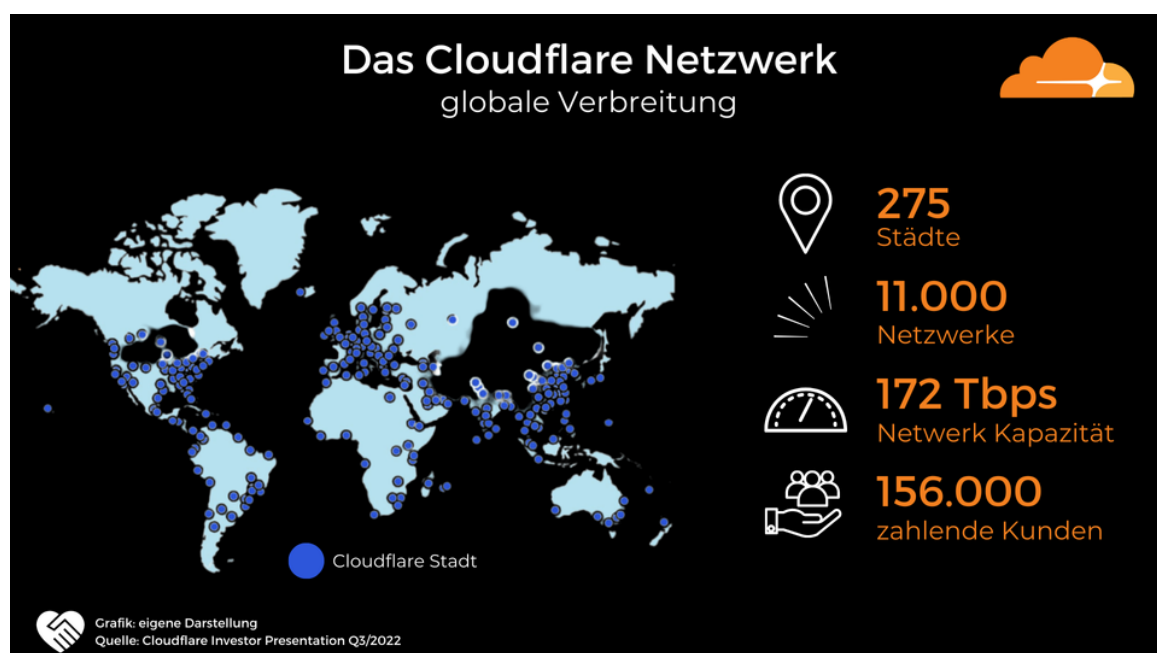


Abb. 2: Globale Netzwerk von Cloudflare

Neben diesem Schutz vor ungewollten Zugriffen wie Hacker-Angriffen oder DDoS-Attacken und damit deutlich größerer Sicherheit bietet die Plattform von Cloudflare seinen Kunden weitere Vorteile:

Durch die globale Verteilung der Webserver von Cloudflare, auf denen jeweils lokale Kopien entsprechender Webseiten abgelegt sind, wird eine schnellere Zugriffszeit des Endbenutzers auf die Inhalte ermöglicht, da dieser sich näher am jeweiligen lokalen Server befindet. Zudem werden Webseiten durch den Service von Cloudflare

zuverlässiger - dadurch, dass Kopien an unterschiedlichen Standorten vorliegen, können Ausfälle einzelner Server kompensiert werden. Es kommt in der Folge zu weniger oder gar keinen kompletten Ausfällen von Webseiten mehr.

Nach Angaben von Cloudflare nutzten im Jahr 2022 über 156.000 zahlende Kunden die Plattform des Unternehmens, die Zahl der großen Kunden mit einem jährlichen Umsatz von über 100.000 USD liegt bei knapp über 1400. Kein einzelner Kunde von Cloudflare ist für mehr als 10% der jährlichen Umsätze verantwortlich, allgemein ist das Unternehmen auf der Kundenseite gut diversifiziert. Zwar nutzen inzwischen 29 der weltweit 1000 größten Unternehmen den kostenpflichtigen Dienst von Cloudflare, trotzdem setzt sich ein Großteil der zahlenden Nutzer des Unternehmens aus kleineren Firmen und Startups zusammen, mit denen Cloudflare gemeinsam wächst. Die folgende Grafik zeigt einige der namhaftesten Kunden:



 Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: Cloudflare Investor Presentation Q3/2022

Abb. 3: Auswahl bekannter Kunden von Cloudflare

### Servicepakete und Preisgestaltung

Bei dem Produkt von Cloudflare handelt es sich um einen klassischen Software-as-a-Service-Dienst, bei dem in einem Abo-Modell verschiedene Pakete in Anspruch genommen werden können.

Die Besonderheit: Die Software von Cloudflare gibt es in einer kostenlosen Variante, die dem Kunden bereits viele Basisfunktionen ermöglicht. Durch dieses attraktive Modell der Kundengewinnung werden Unternehmen auf die Dienste von Cloudflare aufmerksam, in vielen Fällen folgt dann die Inanspruchnahme kostenpflichtiger Add-Ons oder eines Pakets im Abo-Modell.

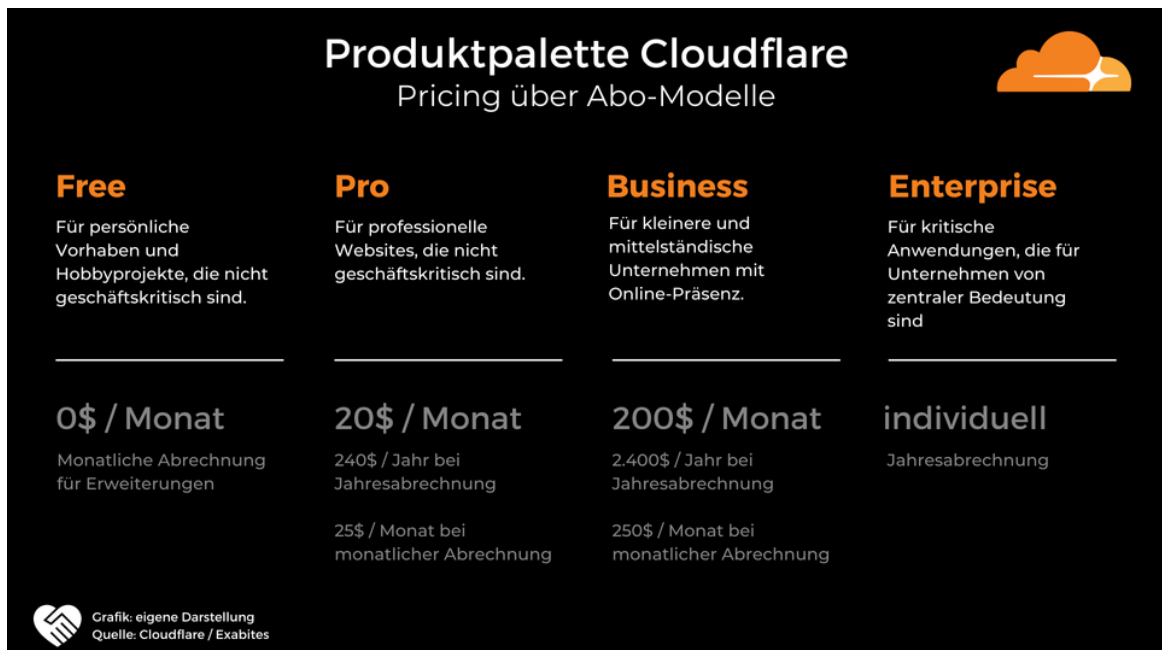


Abb. 4: Pricing und Produktpalette von Cloudflare

Bereits in der kostenfreien Version der Software werden Nutzern beispielsweise der Schutz vor DDoS-Attacken und die Beschleunigung der eigenen Webseite durch Nutzung der globalen Rechenzentren von Cloudflare ermöglicht. In den kostenpflichtigen Produktvarianten bieten sich dem Kunden dann unzählige weitere Funktionen, die im Bereich von Sicherheit und Geschwindigkeit von Webseiten kaum Wünsche offen lassen und zu zahlreich sind, um sie hier im Detail aufzuführen. Insgesamt bietet Cloudflare somit eine ganzheitliche Plattform die Webseiten sicherer, schneller und zuverlässiger macht.

## **BURGGRABEN**

### **Einleitung**

In vergangenen Tagen und auch heutzutage noch im Einsatz waren bzw. sind kostenintensive und komplexe, teilweise maßgeschneiderte Systeme und Hardwares nötig, um eine funktionierende Netzwerkinfrastruktur aufzubauen und betreiben zu können. Im Zeitalter der Cloud bietet Cloudflare als Dienstleistungsunternehmen unter anderem kostengünstige und effiziente cloudbasierte Websites- und Netzwerklösungen an.

Die angebotenen Produkte und Lösungen von Cloudflare kommen auch bei den Kunden gut an, was in einem konstanten Kundenwachstum resultiert. In den letzten vier Quartalen konnte das Unternehmen sowohl bei den kleinen, also umsatzschwächeren, aber vor allem bei Kunden mit einem Jahresumsatz von über 100.000 USD großartige Zuwächse verzeichnen. Eine starke Kundenbasis bildet zugleich einen starken Burggraben und eine solide Basis für weiteres Wachstum eines Dienstleistungsunternehmens. Dadurch sehen wir Cloudflare auch gestärkt gegenüber der Bedrohung durch neue Wettbewerber, was wir auch in der dementsprechenden Kraft der Branchenstrukturanalyse nach Michael E. Porter noch kurz erörtern.

Ein weiterer Punkt der definitiv zur Stärke des Burggrabens beiträgt, ist die „Dollar-Based Net Retention“ (DBNR). Im Mittelpunkt steht hier naturgemäß die Steigerung des wiederkehrenden Umsatzes durch Bestandskunden. Die Kennzahl gibt daher Auskunft über die Qualität der Bestandskunden. Cloudflare konnte in den letzten fünf Quartalen mit einer durchschnittlichen DBNR von rund 125,00 % deutlich zeigen, dass Kundenkohorten immer mehr Geld ausgeben. Diese Tatsache ermöglicht Cloudflare ein besonders dynamisches Wachstum. Obwohl Zahlen von über 100,00 % bereits positiv zu werten sind und die aktuellen Werte einer gewissen Schwankung unterliegen, ist CEO Matthew Prince zuversichtlich, dass mit Einführung neuer Produkte die angestrebte 130,00 %-Marke noch erreicht werden kann und soll.

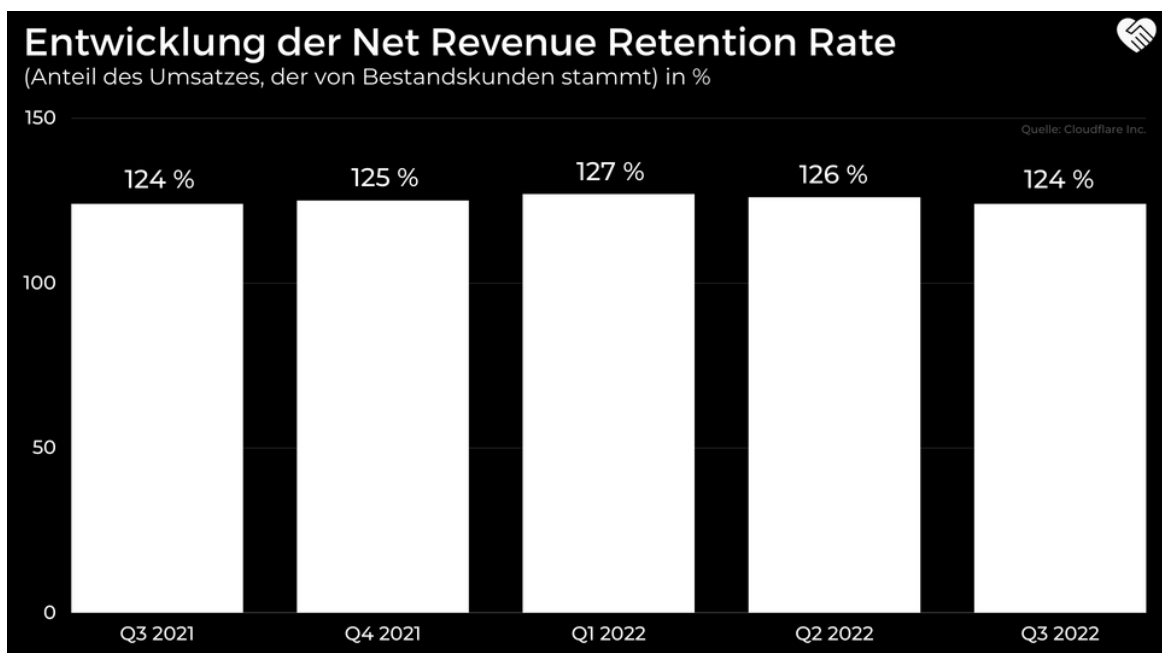


Abb. 5: Entwicklung der Net Revenue Retention Rate

### Porters Five Forces

Nachstehend die Branchenstrukturanalyse nach Michael E. Porter. Diese dient der Einordnung von externen Kräften, welche auf die Unternehmen einer Branche einwirken. Unsere Skala reicht hierbei von 0 bis 5. Je besser Cloudflare aufgestellt ist, desto höher ist die Punktzahl, welche wir vergeben.

Rivalität unter bestehenden Wettbewerbern	3/5	Als Content-Delivery-Network (CDN)-Unternehmen steht Cloudflare natürlich auch in Konkurrenz mit den großen Konzernen wie Microsoft, Amazon oder Google. Aber auch Fastly kann als Konkurrent identifiziert werden. Ebenso eher unbekanntere Unternehmen wie Akamai oder StackPath stehen in direkter Konkurrenz mit Cloudflare. Aufgrund der Tatsache, dass sich Cloudflare aber bereits gut im Markt etabliert hat, aber viele Unternehmen ähnliche Cloudlösungen bieten, bzw. zum Teil überschneidende Produkte offerieren, vergeben wir für diese externe Kraft 3 von 5 Punkte.
Bedrohung durch neue Wettbewerber	3/5	Cloudflare ist aktuell unter den Top-3-CDN-Anbietern weltweit zu finden. Basierend auf einer im Jahr 2020 durchgeführten Studie

Bedrohung  
durch neue  
Wettbewerber

3/5

von Intricately.com entfallen rund 89,00 % aller CDN-Kunden auf diese drei Anbieter. Zudem konnte Cloudflare im vergangenen Jahr 2022 sehr gute Kundenzugewinne von rund 24,00 % p. a. bei zahlenden Kunden und noch beeindruckender rund 62,00 % p. a. bei Kunden mit einem Jahresumsatz von größer 100.000 USD Umsatz verbuchen. Aus unserer Sicht sehen wir daher die externe Kraft der Bedrohung durch neue Wettbewerber aktuell als niedrig an und vergeben daher 3 von 5 Punkte.

Verhandlungsmacht der  
Lieferanten

3/5

Auch Cloudanbieter wie Cloudflare benötigen Hardwaresysteme, um ihre Cloud betreiben zu können. Cloudflare möchte möglichst nahe am Kunden sein und benötigt dafür Netzwerkzentren, verteilt quer über den Globus. Aktuell ist Cloudflare an mehr als 275 Standorten vertreten, mit dem ambitionierten Ziel, in Zukunft über 1000 Standorte zu betreiben. Dabei verlässt sich das Unternehmen laut eigenen Aussagen bei bestimmten Komponenten der Ausrüstung, die für den Betrieb des Netzwerks verwendet wird, auf eine begrenzte Anzahl an Lieferanten. Jede Unterbrechung der Verfügbarkeit dieser Komponenten könnte die Erhöhung oder Erweiterung der Kapazität des globalen Netzwerks erheblich einschränken bzw. verlangsamen. Obwohl Cloudflare keine langfristigen Verträge mit diesen Lieferanten pflegt, geht das Unternehmen davon aus, dass die benötigten Geräte wie Server auch über alternative Bezugsquellen zu ähnlichen Konditionen schnell gefunden werden könnten. Diese Annahme schwächt die Verhandlungsmacht der Lieferanten ab, wodurch sich Cloudflare mit 3 von 5 Punkten positionieren kann.



Verhandlungsmacht der Kunden

4/5

Basierend auf der Expansion konnte die Kundenbasis ähnlich stark anwachsen wie das Unternehmen selbst. Durch eine breite Kundenbasis kann es Cloudflare im Zweifelsfall auch sehr gut verkraften, wenn der eine oder andere Kunde wegfällt. Das Unternehmen ist eben nicht nur von einigen wenigen Großkunden wie Panasonic, Shopify oder Sixt abhängig, sondern sehr breit gestreut und kann somit auch potenzielle Umsatzverluste durch die vielen kleinen und mittelgroßen Kunden kompensieren. Obwohl es natürlich auch namhafte Konkurrenten gibt, zeigt das Kundenwachstum der vergangenen Jahre keine Anzeichen von Schwäche. Daher vergeben wir 4 von 5 Punkte.

Bedrohung durch Ersatzprodukte

4/5

Eingangs zu diesem Kapitel wurden die klassischen Netzwerkzentren im privaten als auch im Firmenbereich erwähnt. Diese Lösungen sind auch als „On-Premises-Lösungen“, also als lokal platzierte Rechenzentren, möglich. Dieser langjährig bewährte Ansatz wird sicher noch einige Jahre bzw. Jahrzehnte als Technologie neben der Cloudlösung weiter existieren. Wie bereits in unserer Analyse zu HubSpot erörtert, verliert dieses Nutzungsmodell aber zunehmend an Relevanz. Aktuelle Ersatzprodukte, die netzwerkbasierte Cloudlösungen in naher bis mittlerer Zukunft gefährden könnten, stehen aktuell nicht im Raum, woraus sich für uns eine Bewertung von 4 Punkten ergibt.



Abb. 6: In Porters Burggraben-Rating erzielt Cloudflare 17 von 25 Punkte.

## GESCHÄFTSFÜHRUNG

Matthew Prince

Matthew Prince ist seit 2009 nicht nur der Mitbegründer, CEO und Chairman von Cloudflare, sondern er war auch zuvor schon einmal in einer ähnlichen Position tätig. Bis 2001 war er als Chair bei Unspam Technologies beschäftigt; ebenfalls eine Firma aus dem Technologiesektor, welche er selbst einst mitbegründete.

Wie bereits in der Historie erwähnt, erwarb Prince in Harvard seinen MBA und machte dafür eine Karrierepause - rückblickend sicherlich eine der besten Entscheidungen, die er je getroffen hat, denn auf diese Weise traf er Zatlyn und Cloudflare entstand. Darüber hinaus hat Prince auch einen Bachelorabschluss in Englisch, einen niedrigeren Abschluss in Computerwissenschaften, sowie einen Doktor im Themengebiet Jura.

Das Festgehalt von Prince und Zatlyn lag im letzten Geschäftsjahr bei 400.000 USD und wurde auch in den Jahren zuvor nicht angepasst. Dasselbe gilt für die anderen Mitglieder der Führungsebene (Seifert und Kramer), welche mit 650.000 USD und 550.000 USD zwar grundsätzlich mehr als die beiden Mitbegründer verdienen, aber in den letzten Jahren ebenfalls keine Gehaltserhöhung erhielten.

Deutlich relevanter (vom Volumen) sind je nach Person allerdings noch die langfristigen Prämien für die jeweils erbrachten Leistungen. Diese Summe lag bspw. bei Seifert (CFO) im letzten Geschäftsjahr bei einem Vielfachen seines normalen Gehalts.



Abb. 7: Matthew Prince

# 2. Fundamentale Ansicht



## Aktienfinder

Die Prognosen aus diesem Abschnitt werden vom **Aktienfinder** zur Verfügung gestellt.

## KENNZAHLEN

### Umsatz

#### Entwicklung

Vorab eine kurze Anmerkung zum Kapitel der fundamentalen Kennzahlen. Das Geschäftsjahr 2022 ist zwar zum Zeitpunkt der Analyse bereits abgeschlossen, allerdings sind die abschließenden Q4-Zahlen noch nicht veröffentlicht bzw. testiert. Daher ist das Jahr 2022 als „geschätzt“ in den folgenden Grafiken hinterlegt.

Cloudflare hat es gerade in den letzten Jahren erfolgreich unter Beweis gestellt, dass sie eine Firma mit besonders starkem Umsatzwachstum sind. In unserem Betrachtungszeitraum von 2017 bis 2021 hat das Unternehmen den Umsatz um durchschnittlich 48,52 % p. a. steigern und 2021 einen Umsatz von 656,43 Mio. USD realisieren können. Dieses Wachstum ist vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen auf das stetige Wachstum der Neukunden. Zum anderen aber auch durch die sog. Dollar-Based Net Retention (DBNR) Rate, welche bereits im Kapitel des Burggrabens thematisiert wurde.

Um das zukünftige Wachstum weiter aufrechtzuerhalten, möchte Cloudflare zu den bisher genannten, auch weitere Schritte gehen. Diese bestehen z. B. darin, neue Produkte und Lösungen auf den Markt zu bringen und so den Kunden noch mehr Dienstleistungen zur Auswahl zu geben. Die Analysten gehen davon aus, dass der Umsatz von Cloudflare weiter dynamisch wächst. Bis 2024 wird ein Wachstum von 38,58 % p. a. erwartet. Dennoch ist zu erwähnen, dass ab 2023 ein etwas abflachendes Wachstum erwartet wird.

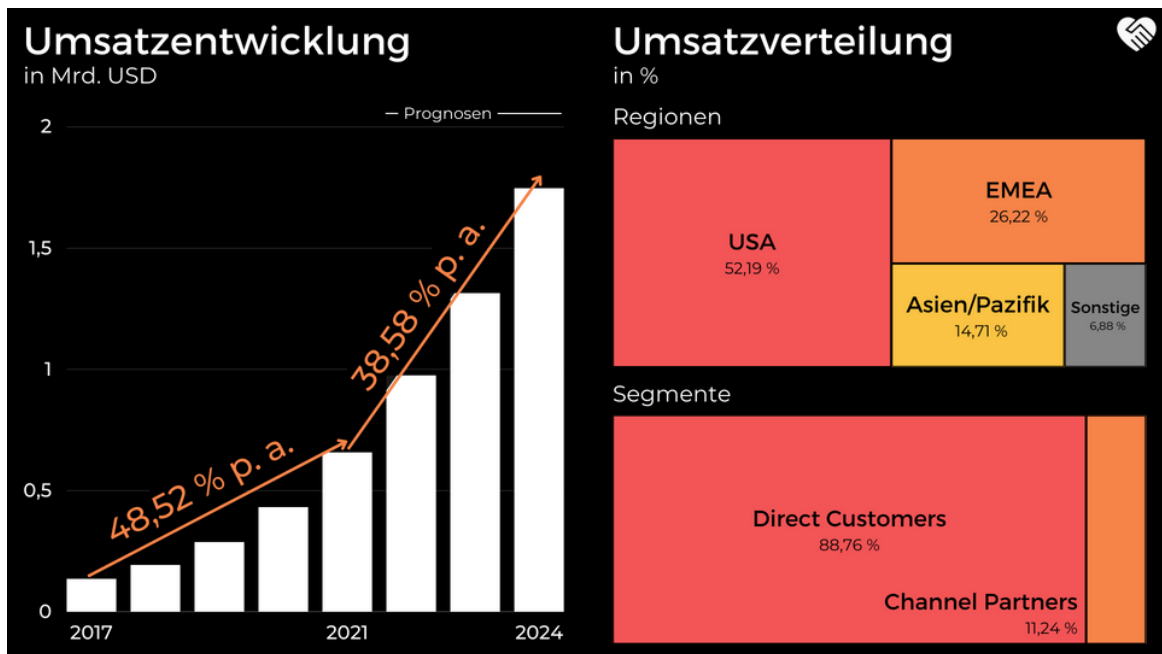


Abb. 8: Umsatzentwicklung und -verteilung

#### Umsatzverteilung nach Segmenten

Cloudflare weist grundsätzlich keinen Umsatz nach Segment aus. Somit wären 100,00 % der Einnahmen der „Global Cloud Plattform“ von Cloudflare zuzurechnen. Eine Unterteilung nimmt Cloudflare selbst in der Art vor, wie der Umsatz realisiert wird. Zum einen das interne Sales-Team und zum anderen externe Partner oder auch „Sales Channels“. Der Anteil der direkt durch Cloudflare verkauft wird, beträgt 88,76 %. Dieser hohe Wert spiegelt eine doch recht starke Unabhängigkeit gegenüber externen Vertriebsnetzen wider.

#### Umsatzverteilung nach Regionen

Der Umsatz von Cloudflare wird hauptsächlich in den USA realisiert. Auf diese entfallen 52,19 % des gesamten Konzernumsatzes. Europa so wie der Mittlere Osten und Afrika kommen auf 26,22 %. Asien-Pazifik ist auf dem dritten Platz und kommt auf 14,71 %. Die restlichen Regionen gehen auf 6,88 %. Für uns wäre es interessant gewesen, zu sehen, wie hoch der Russland/Ukraine-Anteil von Cloudflare ist. Allerdings ist dies aus den Geschäftsberichten für uns nicht gänzlich ersichtlich gewesen. Schätzt man großzügig, könnte man die Hälfte des Anteils von Europa, dem Mittleren Osten und Afrika annehmen; dies würde also 13,11 % entsprechen. Ob dies der Realität entspricht, können wir nicht beantworten. Tendenziell würden wir von weniger ausgehen.

#### EBIT und Konzerngewinn

Für Cloudflare ist das operative Ergebnis nach der Rechnungslegung GAAP stets stark negativ. Die Schätzungen der Analysten gehen jedoch

immer von den Non GAAP Zahlen aus, weswegen wir auch die Zahlen von 2017 als Non GAAP ausgewiesen haben.

Das Non GAAP EBIT ist allerdings auch dauerhaft negativ gewesen. Dies lag grundsätzlich jeweils an den sehr hohen Vertriebs- sowie Forschungs- und Entwicklungskosten. Damit war Cloudflare noch nie in der Lage, durch das operative Geschäft schwarze Zahlen zu schreiben. Dies sollte jedoch nicht zu kritisch hinterfragt werden. Cloudflare ist einem Geschäft, welches sehr stark von Investitionen getrieben ist. Daher ist es normal, dass in der Wachstumsphase Verluste hingenommen werden müssen.

Folglich ist auch der Konzerngewinn noch recht weit von der Profitabilität entfernt.

Ab 2022 soll das Non GAAP EBIT zumindest im profitablen Bereich taxieren. Nimmt man von diesem das Wachstum bis 2024, so kommt man auf ein geschätztes EBIT Wachstum von 61,72 % p. a. Der Konzerngewinn soll allerdings auch im Jahr 2024 noch in der Verlustzone verbleiben. Insofern erübrigt sich die Berechnung einer durchschnittlichen Wachstumsrate.

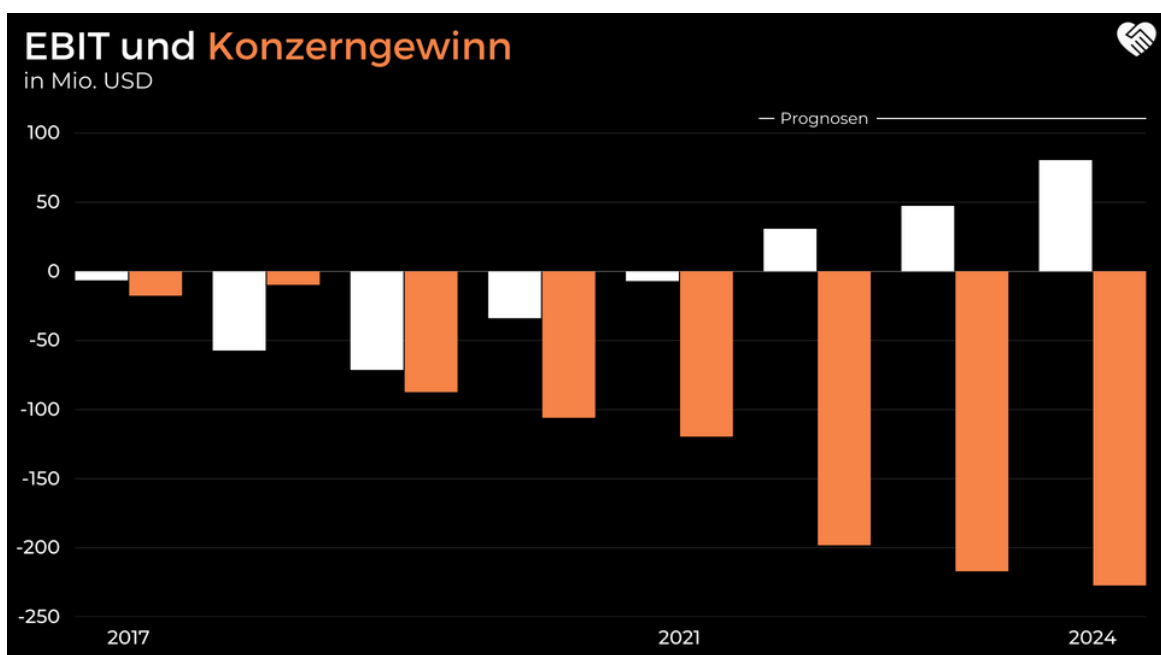


Abb. 9: EBIT- und Konzerngewinnentwicklung

### Free Cashflow

Bisher haben wir den Free Cashflow nie separat thematisiert. Allerdings ist es gerade bei Wachstumsunternehmen spannend, auch diese Kennziffer zu betrachten. Der Free Cashflow ergibt sich aus dem Cashflow der operativen Tätigkeit abzüglich der Investitionsausgaben z. B. für neuere Server.

Ein Blick auf die unten aufgeführte Grafik genügt, um zu sehen, dass auch der Free Cashflow in den letzten Jahren nicht sonderlich positiv ausgefallen ist. Die Begründung hierfür kann in zwei Teilbereichen gefunden werden. Zum einen war der operative Cashflow in den letzten Geschäftsjahren einfach negativ bzw. recht gering, dies soll sich jedoch nach Schätzungen in den kommenden Jahren positiv verändern. Zum anderen sind die Investitionsausgaben von Cloudflare ein großes Hindernis für hohe Free Cashflows. Man muss sich klar vor Augen führen, dass das Geschäftsmodell von Cloudflare solch hoher Investitionen bedarf, um den eigenen Ansprüchen sowie auch den Ansprüchen der Kunden gerecht zu werden. Daher ist es nicht verwunderlich, dass erst zukünftig das Potenzial des Free Cashflows ausgeschöpft werden kann.

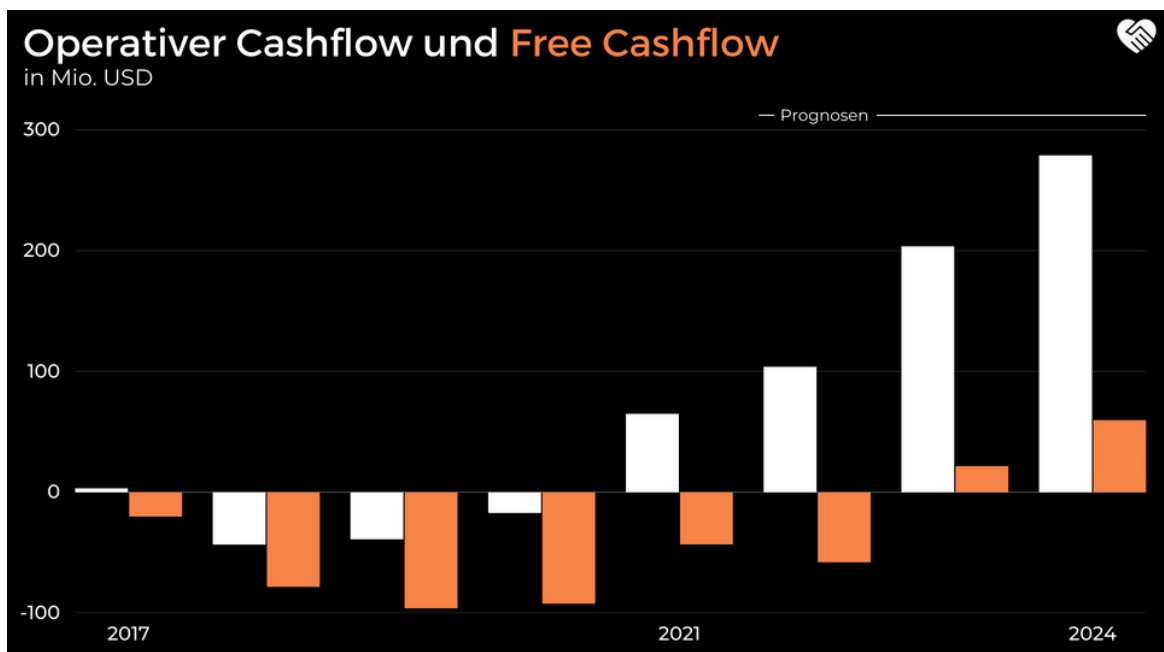


Abb. 10: Operativer Cashflow und Free Cashflow

## Margen

Cloudflare kam im Geschäftsjahr 2021 auf eine Bruttomarge von 77,59 %. Damit bewegt sich das Unternehmen im Rahmen der Branchenbedingungen auf einem sehr hohen Niveau. Wie jedoch bereits erwähnt, kann dieses Niveau bei den bereinigten EBIT Margen sowie beim Konzerngewinn nicht aufrechterhalten werden. So schwankte diese zwischen einem Niveau von -1,07 % im Jahr 2021 und -29,60 % im Jahr 2018. Seit diesem Tiefpunkt ist allerdings eine stetige Verbesserung eingetreten. Ab 2022 wird daher auch mit positiven Margen kalkuliert. Die Nettomarge lag in der Vergangenheit ebenfalls stets im negativen



Bereich. Ebenso soll diese auch zukünftig dort verweilen. Es wird noch etwas länger dauern, bis auch die strengste Kennziffer in der Rechnungslegung GAAP schwarze Zahlen vermelden wird.

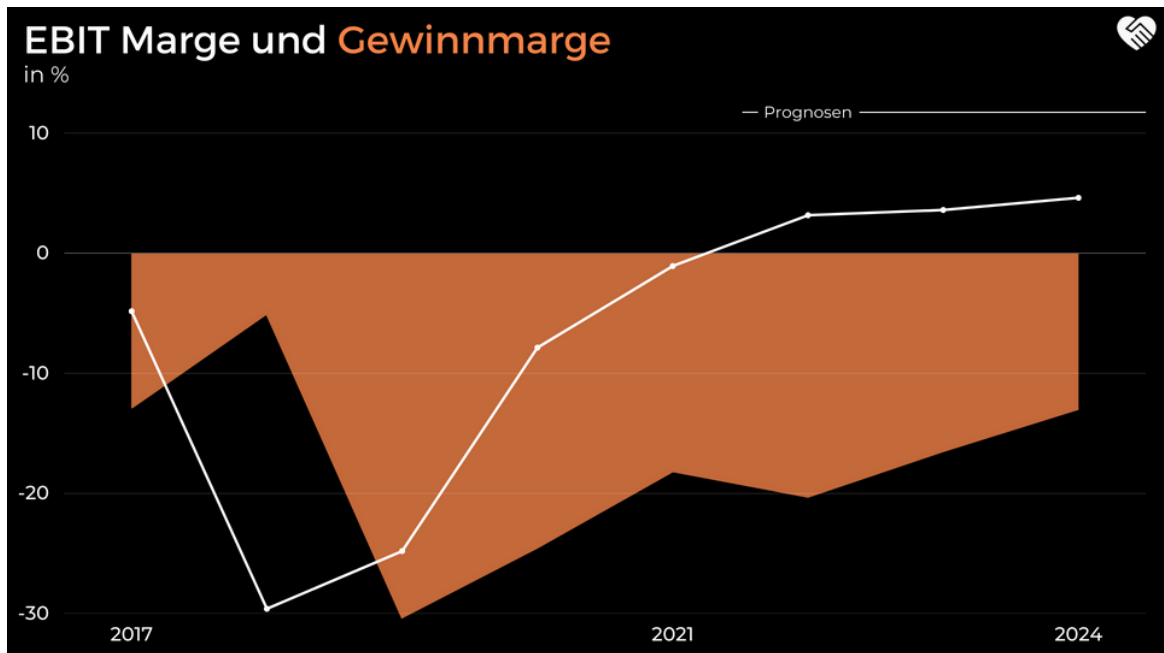


Abb. 11: EBIT- und Gewinnmargenentwicklung

### Gewinn- und Verlustrechnung

In der folgenden Abbildung werden alle Erkenntnisse aus den letzten Kapiteln zusammengefasst.

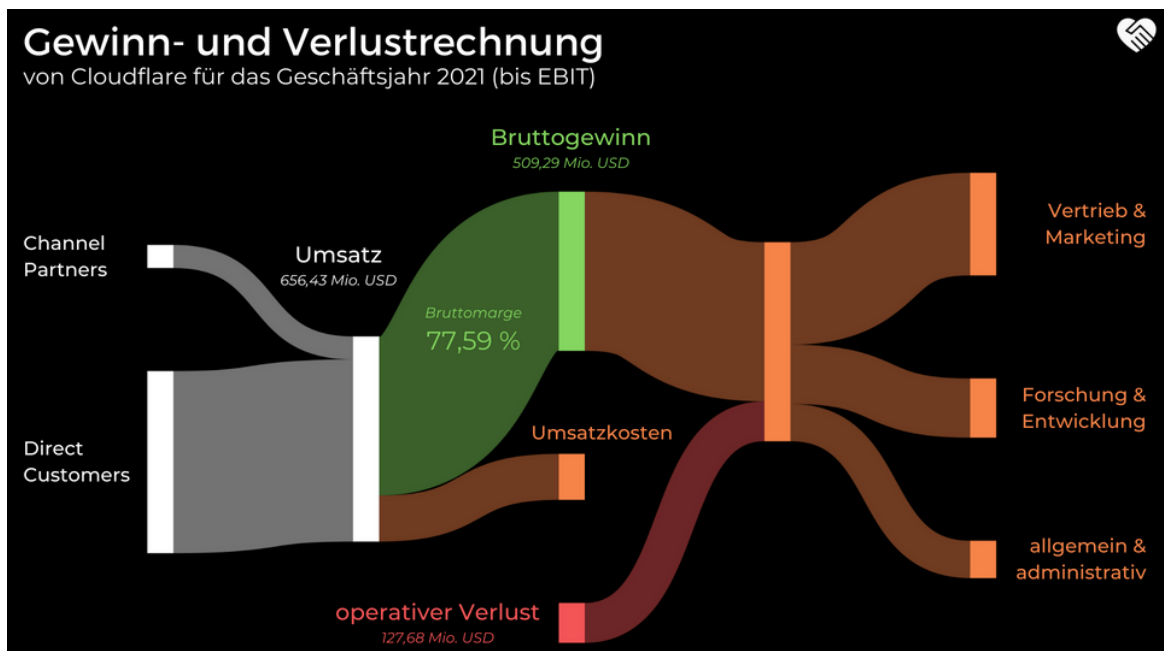


Abb. 12: Gewinn- und Verlustrechnung

## DIVIDENDENPOLITIK UND AKTIENRÜCKKÄUFE

Wie wohl bereits erwartet, schüttet Cloudflare keine Dividenden an seine Anteilseigner aus. Cloudflare investiert das generierte Geld viel mehr in das eigene Geschäftsmodell, um weitere Kunden zu akquirieren. Die Anzahl der Aktien ist über die Jahre leicht steigend gewesen. Auch zukünftig sollte man als Investor nicht zu sehr auf eine sinkenden Aktienanzahl setzen, da wir davon ausgehen, dass ein großer Teil des generierten Geldes in die Server von Cloudflare fließen.

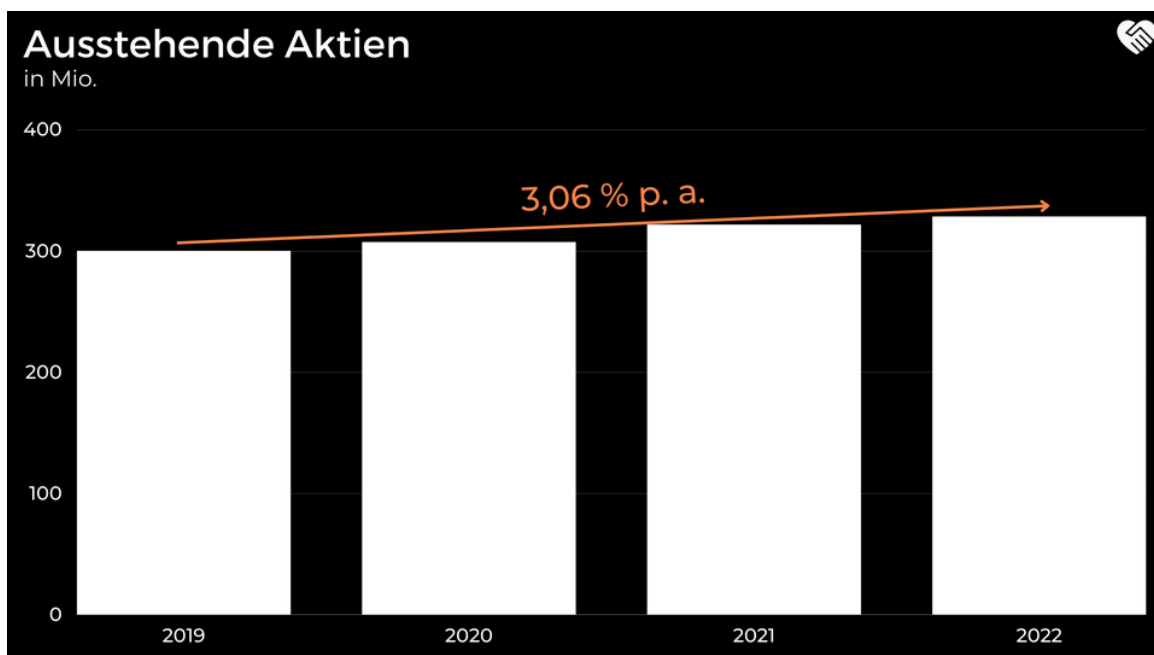


Abb. 13: Entwicklung der Anzahl ausstehender Aktien

## **HISTORISCHE KENNZAHLEN**

### **KUV**

Das KUV ist bei Cloudflare seit dem Börsengang bereits sehr hoch bepreist. So war dieses bereits Ende 2019 bei 17,91. Dieser Wert wurde bis 2021 auf 64,45 gesteigert, was die immense damalige Bewertung von Cloudflare sehr gut widerspiegelt. Durch die starke Korrektur, die die Aktie in der jüngsten Vergangenheit erfahren hat konnte das KUV wieder in normale Sphären taxieren. Derzeit liegt das KUV bei 17,45, was jedoch unter Berücksichtigung der Verlustsituation, immer noch als sehr hoch angesehen werden kann. Bis 2024 wird vom aktuellen Kurs geschätzt, dass dieses auf 9,99 abfällt.

### **KGV**

Das KGV behandeln wir hier nur sehr erschöpfend, da diese Kennziffer stets im negativen Bereich wiederzufinden war bzw. ist. Nach den Analystenmeinungen gilt dies auch noch für die zukünftigen Jahre. Das Jahr 2021 war bisher der Höhepunkt des negativen KGVs mit einem Wert von -354,44.

### **KOCV**

Wir haben bereits thematisiert, dass auch der operative Cashflow von Cloudflare in vielen Jahren rote Zahlen vorwies. Dies hat folgerichtig auch die Konsequenz, dass das KOCV negative Vorzeichen vorwies. 2021 konnten allerdings erstmals seit dem Börsengang positive Cashflows generiert werden. Wie jedoch beim KUV auch, war die Bewertung entsprechend hoch. Das 654,46-fache des operativen Cashflows musste man für Cloudflare als Investor im Jahr 2021 zahlen. Bis 2024 soll dieser Wert zumindest auf 62,57 absinken.

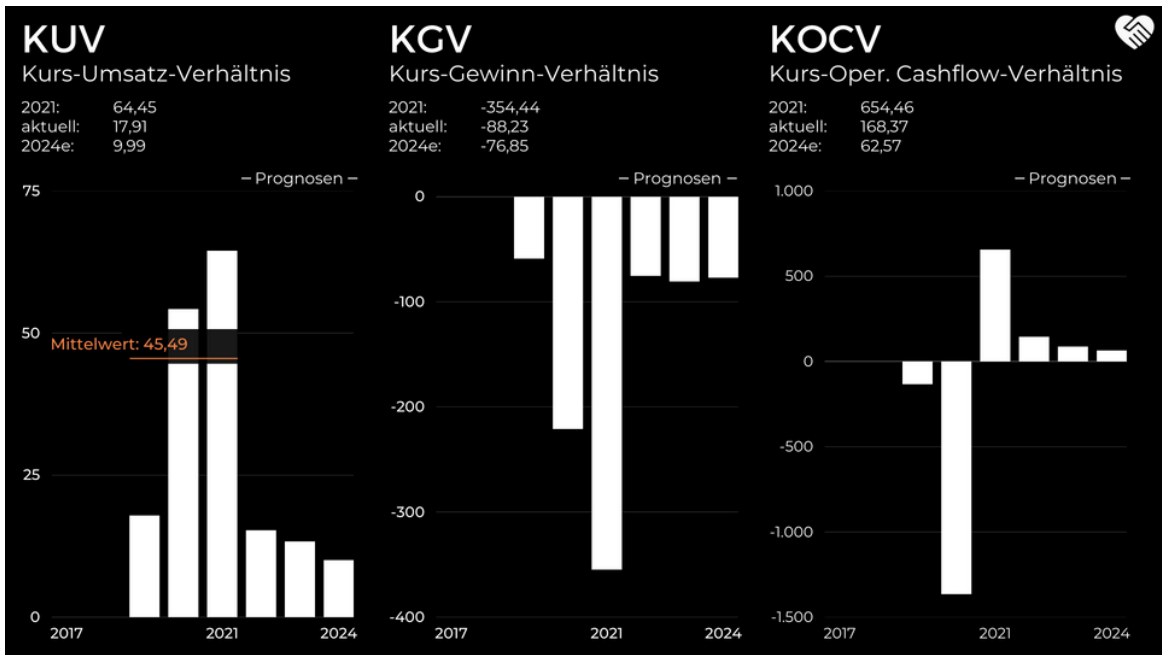


Abb. 14: Entwicklung von KUV, KGV und KOCV

## EINORDNUNG NACH PETER LYNCH

Cloudflare ist ohne Frage natürlich ein Fast Grower. Das Unternehmen hat es in den vergangenen Jahren eindrucksvoll geschafft, in einem hohen zweistelligen Prozentbereich zu wachsen. Auch zukünftig wird dies zumindest beim Umsatz erwartet.

**Einordnung nach Peter Lynch**

- Slow Grower**  
- Wachstum: 2 % bis 4 %  
- Dividende: großzügig, regelmäßig
- Average Grower**  
- Wachstum: 10 % bis 12 %  
=> stetig, kontinuierlich
- Fast Grower**  
- Wachstum: 20 % bis 25 %  
=> Expansion + Reinvestition  
=> häufig klein + aggressiv + neu
- Zyklischer**  
- zyklische Gewinnentwicklung  
=> Umsatzentwicklung  
=> parallel zur Gesamtwirtschaft
- Turnaround**  
- Konkurs droht  
- extremer Kursverlust  
=> Hoffnungsschimmer
- Asset Play**  
- Betriebsvermögen  
=> von Masse übersehen  
=> z.B. Liquidität, Immobilien, ...

Abb. 15: Cloudflare ist ein Fast Grower.

## FUNDAMENTALES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Cloudflare kommt in unserem Rating für Fast Grower leider nur auf ein recht bescheidenes Ergebnis mit 5 von 10 Punkten. Großteils liegt dies an der noch unprofitablen Vergangenheit und Zukunft des Konzerns. So gehen auf Grundlage dessen, die Punkte für das vergangene EBIT Wachstum, den positiven Konzerngewinn, die derzeitigen EBIT Marge sowie das erwarteten KGV in 5 Jahren verloren. Wir haben jedoch, da die Schätzungen in die richtige Richtung gehen, den Punkt für das EBIT Wachstum der nächsten 3 Jahre sowie für das EBIT Margenwachstum vergeben. Die Berechnung der jeweiligen Prozentsätze war wegen der negativen Ausgangswerte nicht möglich.

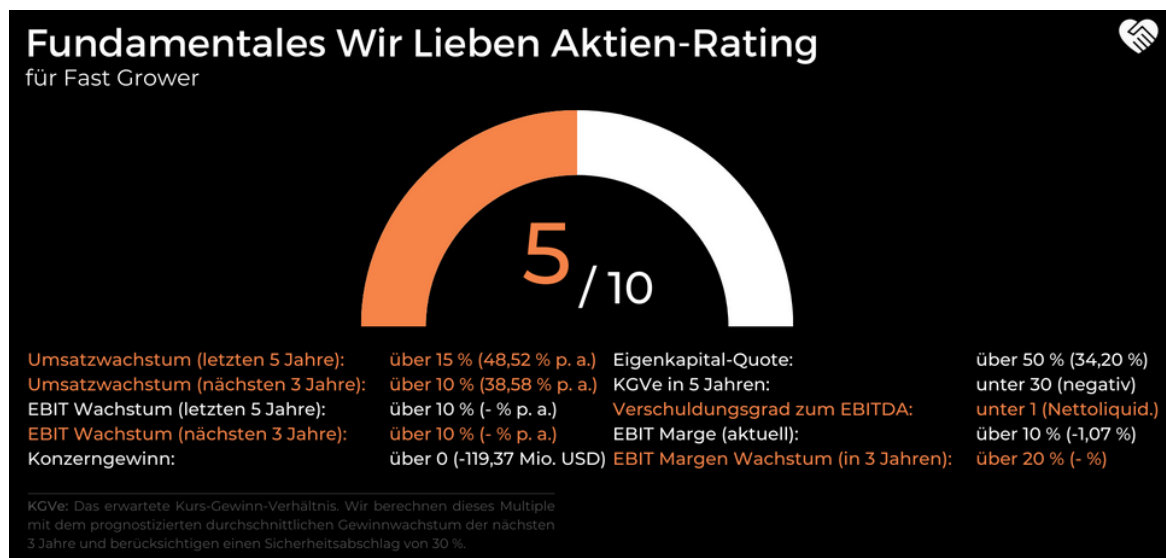


Abb. 16: Cloudflare erzielt im fundamentalen Rating für Fast Grower 5 von 10 Punkte.

## RULE OF 40

Da Cloudflare ein Fast Grower ist, möchten wir auch einen Blick auf die Rule of 40 werfen. Diese hatten wir zuletzt in der HubSpot- Analyse angewendet und bietet sich auch hier an. Man erkennt schnell, dass die stark negative Free Cashflow Marge in den Jahren vor 2021 die Kennziffer maßgeblich unter 40 gehalten hat. 2021 und voraussichtlich 2022 soll die Rule of 40 bei 45,72 % bzw. 42,50 % liegen. Da jedoch die Free Cashflow Marge noch nicht sonderlich hoch ausfallen und das Umsatzwachstum 2023 und 2024 nachlassen soll, wird erwartet, dass die Rule of 40 wieder knapp unter 40 auf 36,42 % absinken soll.

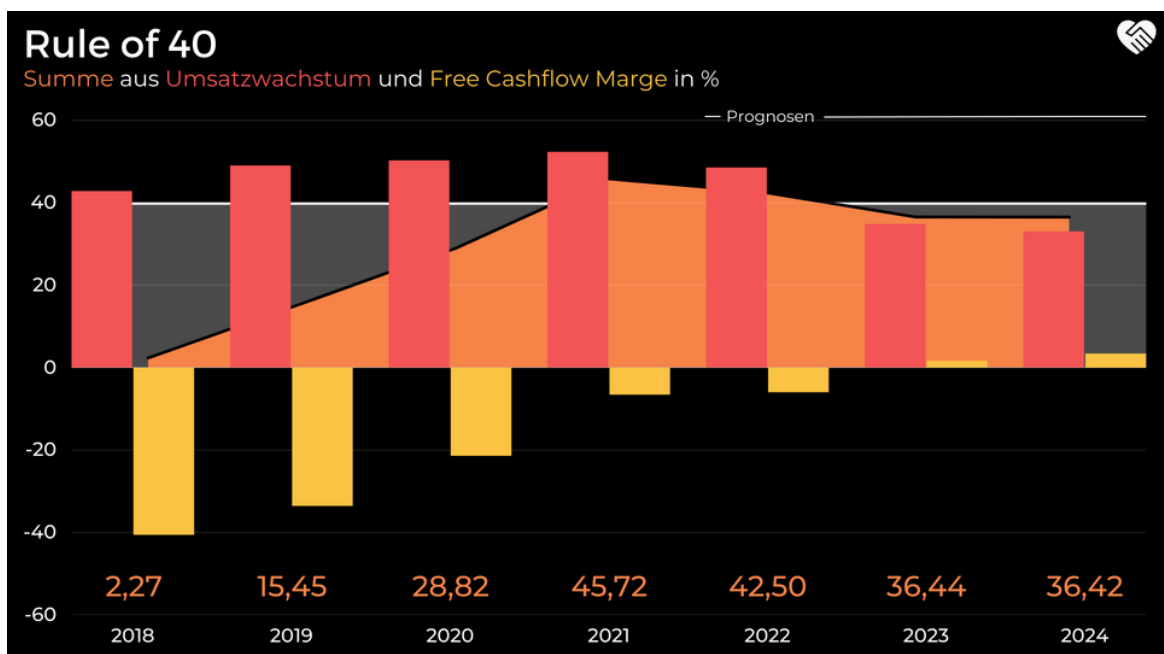


Abb. 17: Rule of 40



# 3. Konkurrenzvergleich und Branchenanalyse

## ALLGEMEINE INFOS ÜBER DIE BRANCHE

### Global Industry Classification Standard – GICS

Zur besseren Einordnung definieren wir zuerst die Branche, basierend auf der zentralen Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Wir beziehen uns hierbei auf den Global Industry Classification Standard (kurz GICS), der zunächst den Sektor definiert, welcher sich wiederum in Industriegruppe, Industrie und Subindustrie unterteilen lässt:

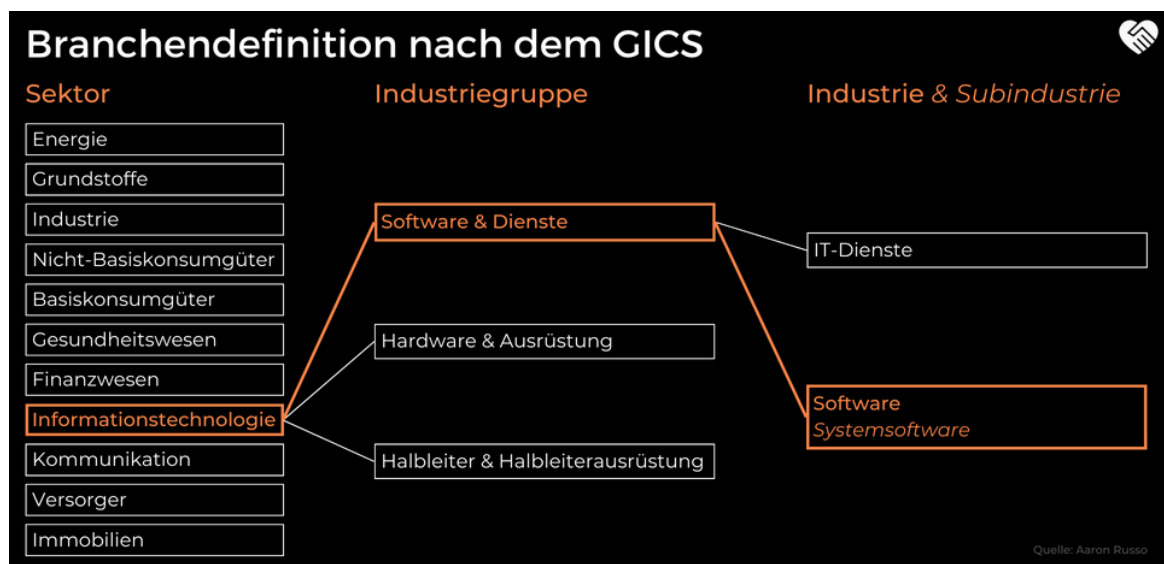


Abb. 18: Branchendefinition nach dem GICS

### Markt für Websicherheit

Das Thema Websicherheit wird für immer mehr Unternehmen wichtiger denn je. Auch durch die vermehrte Nutzung des Internets, die zwar weit vorangeschritten, aber immer noch nicht am Ende ist, gibt es vermehrt Cyberrisiken. Aus diesem Grund entscheiden sich weitaus mehr Konzerne für ein Einführen von Websicherheitssystemen, die Software, cloudbasierte Dienste und vieles mehr bieten, um die Benutzer vor Maleware, also Schadprogrammen, zu schützen.

Im Vergleich zu 2021 soll sich der Gesamtumsatz dieses Segments 2026 mehr als verdoppelt haben. Dieser Anstieg führt zu einer höheren Wachstumsrate als noch von 2016-2021, woraus resultiert, dass sich das Wachstum voraussichtlich nochmals verstärken wird. Für Cloudflare

kann dies durchaus eine noch höhere Nachfrage als bisher bedeuten, auch wenn man hier dazusagen muss, dass nicht alle Angebote von ihnen repräsentiert werden. Uns gibt diese Grafik jedoch eine grobe Richtung mit, wie sich der Gesamtmarkt entwickeln soll und wie es um die Nachfrage einiger Produkte von Cloudflare aussieht.

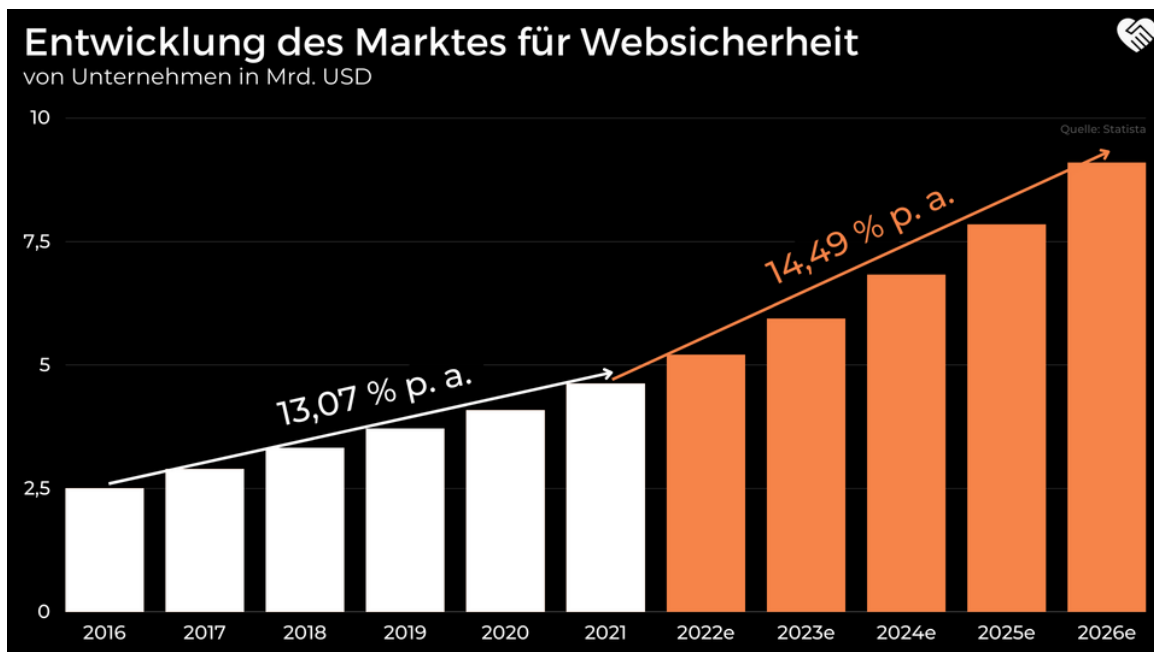


Abb. 19: Entwicklung des Marktes für Websicherheit von Unternehmen

### Zero Trust Security

Bevor wir auf die Marktgröße eingehen, wollen wir zunächst in dieses Thema einführen, weil dieses, auf Cloudflare bezogen, durchaus kein unwichtiges ist.

Von Einigen wird Zero Trust als „Das Prinzip der neuen IT-Welt“ beschrieben. Ganz neue Sicherheitsstandards werden mit einer Implementierung eingeführt, die Einführung ist nicht sonderlich kompliziert. Im Grunde genommen geht es bei der Zero-Trust- Methode darum, keinem Akteur auf der Website o. Ä. zu vertrauen, sondern jeden zu verifizieren, der auf Ressourcen zugreifen möchte. Mit diesem Vorgehen wird zudem auch ermöglicht, ganz andere Daten zu erfassen und für mehr Transparenz zu sorgen, da jeder Datenfluss dokumentiert und überprüft wird. Der voranschreitende Ausbau wird zudem von der Erkenntnis, dass Cybervorfälle durchaus nicht selten durch Bedrohungen von innen entstehen, weiter verstärkt.

Diese Vorteile spiegeln sich ebenfalls in der Abbildung 20 wider, denn bis 2027 soll der Markt eine Größe von etwa 60,00 Mrd. USD erreichen, was ab dem Jahr 2021 einer Wachstumsrate von 17,30 % pro Jahr entsprechen würde. Cloudflare bietet genau in diesem Bereich

Lösungen an und wird diese stark steigende Nachfrage höchstwahrscheinlich auch zu spüren bekommen. Dabei muss die Qualität stets verbessert werden, um sich als der interessanteste und sicherste Anbieter dieser Angebote herauszustellen.

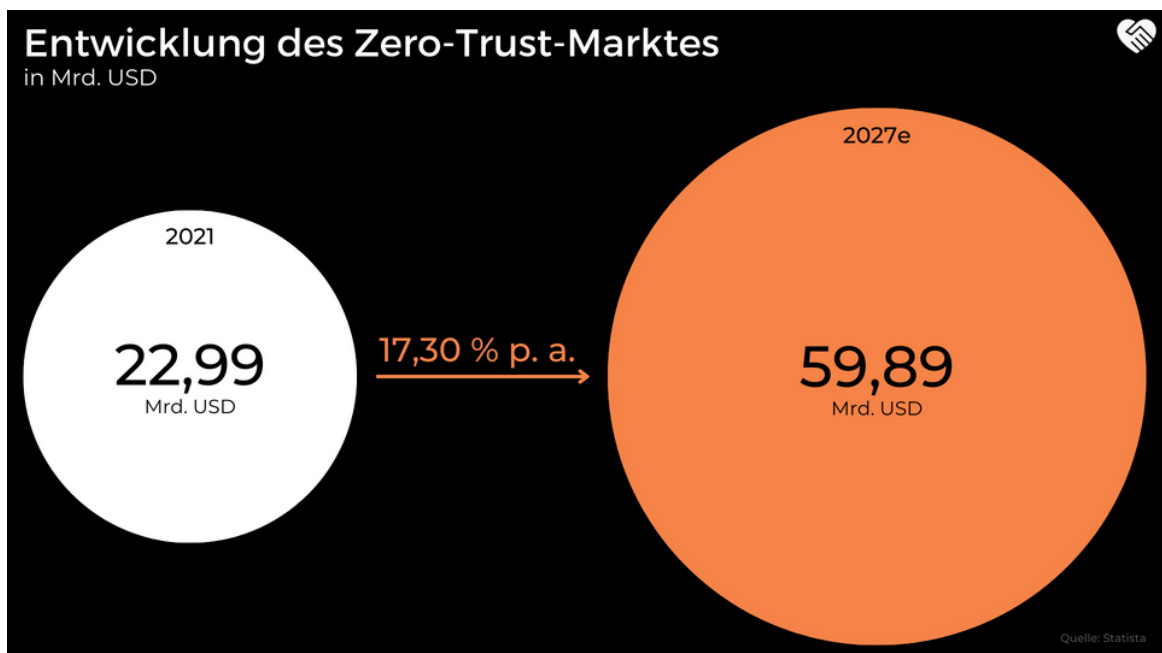


Abb. 20: Entwicklung des Zero-Trust-Marktes

## Security-as-a-Service

### Einleitung

Im Bereich des SECaaS werden Unternehmen große Belastungen abgenommen und gleichzeitig hohe Kosten erspart, denn hier wird das Thema Cybersicherheit an externe Konzerne ausgelagert. Einige Beispiele sind der Schutz vor Datenverlusten, Virenschutzverwaltung und die Erkennung von Eindringungsversuchen in die internen Systeme. Nun soll es verstärkt um dieses Thema gehen, dabei gehen wir auf Vorteile sowie Herausforderungen, aber auch die Entwicklung des Gesamtmarktes ein.

### Vorteile von SECaaS

Ganz unabhängig von der Größe der Unternehmen sind die Vorteile in etwa gleich. Natürlich unterscheiden sich diese u. a. bei den Auswirkungen, sind vom Grundprinzip her aber, vereinfacht dargestellt, gleich.

Als ein wichtiger Vorteil stellt sich der Zugriff auf neueste Sicherheitstechnologien heraus, die für die alleinige Beschaffung einfach zu teuer wären und sich oftmals nicht lohnen würden. Aus unserer Sicht kann dieser Punkt für viele der Unternehmen wichtig

sein, da sich die Technologien im Laufe der Zeit schnell verändern und die Systeme schnell veralten können. Gerade dann, wenn auch Angreifer sich anpassen und ihre Herangehensweisen optimieren, birgt sich hier mit alten Systemen ein großes Risiko.

Darüber hinaus kann die Fokuslegung der Firma bei erhöhter Kompetenz wesentlich umgestaltet werden. Hier ist es nämlich so, dass gleichzeitig auch Kontakte zu Experten hergestellt werden, wodurch als erstes der Fokus lediglich auf das Geschäft gelegt werden und gleichzeitig die Sicherheit durch die Kompetenz des Ansprechpartners erhöht werden kann.

SECaaS-Angebote gelten als sehr flexibel. So kann man Abos schnell anpassen, erweitern oder verbessern, wenn man merkt, dass die Sicherheitsstufe aktuell doch nicht ausreichend ist und sich das Risiko sehr erhöht hat. Hier können dann relativ schnell und einfach Erweiterungen dazugebucht werden, die wiederum dieses Risiko minimieren. Natürlich gelten auch Kosteneinsparungen, die einfache Verwaltung usw. zu Vorteilen; uns war jedoch wichtig, die drei obigen Punkte näher aufzuführen.

Herausforderungen/Nachteile von SECaaS

Aber auch nicht zu vernachlässigende Nachteile gehen miteinander, die man ebenfalls wissen sollte. Denn bspw. der Verlust der Kontrolle über die Sicherheitsabläufe innerhalb des Betriebs hält viele davon ab, dieses Thema abzugeben. Begründet werden kann dieser Gedanke nicht unbedingt mit der Qualität der Produkte der Anbieter, sondern vielmehr mit der menschlichen Psyche.

Heutzutage wird einem vermittelt, wie wichtig es sei, für einen entsprechenden Schutz zu sorgen, damit im Zweifelsfall das gesamte Unternehmen geschützt wird. Da stellen sich dann viele, trotz der Vorteile, die Frage, warum man genau dieses Thema dann abgeben- und nicht selber angehen soll. Zu einem gewissen Teil lässt sich dieser Punkt nachvollziehen, in Anbetracht der Vorteile schwächt das Verständnis aber etwas ab.

Weiterhin spielen auch Sicherheitslücken und Datenrisiken bei den Anbietern eine Rolle. Teilweise werden sensible Daten weitergegeben, die Verwaltung der Daten erfolgt hierbei weit vom Kunden entfernt. Dabei können auch schon vorherige, bei anderen Konzernen aufgetretene Fehler ein Problem sein, da man hier möglicherweise nicht nur das Vertrauen in ein einzelnes Unternehmen, sondern in die gesamte Branche verlieren kann. Zwar sollen bis 2025 99,00 % aller aufgetretenen Fehler von den Kunden selber ausgehen und nicht die Schuld des Herstellers sein, das Risiko wird dennoch bestehen bleiben.

## Entwicklung des Marktes

Verschiedene Gründe werden auch bis 2026 zu einer stark steigenden Nachfrage führen und die Größe des Marktes auf einen neuen Höchststand bringen. 22,67 Mrd. USD schwer soll der SecaaS-Markt in drei Jahren sein, was einer Wachstumsrate von über 16,00 % im Jahresdurchschnitt entsprechen würde.

Gerade weil die Online-Sicherheitsbedrohungen und Hacking-Tools immer größer bzw. besser werden, wollen viele Konzerne sichergehen, dass sie einem solchen Risiko nicht ausgesetzt sind. Auch die Einsparung von Hardwarekosten spielt hier eine Rolle; es wird den Unternehmen einfach viel Arbeit abgenommen, die für die meisten sehr aufwendig ist. Außerdem wird die Welt in Zukunft weitaus vernetzter sein, als es jetzt noch der Fall ist, virtuelle Büros und Homeoffice werden zunehmen.

All diese Punkte führen zu einem steigenden Bedarf, der sich auch bei Cloudflare bemerkbar machen wird. Als einer der Marktführer in vielen Bereichen, dürften sich einige aufgrund dieser Position für das Unternehmen entscheiden und die Leistungen in Anspruch nehmen.

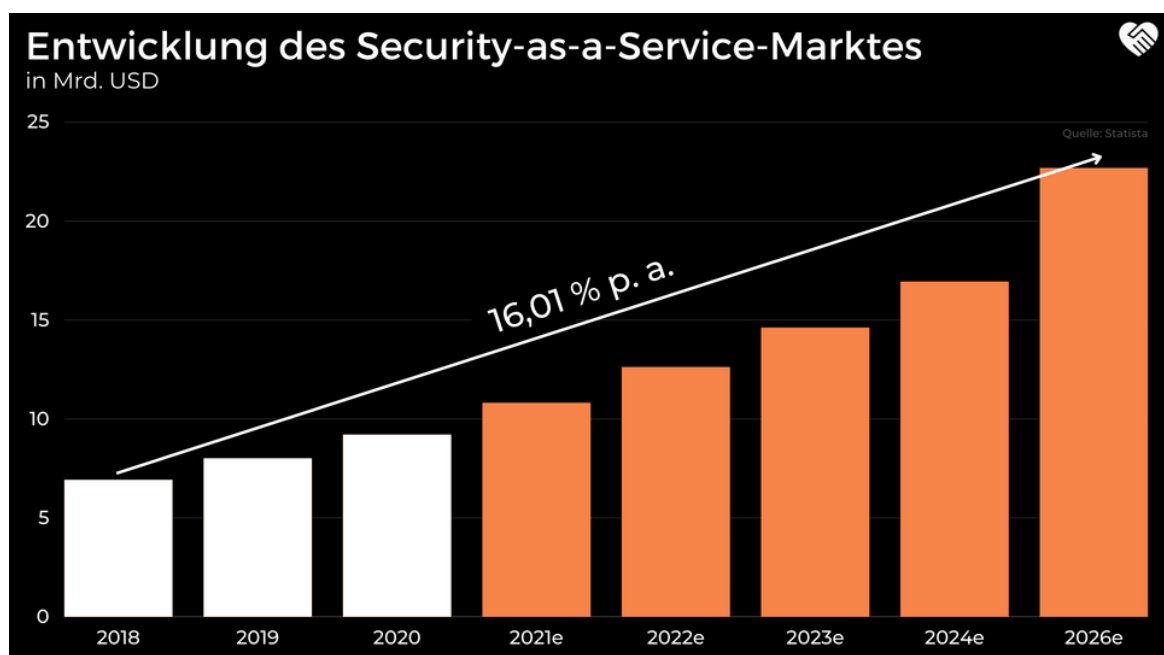


Abb. 21: Entwicklung des Security-as-a-Service-Marktes

## Content Delivery Network (CDN)

### Einleitung

Eines der wichtigsten Themen im Hinblick auf das Geschäftsmodell ist die CDN-Sparte. Diesen Punkt haben wir bereits vorhin erläutert und dargelegt, kurz gesagt beinhaltet CDN ein über das Internet verbundenes Netz regional verteilter Server. Nun wollen wir uns mit

der allgemeinen Marktgröße und insbesondere den Marktanteilen in diesem Sektor beschäftigen und dabei auch auf die Besonderheiten von Cloudflare eingehen.

#### Marktanteile

In der unteren Abbildung 22 sehen wir die Marktanteile im Bereich des „Content Delivery Network“-Sektors dargestellt. Sollten einige von euch auf die Idee gekommen sein, sich bereits selbst über Cloudflare zu informieren, kann es sein, dass sie in diesem Bereich auf andere Verteilungen gestoßen sind und die Marktanteile von Cloudflare bspw. bei über 70,00 % lagen. Der Grund hierfür sind die verschiedenen Rechenmethoden, da man die Marktanteile unter anderem am Umsatz oder an der Kundenanzahl usw. darstellen kann und hierdurch verschiedene Ergebnisse kalkuliert werden können. Bei der von uns ausgewählten Grafik geht es um die Unternehmen, die die unterschiedlichen Bewerber nutzen und verwenden.

Ziemlich genau ein Drittel der Marktanteile des Segments sind auf Cloudflare zurückzuführen. Damit sind sie klarer Marktführer und sogar vor Produktangeboten von Weltkonzernen wie Amazon oder Facebook. Hierdurch wird die Stärke des amerikanischen Konzerns nochmals verdeutlicht und zeigt uns die Wichtigkeit von Cloudflare für die gesamte Branche.

Schaut man sich unabhängig von den Marktanteilen die Branchen der Kunden an, gibt es weitere Auffälligkeiten. Denn im Gegensatz zu vielen anderen Konkurrenten, hat Cloudflare einen großen Teil der Kunden aus Bereichen der kritischen Infrastruktur bspw. Krankenhäuser oder andere Einrichtungen im medizinischen Sektor. Dieser Fakt bestätigt die Annahmen der sehr hohen Produktqualität von Cloudflare, zieht aber auch einige Risiken nach sich.

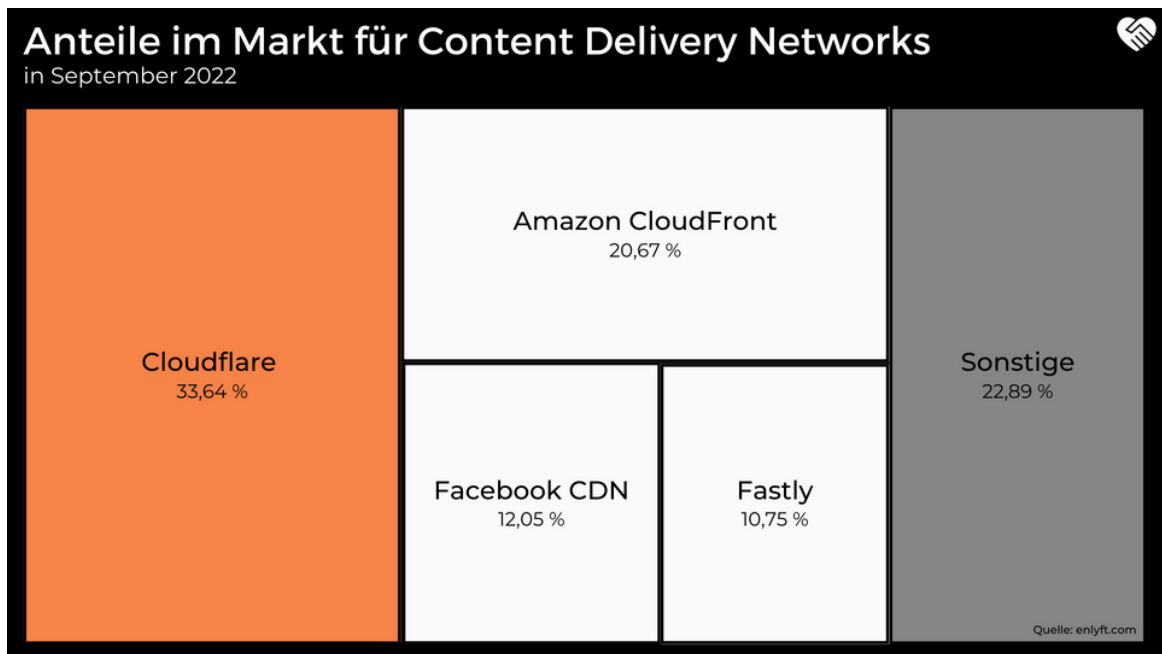


Abb. 22: Anteile im Markt für Content Delivery Networks

### Webserver

Um bspw. Seiteninhalte anzeigen zu können, verwendet man Webserver. Diese speichern und verarbeiten Websites, wodurch sie Benutzern zur Verfügung gestellt werden können, auch Cloudflare ist hier aktiv. Dabei ist auch hier der Anteil von Cloudflare recht hoch, man belegt Stand Januar 2023 den dritten Platz. Dabei ist bemerkenswert, dass die beiden überlegenen Unternehmen ausschließlich in diesem Bereich tätig sind und diese Sparte nicht, wie bei Cloudflare, nur einen Teil des Geschäftsmodells widerspiegelt.

Die untenstehende Abbildung spiegelt keine Marktanteile wider, weshalb man auch auf über 100,00 % kommt. Es kann nämlich sein, dass ein Kunde zwei Webserver verwendet o. Ä. Dennoch wird auch hier die starke Marktposition von Cloudflare deutlich, so wie es in den anderen Bereichen und Branchen ebenso der Fall war.

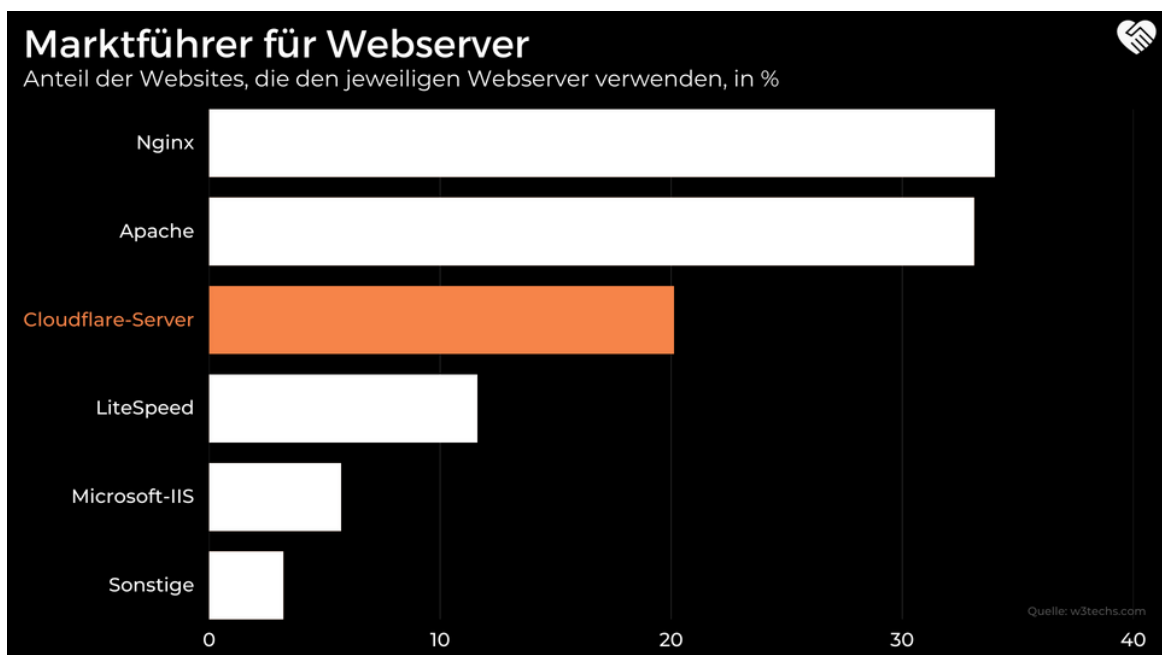


Abb. 23: Marktführer für Webserver

### DDoS- und Bot-Schutzsoftware

Ein DDoS beschreibt, einfach ausgedrückt, Cyberangriffe, die Verzögerungen und Ausfälle von Websites über künstliche Anfragen erzeugen. Ausgelöst werden kann dies unter anderem durch Schadsoftware auf mehreren Rechnern, wodurch dann letzten Endes zahllose Anfragen an das Netz geschickt werden und dieses daraufhin überlastet ist. Es resultiert eine stark verlangsamte oder sogar unmögliche Nutzung der Internetseiten o. Ä., gerade für Unternehmen ein nicht zu vernachlässigendes Problem. Denn wenn durch einen solchen Angriff Produktionsabläufe gestört oder unterbrochen werden, drohen enorme Verluste bspw. durch Verzögerungen.

Aufgrund dieses Risikos entscheiden sich, anders als vor einigen Jahren, nun auch vermehrt kleinere Unternehmen einen solchen Schutz einzubauen, um diese Gefahr zu minimieren. Die Möglichkeit des Schutzes eröffnet sich durch eine geeignete Software, die auch Cloudflare anbietet und sogar fast den gesamten Markt einnimmt. Etwa 1 Mio. Kunden nutzen die von ihnen angebotene Software, was etwa 85,00 % des Gesamtmarktes entspricht.

Ein so hoher Anteil bedeutet natürlich auch enorm viel Verantwortung. Bei solch eindeutigen Marktanteilen gibt es in der Regel zwei Hauptszenarien, die zu der Dominanz geführt haben: Die erste größere Möglichkeit ist, dass der Markt im Hinblick auf die Mitbewerber allgemein nicht wirklich stark, bzw. breit besetzt ist, wodurch es leichter zu eindeutigen Anteilen kommen kann. Die zweite Möglichkeit kann sein, dass es ein Unternehmen gibt, das mit seinen Produkten



stark aus der Masse heraussticht und so relativ einfach einen Großteil einnehmen kann. Dieser Fall kann durch enorme Wettbewerbsvorteile, wie z. B. Patente o. Ä. eintreten und das Unternehmen so in eine sehr vorteilhafte Position bringen.

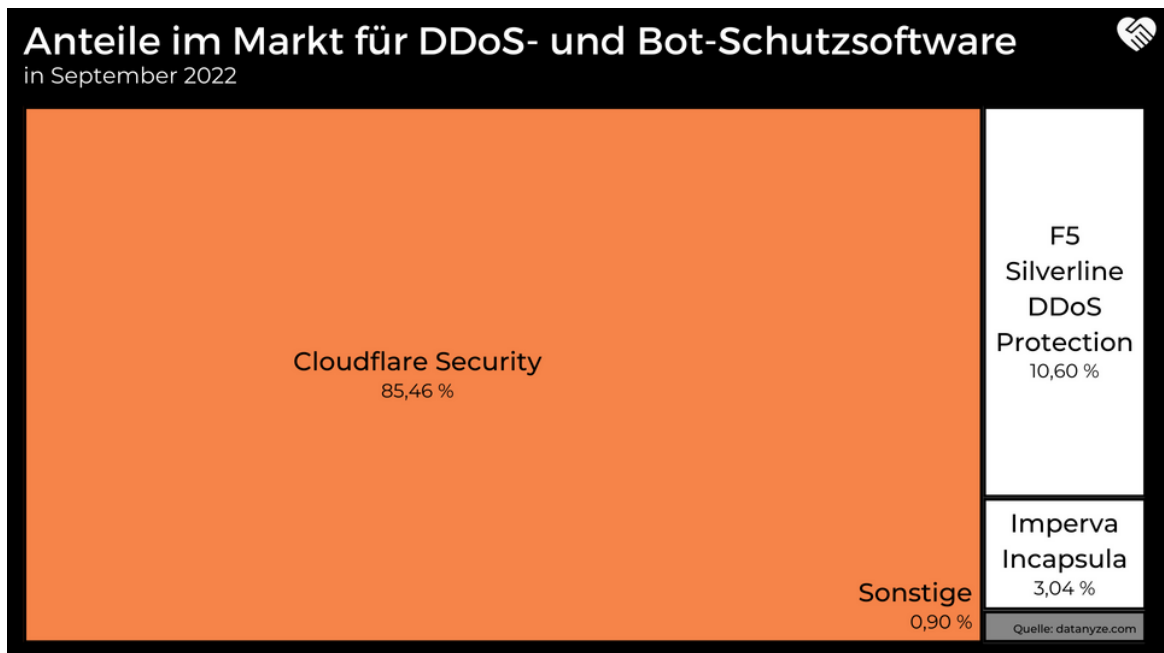


Abb. 24: Anteile im Markt für DDoS- und Botschutzsoftware

## ÜBERBLICK ÜBER DIE KONKURRENZ

### Kennzahlen

In folgender Tabelle vergleichen wir die Konkurrenten von Cloudflare anhand der Kennzahlen. Die Multiples weichen von den genannten Werten in "Historische Bewertung" ab, da die folgenden Kennzahlen auf den zugrundeliegenden Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr und nicht auf dem letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr (für das noch keine offiziell veröffentlichten Zahlen vorliegen) basieren.

Unternehmen	Cloudflare	Akamai	Fastly	CrowdStrike
WKN/ISIN	A2PQMN/US18915M1071	928906/US00971T1016	A2PH9T/US31188V1008	A2PK2R/US22788C1053
Mitarbeiter	2.440	8.800	976	3.394
Marktkapitalisierung	15,96 Mrd. EUR	12,80 Mrd. EUR	1,19 Mrd. EUR	22,52 Mrd. EUR
Umsatz	0,66 Mrd. USD	3,46 Mrd. USD	0,35 Mrd. USD	1,45 Mrd. USD
Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre)	48,52 % p. a.	8,44 % p. a.	35,57 % p. a.	130,36 % p. a.
Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre)	38,58 % p. a.	5,43 % p. a.	15,17 % p. a.	38,09 % p. a.
EBIT Marge	-1,07 %	31,60 %	-15,60 %	13,50 %
KUV	13,19	3,72	2,66	12,02
KGV	-	22,83	-	-
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ausschüttungsquote	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Nettoverschuldung	-0,08 Mrd. USD	-0,14 Mrd. USD	0,30 Mrd. USD	-1,70 Mrd. USD
Renditeerwartung für die nächsten drei Geschäftsjahre*	56,89 % p. a.	13,47% p. a.	71,91% p. a.	54,11 % p. a.

\*Die Renditeerwartung entstammt der „Fairer Wert“-Funktion von Aktienfinder.net. Für die Ermittlung haben wir das durchschnittliche KUV der letzten fünf Jahre verwendet und in Kombination mit den erwarteten Umsätzen bis zum Ende der nächsten drei Geschäftsjahre fortgeschrieben.

### Entwicklung des fairen Werts

Da Cloudflare noch nicht profitabel wirtschaftet, haben wir dieses Mal die Entwicklung des fairen Werts auf Basis der Umsatzentwicklung bestimmt. Die Aussagekraft des Fair Values ist allerdings begrenzt, da

die gesamte Methodik insgesamt Schwächen aufweist und in diesem Fall Verzerrungen bei dem zugrundeliegenden Kurs-Umsatz-Verhältnis vorliegen. Diese werden als Maßstab für die angemessenen Bewertung genommen und "schönen" das Bild gewissermaßen. Auf den ersten Blick erscheint die Aktie nach dieser Methodik historisch eher günstig.

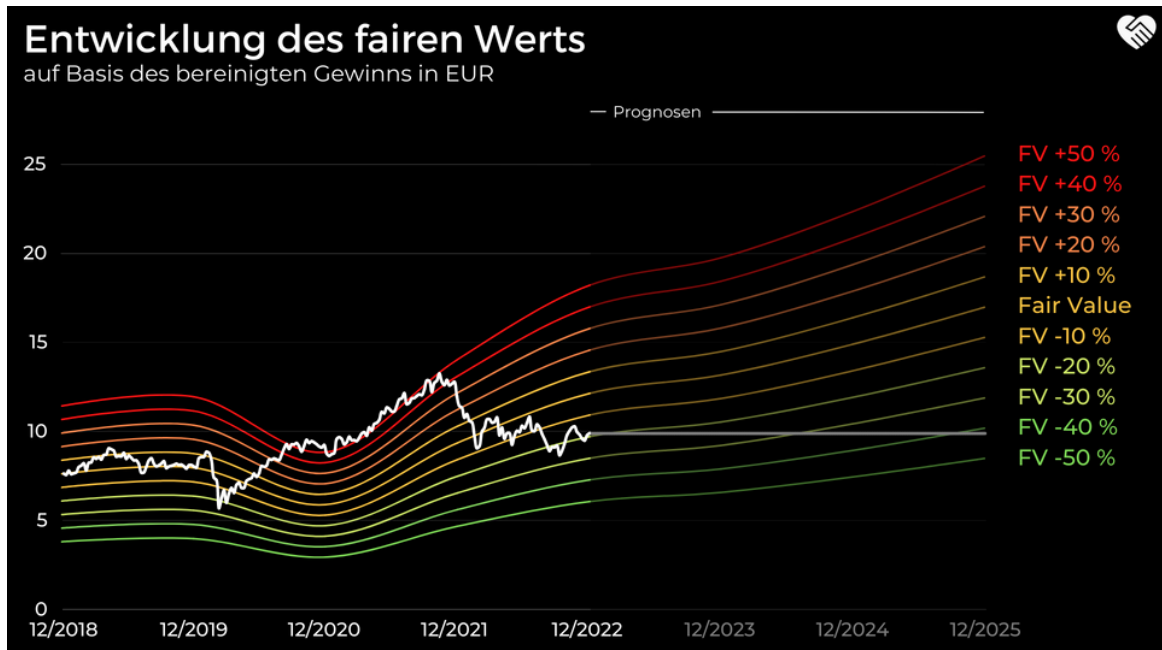


Abb. 25: Entwicklung des fairen Werts auf Basis des Umsatzes

### Performance seit dem Börsengang

Trotz dem Fakt, dass alle gezeigten Aktien eine erhöhte Volatilität aufweisen, sticht Cloudflare in diesem Vergleich noch einmal deutlich hervor. Zwar hat die Aktie im Zeitraum seit ihrem Börsengang die höchste Rendite erwirtschaftet, aber dies gelang nicht mit kontinuierlichen Gewinnen, sondern mit einem großen Hype. Heute ist von dem Höhenflug der Aktie in 2020 und 2021 allerdings nur noch wenig übrig geblieben. Dasselbe gilt allerdings auch für die anderen Aktien in diesem Vergleich, wobei Akamai eine Ausnahme darstellt. Zwar korrigierte der Kurs hier auch recht ordentlich, aber insgesamt weniger als 40 %.

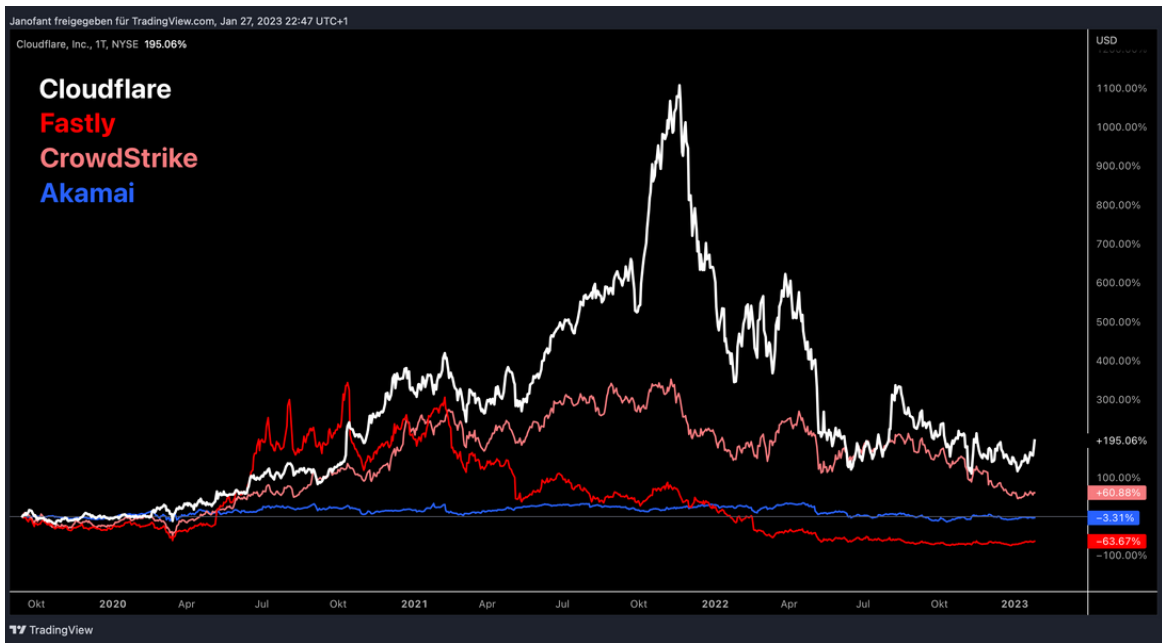


Abb. 26: Performancevergleich von Cloudflare und Konkurrenten (in USD)

# 4. Chancen und Risiken

## CHANCEN

### Steigender Anteil von Großkunden (1)

Wie der Abbildung 27 zu entnehmen ist, steigt der Anteil von Großkunden seit einigen Jahren stark an und genau das sehen wir als Chance an. Vielleicht kann dies im ersten Moment für etwas Verwirrung sorgen, da der Umsatzanteil der Großkunden an sich insgesamt sehr hoch ist. Jedoch ist dies ein Stückweit normal, da man zum einen gerade mit der Zeit, wenn man als Unternehmen neue Leistungen in Anspruch nimmt, schnell auf 100.000 USD an Kosten kommt, und dieser Grenzwert für die zukünftige Nachfrage nicht sonderlich hoch ist. Dennoch zeichnet sich der Trend ab, dass immer mehr Kunden diesen Grenzwert überschreiten und Cloudflare davon enorm profitieren kann.

Gerade weil der Wert im Jahr 2018 noch unter 0,40 % lag, sehen wir einen Anstieg positiv und auch erforderlich. Denn erstmal steigen die Kosten für Cloudflare im Verhältnis bei einem großen Kunden weniger an, der Leistungen dazubucht oder direkt diese Summe aufbringt, als bei einem kleinen Unternehmen. Gleichzeitig weist in diesem Fall ein solcher Wert auf eine steigende Nachfrage hin, denn gerade ein Dazubuchen von weiteren Diensten verbreitet sich, wie gerade schon angesprochen, immer weiter. So ist nicht gesagt, dass die Entwicklung nur neue Nachfrager beinhaltet, sondern vielmehr auch bereits bestehende Kunden, die aus verschiedenen Gründen Optionen bei Cloudflare dazugebucht haben, um den Schutz weiter zu erhöhen.

Bis zu einem gewissen Zeitpunkt gestalten sich die Umsätze durch eine solche Entwicklung auch sicherer. Keine Frage – wenn das Verhältnis nicht mehr stimmt und die Gewichtung absurd hoch wird, ist dieser Punkt unter keinen Umständen mehr als Chance, sondern als Risiko einzuordnen. Dennoch kann man die Großkunden überwiegend auch auf große Konzerne zurückführen, die einfach weitaus liquider sind als eher kleine Unternehmen, und Cloudflare somit mehr Sicherheit geben. Allgemein lässt sich jedoch schlussfolgern, dass die Unternehmen mittlerweile weitaus höhere Summen aufbringen, um sich adäquat zu schützen, als es noch vor einigen Jahren der Fall war.

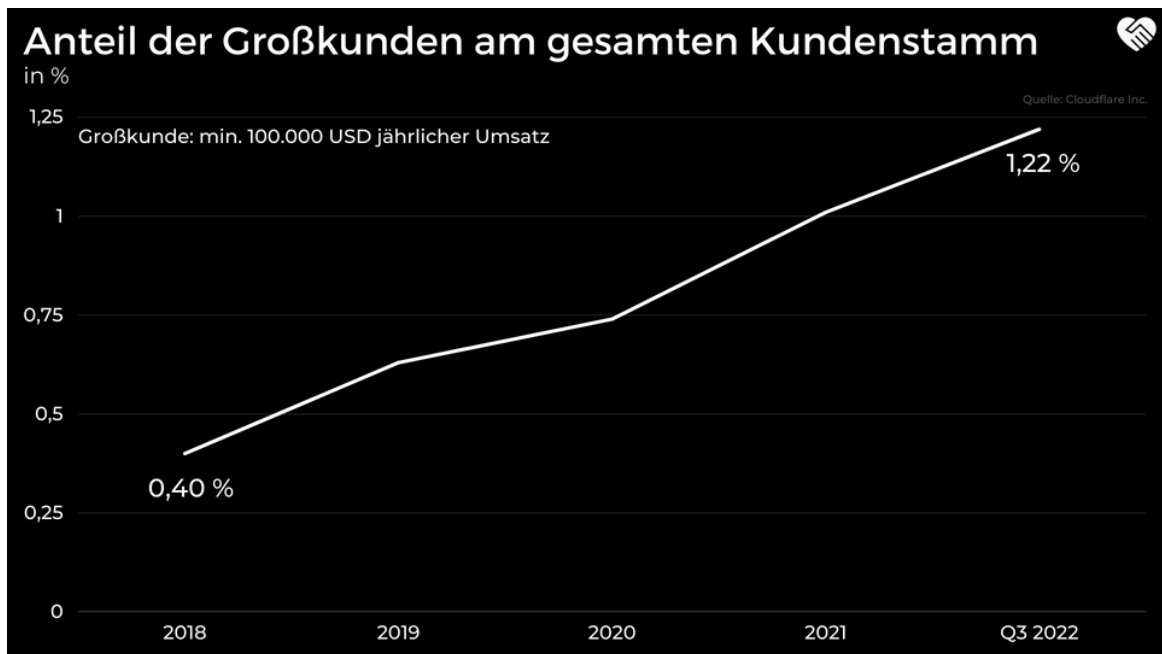


Abb. 27: Anteil der Großkunden am gesamten Kundenstamm

## Zunehmende Cyberbedrohung für Unternehmen (2)

Das Cyberrisiko für Unternehmen nimmt aufgrund verschiedenster Faktoren stark zu. Vor geraumer Zeit lag der Fokus bzw. die Hauptsorge der Unternehmen darauf, mögliche Drittschäden zu verhindern bspw. das Abhandenkommen von Kundendaten. Natürlich ist dieser Punkt immer noch essenziell wichtig, man sieht jedoch mittlerweile, dass aufgrund der zunehmenden Bedrohung sich eher um einen möglichen Eigenschaden gesorgt wird. Denn besonders eine Unterbrechung der Produktionsabläufe oder einzelner Schritte, könnten heutzutage verheerende Folgen nach sich ziehen. Auch durch die weiter vernetzte Welt wird nicht mehr, wie vorher vielleicht nur ein Standort getroffen, sondern im schlimmsten Fall alle Standorte und alle Produktions- und Logistikprozesse. Mittlerweile reicht es in den meisten Fällen in eines der Systeme einzudringen und damit Auswirkungen auf sämtliche Produktionsstätten zu haben, da alles miteinander vernetzt ist.

Aufgrund dieser erhöhten Risiken werden nun auch mehr und mehr vergleichsweise kleinere Unternehmen zu Kunden und entscheiden sich dazu, solche Systeme einzuführen. Als Marktführer in vielen Bereichen kann Cloudflare von dieser Entwicklung maßgeblich profitieren und viele Kunden gewinnen. Aber gerade große Kunden nehmen einen stark steigenden Anteil ein (Chance 1), was für eine Nachjustierung von vielen Unternehmen spricht und zum Teil auf viele neue Kunden hinweist.

Wichtig bei dieser Chance ist, dass natürlich die Qualität der Produkte

weiterhin stimmen muss und so hochgehalten wird, wie bisher, denn sonst kann genau diese Chance auch schnell zu einem Risiko werden. Wenn das Vertrauen in das Unternehmen oder die Produkte schwindet, weil der Schutz möglicherweise versagt hat, wird man von diesem Punkt nicht profitieren können.

Die Qualität von Cloudflare konnte jedoch bisher immer überzeugen und verbessert werden, weshalb hier die Chancen klar überwiegen. Kurz gesagt, erfolgen voraussichtlich durch die erhöhte Cyberbedrohungen für Unternehmen mehr Investitionen in den Schutz, wovon sie natürlich profitieren.

## **RISIKEN**

### **Risiko der Branche (1)**

Eintrittswahrscheinlichkeit: niedrig-mittel

Auswirkungen: mittel-hoch

Unser erstes Risiko bezieht sich nicht unbedingt nur auf Cloudflare an sich, sondern auf Probleme und Risiken in der gesamten Branche und behandelt daher auch mehrere Punkte. Zum Anfang wollen wir auf die Schnelllebigkeit des Sektors eingehen, was auch Vorteil sein kann, aber zu einem überwiegenden Teil als Risiko anzusehen ist. Denn Kundenbedürfnisse bzw. die Nachfrage ändert sich schnell, das heutige Qualitätsversprechen muss auch morgen noch eingehalten werden. Hierdurch können sich Unternehmen wie Cloudflare auf wenig einstellen und müssen immer schauen, dass die Produkte immer weiter verbessert werden und besser als die der Konkurrenz.

Auf Cloudflare selbst bezogen, ist unserer Auffassung nach auch ein weiterer Punkt ein gegebenes Risiko, der auch schon ganz kurz in der Branchenanalyse erwähnt wurde. Die zweitgrößte Branche der Kunden ist nämlich auf Einrichtungen und Unternehmen zurückzuführen, die im Bereich der kritischen Infrastruktur tätig sind, was einfach nochmals ganz andere Qualitätsansprüche nach sich zieht als in anderen Bereichen. Klar, jeder möchte einen vollen und sicheren Schutz haben, aber die Auswirkungen, auch auf das Image, wenn in diesem Bereich etwas passiert, sind einfach weitaus höher.

Kurzfristig ist für Cloudflare das Risiko der Wachstumsverlangsamung gegeben. Gerade durch die derzeitige wirtschaftliche Lage ist die Gefahr, dass Unternehmen an zusätzlichen Leistungen sparen, erhöht. Verstärkt wird dieser Faktor durch Kündigungen oder Insolvenzen, welche evtl. 2023 vermehrt auftreten könnten. Allerdings sollten diese Effekte wie gesagt nur kurzfristiger Natur sein.

Die kombinierte Eintrittswahrscheinlichkeit sehen wir bei niedrig-mittel. Cloudflare kann sich dieser Schnelllebigkeit gut anpassen und geht teilweise sogar als Vorreiter vorweg. Auch die Wahrscheinlichkeit des nicht-passenden Schutzes ist aus unserer Sicht sehr begrenzt, da man nicht ohne Grund in vielen Bereichen einen so hohen Marktanteil, eine so gute Retentionsrate usw. hat, ganz ausschließen können wir es jedoch natürlich auch nicht.

Die Auswirkungen sehen wir vor allem bei dem zweiten Teil des Risikos höher an als beim ersten, sowie des im letzten Absatz thematisierten Risiko. Zwar sind auch diese Teile nicht zu vernachlässigen, lässt sich insgesamt aber eher auf mittel einordnen. Bei dem Punkt der kritischen Infrastruktur sehen wir die Auswirkungen jedoch bei hoch,



auch andere Branchen, die betroffen werden können, haben im schlimmsten Fall ähnliche Auswirkungen.

### **Ineffizienz von Cloudflare (2)**

Eintrittswahrscheinlichkeit: niedrig

Auswirkungen: mittel

Unser zweites Risiko beziehen wir auf die Ineffizienz von Cloudflare im Hinblick auf die Gewinnerzielung. Zwar mag die Branche von genau solchen Entwicklungen geprägt sein und hier durchaus geläufig sein, jedoch sieht das Verhältnis, unserer Meinung nach, hier nicht wirklich gut aus. Denn betrachtet man bspw. ganz simpel die Umsatzentwicklung im Verhältnis zum Gewinn/Verlust, stellt man unglaublich hohe Unstimmigkeiten fest. Der Umsatz konnte in den vergangenen sechs Jahren etwa verzehnfacht werden, kein schlechter Wert, der allein betrachtet jedoch auch keine wirkliche Aussagekraft hat. Trotz dieser so hohen Steigerungen konnte zum einen bisher kein Gewinn erzielt werden und gleichzeitig erhöhte sich der Verlust in den vergangenen Jahren immer weiter.

Aus unserer Sicht spricht dies nicht wirklich für die Effizienz eines Geschäftsmodells. Klar, so hohe Umsatzsteigerungen sind echt gut und auch für uns als Aktionäre bei einem Unternehmen in dieser Branche wichtig, aber man sollte wenigstens die Tendenz einer Besserung erkennen, was hier einfach nicht gegeben ist.

Die Gründe für eine solche Entwicklung sollten aber auch nicht außer Acht gelassen werden. Das Geschäft in dieser Branche ist einfach sehr kostenintensiv, viele Teile der Umsätze werden direkt ins Marketing reinvestiert, aber auch die Forschungs- und Weiterentwicklungskosten sind nicht zu vernachlässigen. Gerade wenn man relativ am Anfang steht, sind solche Werte eher normal als außergewöhnlich, einfach auch um die Marktposition zu sichern und zu stärken.

Aus diesen Gründen sehen wir die Eintrittswahrscheinlichkeit, dass dieses Risiko zu einem sehr ernsten Nachteil wird bei niedrig. Dazu ist eine solche Entwicklung heutzutage gerade bei Wachstumsunternehmen in aufstrebenden Branchen zur Normalität geworden und weit verbreitet. Gleichzeitig sehen wir die Auswirkungen ebenfalls mit mittel als nicht sonderlich hoch an.

Natürlich kann es das Unternehmen auch härter treffen als zunächst erwartet, die Entwicklung kann jedoch von Cloudflare zu jeder Zeit begründet werden und ist auch durchaus nachvollziehbar. Bevor man sich jetzt schon auf die Gewinnmaximierung konzentriert, wird das eingenommene Kapital lieber mit einer so hohen Quote reinvestiert,

sodass die Positionierung noch gefestigter wird.

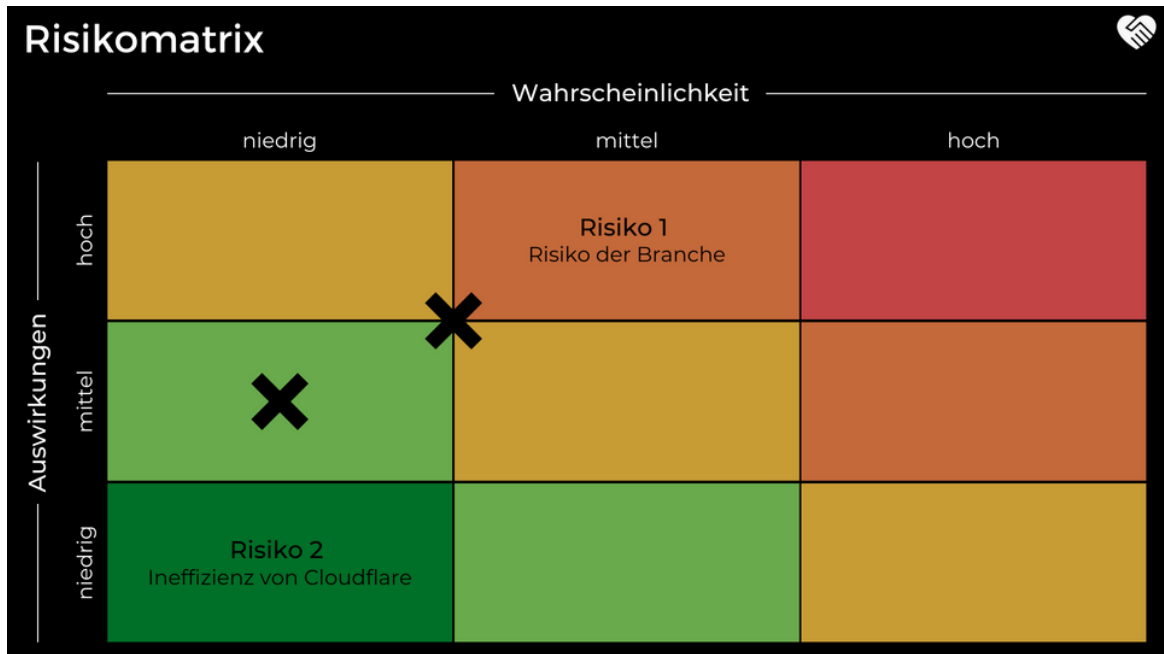


Abb. 28: Risikomatrix

# 5. Unsere Bewertung

## **Eigenkapitalkosten**

Beginnen wir wie immer bei der Ermittlung der kalkulierten Eigenkapitalkosten:

Unsere Werte für Cloudflare sind hier wie folgt:

Risikoloser Basiszins: 3,75 %

Risikoprämie: 6,18 %

Marktrendite: 7,00 %

Beta: 1,90

Diese ergeben insgesamt Eigenkapitalkosten von 9,93 %, welche wir, durch das erwartete Wachstum, aufgrund der aktuellen Marktlage durchaus für gerechtfertigt halten.

## **Bilanzanalyse**

Die gesamte, von Cloudflare ausgewiesene, Bilanzsumme beträgt für das Geschäftsjahr 2021 etwa 2,37 Mrd. USD und konnte um ca. 991,42 Mio. USD verlängert werden. In der folgenden Tabelle wollen wir detaillierter auf die Struktur der Bilanz eingehen.

### Entwicklung des Umlaufvermögens

Im Umlaufvermögen konnten alle einzelnen Posten gesteigert werden. Die Zahlungsmittelbestände konnten dabei um etwa 204,88 Mio. USD auf ca. 313,78 Mio. USD gesteigert werden. Die offenen Forderungen belaufen sich auf ca. 95,54 Mio. USD und liegen damit im Jahresvergleich etwa 32,04 Mio. USD höher. Den größten Einzelposten nimmt im Umlaufvermögen allerdings Sicherheiten zum Verkauf ein, der sich auf knapp 1,51 Mrd. USD beläuft und über das Geschäftsjahr 2021 um etwa 584,87 Mio. USD gesteigert werden konnte. Das gesamte Umlaufvermögen konnte sich, mit den entsprechenden kleineren Positionen, von ca. 1,38 Mrd. USD auf über 2,37 Mrd. USD steigern, wobei dieses Wachstum hauptsächlich aus den Posten der Zahlungsmittelbestände und Sicherheiten zum Verkauf resultiert.

### Entwicklung des Anlagevermögens

Cloudflare weist einen Goodwill von etwa 23,53 Mio. USD aus, der im Jahresvergleich um etwa 6,36 Mio. USD gewachsen ist. Auch der Posten Grundstücke und Equipment konnte um ca. 60,05 Mio. USD auf fast 183,74 Mio. USD wachsen. Ebenso die Bewertung der Nutzungsrechte konnte sich im Geschäftsjahr 2021 um ca. 87,17 Mio.

USD erhöhen und liegt damit bei etwa 130,31 Mio. USD. Im Gesamten hat sich das Anlagevermögen damit auf etwa 416,22 Mio. USD, um ca. 165,52 Mio. USD erweitert.

Eigen- bzw. Fremdkapitalquote und Verhältnis der kurzfristigen und langfristigen Schulden

Von Cloudflare wird eine Fremdkapitalquote von etwa 65,80 % ausgewiesen. Das Eigenkapital hat sich um etwa 5,58 Mio. USD auf ca. 811,26 Mio. USD reduziert. Gleichzeitig ist allerdings das Fremdkapital um ca. 992,56 Mio. USD auf etwa 1,56 Mrd. USD angestiegen. Dieses verteilt sich auf etwa 288,57 Mio. USD kurz- und ca. 1,27 Mrd. USD langfristige Verbindlichkeiten. Die langfristigen Verbindlichkeiten sind im Jahresvergleich um etwa 845,37 Mio. USD und die kurzfristigen Verbindlichkeiten um ca. 147,19 Mio. USD gewachsen.

Schulden im Verhältnis zu kurzfristigen Zahlungsmitteln und kurzfristigen Investitionen

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind bei Cloudflare zum Stand des Jahresabschlusses von 2021 etwa 25,21 Mio. USD kleiner als die Zahlungsmittelbestände. Zusätzlich wird dies durch zum Verkauf verfügbare Sicherheiten i. H. v. ca. 1,51 Mrd. USD gestützt. Zusammen übersteigen beide Posten sogar die gesamten Verbindlichkeiten um etwa 265,57 Mio. USD. Die kurzfristigen Investitionen beliefen sich in 2021 auf ca. 709,32 Mio. USD, wodurch sich die Zahlungsmittel auf das etwa 0,44-Fache dessen belaufen.

Schulden im Verhältnis zum EBIT des letzten Geschäftsjahres

Da das EBIT von Cloudflare noch im negativen Bereich liegt (ca. -7,02 Mio. USD), kann hier kein vernünftiges Verhältnis bestimmt werden.

Fazit

Die Bilanz von Cloudflare macht einen guten Eindruck. Der größte Teil der Verbindlichkeiten liegt in Wandelanleihen vor (etwa 1,15 Mrd. USD) und die Verhältnisse auf der Passivseite der Bilanz sehen sehr gut aus. Allerdings ist einerseits bei einer Bilanzverlängerung um weit über 50,00 % das Eigenkapital leicht gesunken. Zusätzlich ist Cloudflare noch nicht profitabel. Zusammen ergibt dies ein eher gemischtes Bild, das stark davon abhängt, wann es das Unternehmen schafft, Gewinn zu erwirtschaften.

## Bewertungsszenarien und -modelle

### Optimistisches Szenario

Für die Jahre 2022 bis 2024 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von ca. 38,75 % p. a. Anschließend soll sich dieses von 45,00 % in 2025 abflachen und im Jahr 2031 12,00 % und in der ewigen Rente (2032ff.) 2,00 % erreichen.

Bezüglich der Margen nehmen wir an, dass diese im Jahr 2022 erstmalig mit 3,16 % positiv werden und sich anschließend auf bis zu 17,00 % in der ewigen Rente (2032ff.) erhöhen.

Für Cloudflare kalkulieren wir weder mit Dividendenzahlungen noch mit Aktienrückkäufen.

Der dann ermittelte faire Wert beläuft sich auf 29,02 USD und gibt damit eine Überbewertung von etwa 83,00 % an.

Mit einem KGVe von 26 in 2031 kommen wir dann auf eine Renditeerwartung von 9,64 % p. a.

### Pessimistisches Szenario

Das pessimistische Szenario gestalten wir bis 2024 exakt gleich wie das optimistische. Anschließend gehen wir davon aus, dass das Umsatzwachstum 2025 40,00 % beträgt. Für 2031 soll dieses dann noch 2,50 % sowie in der ewigen Rente (2032ff.) 1,50 % betragen.

Für die Margen nehmen wir an, dass diese sich ab 2025 bis zur ewigen Rente (2032ff.) auf ca. 14,00 % steigern.

Zum aktuellen Zeitpunkt kommen wir damit nur noch auf einen fairen Wert von 12,41 USD und eine Überbewertung von ca. 328,00 %.

Mit einem Gewinnmultiple von 18 kommen wir dann auf eine Rendite von -3,59 % p. a.

Auch hier gehen wir weder von Gewinnausschüttungen noch Aktienrückkäufen aus.

### DCF-Modell

Bei der DCF-Berechnung kommen wir auf einen WACC von 9,48 % und verwenden einen Wachstumsabschlag von 2,00 %.

Für den Zeitraum 2022 bis 2024 verwenden wir hier die Umsatzzahlen der beiden DNP-Szenarien und für 2025 nutzen wir den Durchschnittswert dieser.

Wir rechnen damit, dass sich die Free Cashflow Marge von den für 2022 erwarteten -5,00 % auf bis zu 23,00 % in 2029 erhöht.

Damit kommen wir auf einen fairen Wert von 36,56 USD und eine Überbewertung von 45,27 %.

Das Modell findest du [hier](#).

## Unsere Einschätzung

Cloudflare macht fundamental einen eher gemischten Eindruck, wobei die Bilanz als Momentaufnahme eher positive Tendenzen zeigt. Das Umsatzwachstum der letzten Jahre war sehr hoch und entsprechend sind bereits die Erwartungen, die eingepreist wurden.

Um nach unseren Annahmen mit dem DNP-Modell eine faire Bewertung zu erreichen, müsste im Schnitt ein Umsatzwachstum von 37,00 % erreicht werden; das dann benötigte KGV, um eine Renditeerwartung von ca. 10,00 % zu erreichen, würde bei 15 liegen.

Allerdings ist Cloudflare noch nicht profitabel und sollte die Erwartung, die Profitabilität in den nächsten Jahren zu erreichen, enttäuscht werden, dürfte sich das stark in Form von Kursverlusten deutlich machen. Daraus folgt ein überdurchschnittlich hohes Risiko für ein potenzielles Investment.

Ich (Christian) habe Cloudflare nicht in meinem Depot, sondern nur auf meiner erweiterten Watchlist.

Meine erwartete Rendite liegt hier bei etwa 7,50 % p. a.

Die Investmentampel stelle ich auf Gelb, da es sich hier zwar um ein stark wachsendes Unternehmen handelt, welches allerdings momentan noch nicht profitabel ist und das Wachstum, welches eingepreist wurde, einen zusätzlichen Risikofaktor darstellt.

Die genaue Berechnung kann der Exceltabelle (DNP-Modell) durch einen [Klick entnommen](#) werden.

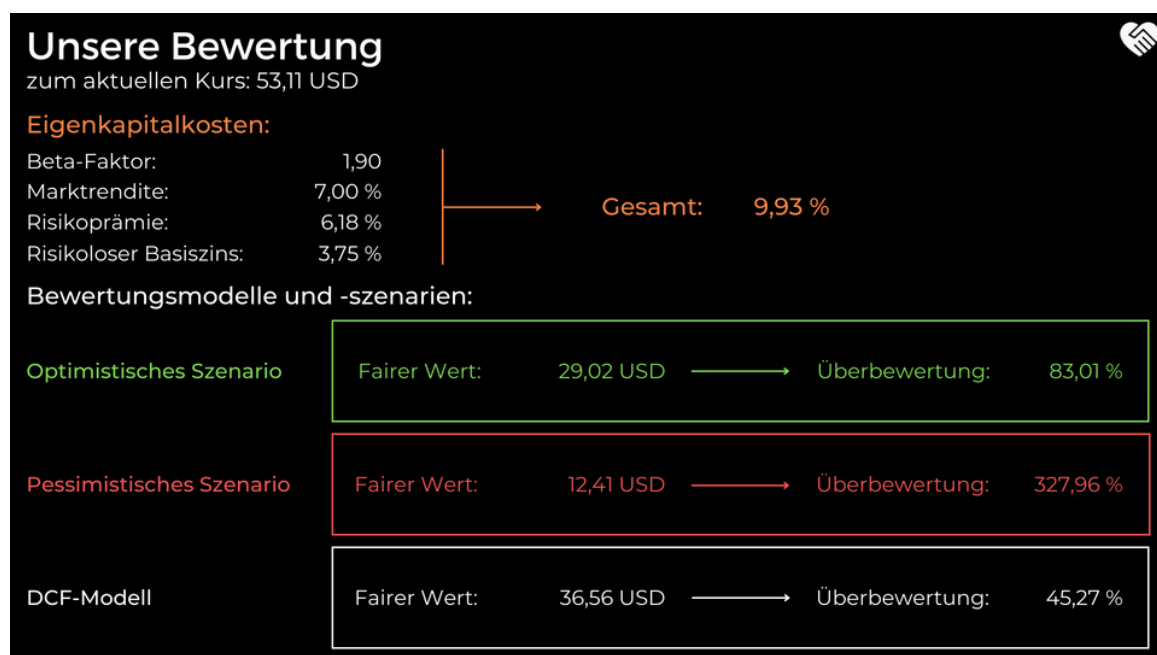
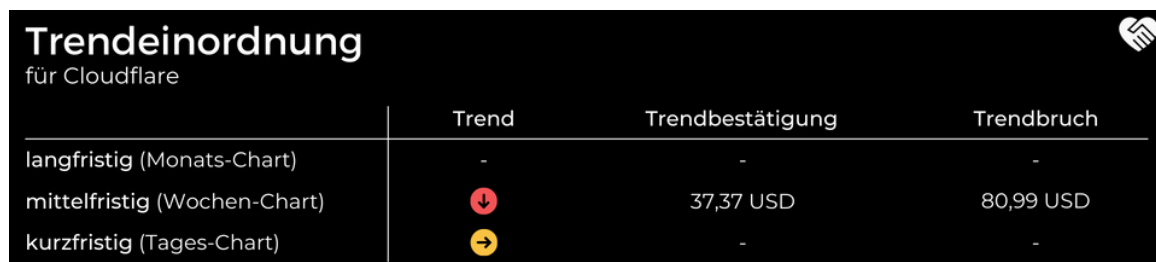


Abb. 29: Bewertungsszenarien für Cloudflare

# 6. Technische Ansicht

## CHARTTECHNISCHE TRENDEINORDNUNG

### Übersicht



	Trend	Trendbestätigung	Trendbruch
langfristig (Monats-Chart)	-	-	-
mittelfristig (Wochen-Chart)	↓	37,37 USD	80,99 USD
kurzfristig (Tages-Chart)	→	-	-

Abb. 30: Trendeinordnung für Cloudflare

### Langfristig

Da der Börsengang von Cloudflare erst im September 2019 erfolgte, kann der wirklich langfristige Trend nicht bewertet werden. Bisher gab es nur eine große Aufwärtstrendbewegung und seitdem befindet sich die Aktie in einer Korrekturphase. Das Ausmaß dieser Abwärtsbewegung ist tendenziell nicht als gesund anzusehen, aber eine Bewertung dieser ist ohne eine längere Historie nur eingeschränkt möglich.

### Mittelfristig

Die mittelfristige Trendstruktur zeigt einen Abwärtstrend, welcher deutlich an Stärke verloren hat. Während die ersten beiden Abwärtsbewegungen (November 2021 bis Januar 2022 und März 2022 bis Juni 2022) eine bemerkenswerte Dynamik vorweisen konnten, ist die dritte Abwärtsbewegung (seit August 2022) erheblich schwächer. Ein neues Tief konnte nur knapp ausgebildet werden und auch im Januar 2023 schafften es die Verkäufer nicht mehr, genügend Druck für eine weitere Abwärtsbewegung aufzubauen. Aus diesem Grund liegt das Trendhoch der mittelfristigen Struktur im Wochen-Chart weiterhin bei 80,99 USD, wobei dies nicht wirklich mit dem Begriff "mittelfristig" vereinbar ist.

Betrachtet man die Trendstruktur etwas enger, dann rücken die Hochs bei 55,51 USD und 57,42 USD in den Fokus. Sollte dieser Bereich überboten werden, hat Cloudflare den "mittelfristigen" Abwärtstrend (engere Struktur) beendet.



Abb. 31: Wochen-Chart von Cloudflare

### Kurzfristig

Der kurzfristige Chart zeigt seit den extremen Kursauschlägen zu Beginn des Monats November in 2022 eine seitwärtsgerichtete Bewegung. Untergeordnet hat sich dabei ein Abwärtstrend gebildet, welcher aber in den letzten Tagen neutralisiert werden konnte.

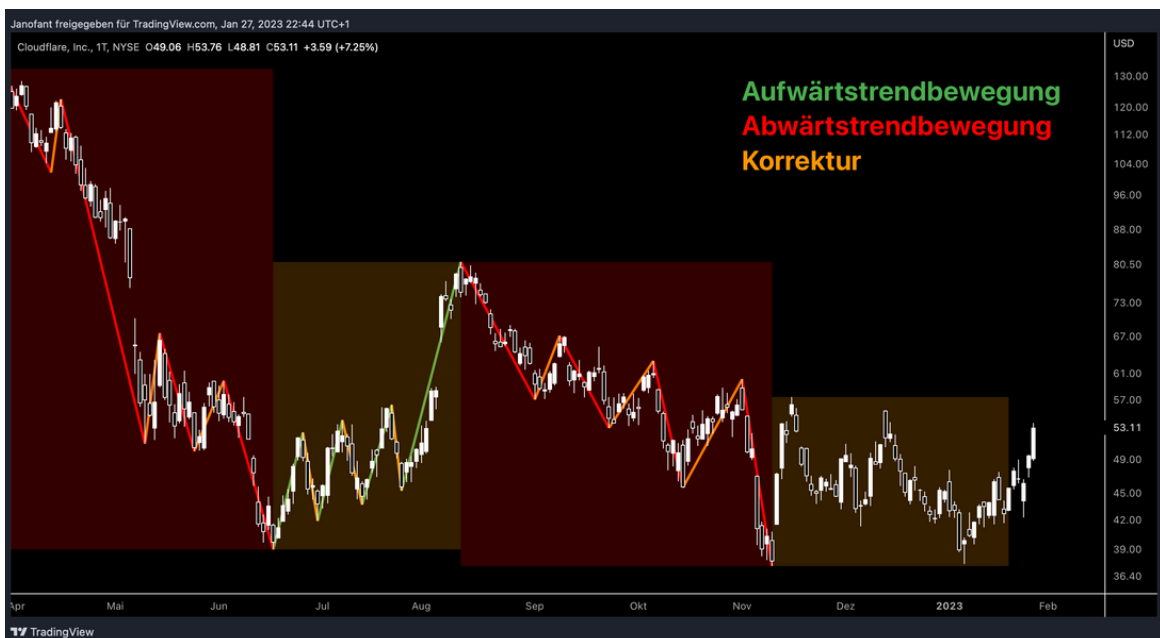


Abb. 32: Tages-Chart von Cloudflare



## Aussicht

Cloudflare hat das vorläufige Korrekturtief in einer Zone ausgebildet, die von einem enorm hohen Volumen gestützt wird. Die Widerstände zur Oberseite werden allesamt von geringeren Volumenakkumulationen gestützt, was grundsätzlich ein positives Zeichen ist. Aufgrund der hohen Relevanz des Kursbereichs (von rund 35,00 USD bis 40,00 USD) sollten die Käufer das Niveau so gut es geht verteidigen und ein weiteres Abrutschen verhindern - gelingt das nicht, dann hat Cloudflare den genannten Bereich als starken Widerstand über sich.

Wenn kurz- bis mittelfristig der nachhaltige Ausbruch über die rot markierte Widerstandszone gelingt, hat die Aktie einen Boden ausgebildet und die Wahrscheinlichkeit steigt immens, dass die Verlauftiefs nicht erneut getestet werden. Nichtsdestotrotz ist der Weg bis zu den alten Höchstständen weit und es ist mit regelmäßigen Rücksetzern an den jeweiligen Widerständen zu rechnen.



Abb. 33: Cloudflare befindet sich derzeit direkt unter der vorerst wichtigsten Widerstandszone.

## TECHNISCHES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Cloudflare mit 3 von 10 Punkten nur ein sehr schwaches Ergebnis. Dies ist primär auf die kurze Charthistorie zurückzuführen, denn aufgrund dieser bleiben der Aktie sämtliche Punkte für den Trend und die Trendstabilität verwehrt. Die Sicherheit, die ein langfristig stabiler Trend einer Aktie verleiht, ist in diesem Fall schlichtweg einfach nicht vorhanden.

Wie bereits in der Aussicht beschrieben, befindet sich allerdings eine sehr starke Volumen-Unterstützung unter dem aktuellen Niveau, welche zumindest etwas Stabilität verleiht. Da das übergeordnete Chartbild zudem auch eher aufwärtsgerichtet ist (trotzdem kein Aufwärtstrend!) und alle Widerstände mit geringeren Volumenakkumulationen einhergehen (im Vergleich zur angesprochenen Unterstützung), ziehe ich aus der subjektiven Sicht keinen Punkt ab.

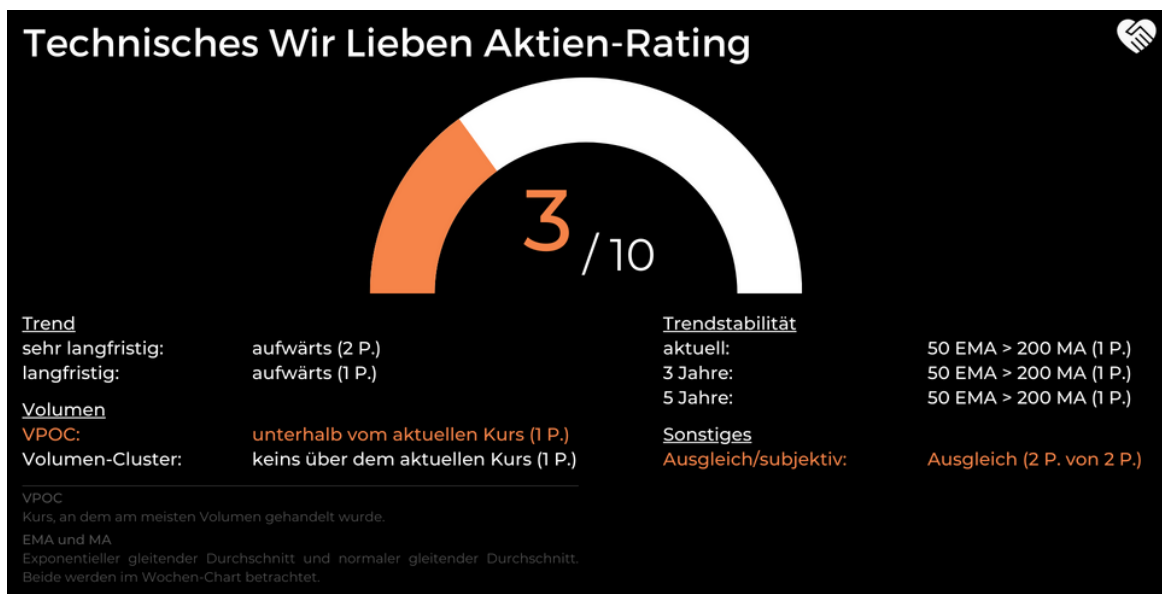


Abb. 34: Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Cloudflare 3 von 10 Punkten.

## **MARKTSYMMETRIE**

Die Marktsymmetrie von Cloudflare kann nicht beurteilt werden, da weder ein langfristiger Aufwärtstrend, noch eine ausreichende Charthistorie zur Verfügung steht. Dies erschwert eine technische Einschätzung der Aktie zusätzlich, da ein wesentlicher Faktor zur Einordnung und Bewertung der Korrekturlänge fehlt.

## SYSTEMATISCHES RISIKO

Die Korrelation von Cloudflare zum Gesamtmarkt ist nicht besonders hoch, was allerdings branchenüblich ist. In Bezug auf das systematische Risiko macht sich in diesem Fall jedoch die extrem hohe Volatilität bemerkbar, denn Cloudflare weist in Bezug auf die letzten 100 Wochen einen Beta-Faktor von fast 3 auf! Lediglich Fastly lässt sich in einer ähnlichen Risikoklasse einordnen, wobei der Wert des Konkurrenten bereits deutlich unter 2,50 liegt.

Einem solch hohen Risiko sollte ein vergleichsweise hohes Renditepotenzial gegenüberstehen. Aus charttechnischer Sicht ist dies durchaus möglich, wenn die aktuelle Zone hält und der Turnaround gelingt. Ob dies allerdings auch aus fundamentaler Sicht realistisch erscheint haben wir bereits im vorherigen Kapitel ("Unsere Bewertung") thematisiert.

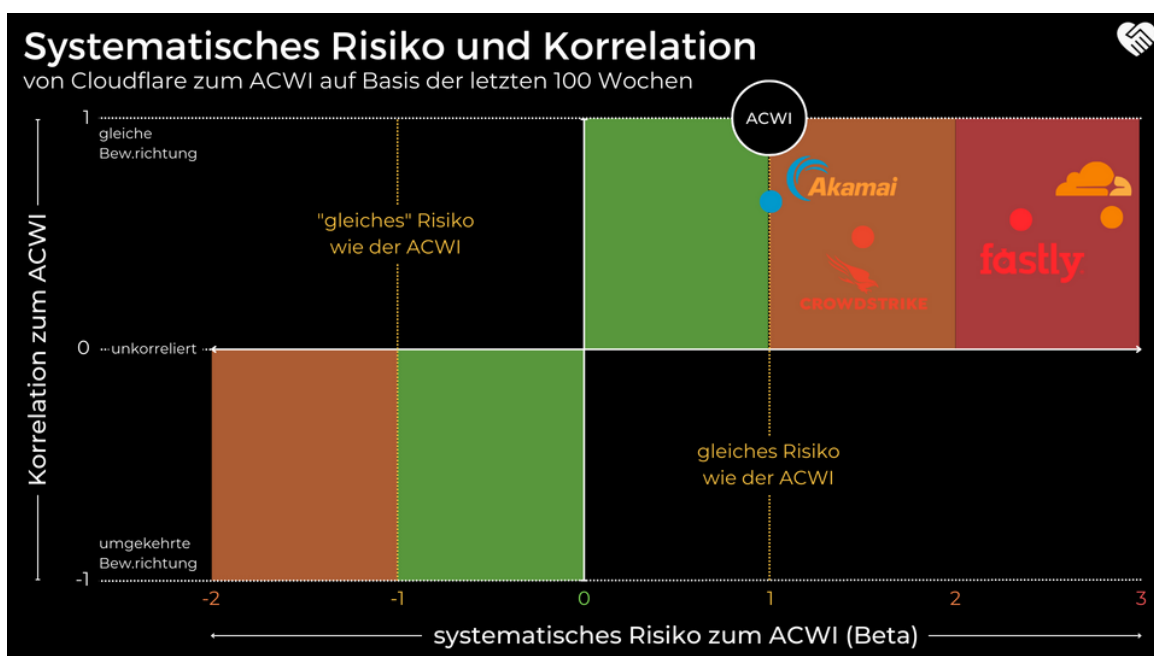


Abb. 35: Systematisches Risiko und Korrelation von Cloudflare zum ACWI

# 7. Fazit

## ALLGEMEIN

Cloudflare hat zwar in unserem fundamentalen Rating lediglich ein Rating von 5 von 10 Punkten verzeichnen können und wirkt daher auf den ersten Blick nicht sonderlich attraktiv. Allerdings kann das Unternehmen mit anderen Werten durchaus überzeugen. Gerade das Kundenwachstum und die stabile DBNR sind Gründe, die auf eine langfristig gesunde Strategie hindeuten. Aber auch die erwartete Entwicklung des Cashflows und des bereinigten EBITs lassen auf eine zunehmend gute Entwicklung des Konzerns hoffen. Allerdings ist die Aktie auch dementsprechend teuer bewertet, wodurch ein Investment gut durchdacht sein muss.

Wie beschrieben, steht die Investmentampel auf Gelb, mit einer Renditeerwartung von 7,50 % p. a.

Aus der charttechnischen Sicht kann Cloudflare keinen langfristigen Aufwärtstrend vorweisen, wodurch eine grundlegende Sicherheit fehlt. Positiv anzumerken ist allerdings die starke Unterstützungzone unterhalb des aktuellen Kursbereichs, weshalb eine baldige Bodenbildung durchaus wahrscheinlich erscheint.

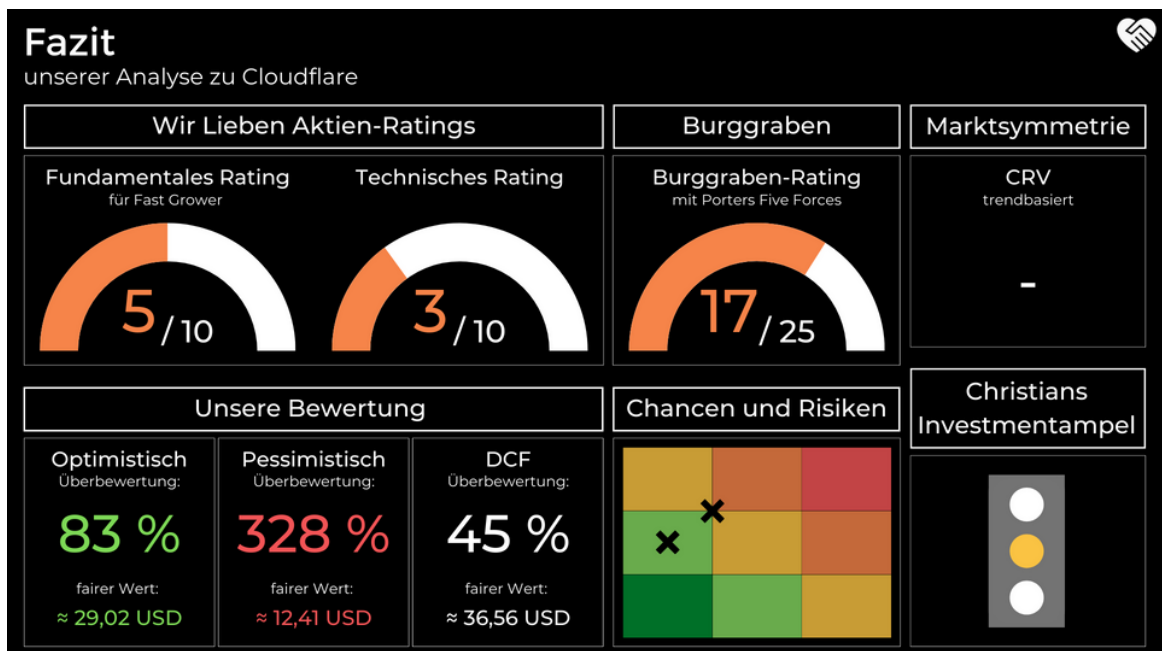


Abb. 36: Fazit unserer Analyse zu Cloudflare

## FAZIT DER TEAM-MITGLIEDER

### Jan

Da wir von Wir Lieben Aktien selbst Kunde bei Cloudflare sind, wusste ich die Dienste des Unternehmens schon vor der Analyse zu schätzen. Die Analyse hat meine Ansicht erneut bestätigt und nach dem regelrechten Hype im Technologiesektor ist die aktuelle Korrektur sowohl aus bewertungstechnischer als auch aus charttechnischer Sicht auf den ersten Blick eine interessante Chance. Fundamental betrachtet, ist die Aktie allerdings auch jetzt noch lange nicht günstig und was für mich zudem nicht in Frage kommt, ist ein Investment in eine Aktie, die keinen langfristigen Aufwärtstrend vorweisen kann. Nichtsdestotrotz finde ich das aktuelle Kursniveau vielversprechend für ein Turnaround, aber dies entspricht nicht meiner eigenen Strategie.

### Christian

Cloudflare hat gerade durch das konsequente Wachstum und den doch recht ausgeprägten Burggraben ein Geschäftsmodell entwickelt, welches absolut zukunftssträchtig ist. Auch der allgemeine Branchentrend verleiht Cloudflare enormen Rückenwind. Positiv ist ebenfalls, dass sich die Cashflow-Kennzahlen langsam in eine positive Richtung entwickeln. Aus diesen Gründen ist es auch gerechtfertigt, dass Cloudflare teurer bewertet ist als viele andere Aktien. Allerdings finde ich nicht, dass dieser Aufschlag so hoch sein sollte, wie er derzeit ist. Daher ist Cloudflare für mich nur auf der erweiterten Watchlist.

### Adrian

Cloudflare ist noch nicht lange an der Börse und dementsprechend ist auch kein langfristiger Aufwärtstrend vorhanden. Dafür bräuchten wir mindestens zwei Impulse nach oben, getrennt von einer Korrektur. Bei Cloudflare gab es nach dem IPO einen Aufwärtsimpuls und dann 2022 die Korrektur. Für einen langfristigen Aufwärtstrend fehlt also im Endeffekt der nächste Impuls. Die Zone um 41 USD scheint derzeit sehr stabil und könnte Nährboden für das Ende der Korrektur sein, aus dem dann eben dieser nächste Impuls und die entsprechende Etablierung eines Aufwärtstrends hervorgeht. Wer das Risiko eingehen will auf die baldige Entwicklung eines Aufwärtstrends zu spekulieren, der ist mit der aktuellen Zone ganz gut bedient - als Bestätigung würde ich aber noch abwarten, dass die Bullen den Kurs auf Tagesschlusskursbasis über 60,10 USD drücken, um zumindest einen kurzfristigen Boden zu gewährleisten. Man kann Cloudflare also grundsätzlich kaufen, muss sich aber dem deutlich höheren Risiko bewusst sein.

### **Transparenzhinweis und Haftungsausschluss**

Die Autoren haben diesen Beitrag nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, können die Richtigkeit der angegebenen Informationen und Daten aber nicht garantieren. Es findet keinerlei Anlageberatung durch "Wir Lieben Aktien", oder durch einen für "Wir Lieben Aktien" tätigen Autor statt. Dieser Beitrag soll eine journalistische Publikation darstellen und dient ausschließlich Informationszwecken. Die Informationen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Börsengeschäfte sind mit erheblichen Risiken verbunden. Wer an den Finanz- und Rohstoffmärkten handelt, muss sich zunächst selbstständig mit den Risiken vertraut machen. Der Kunde handelt immer auf eigenes Risiko und eigene Gefahr. "Wir Lieben Aktien" und die für uns tätigen Autoren übernehmen keine Verantwortung für jegliche Konsequenzen und Verluste, die durch Verwendung unserer Informationen entstehen. Es kann zu Interessenkonflikten kommen, durch Käufe und einen darauffolgenden Profit durch eine positive Kursentwicklung von in Artikeln erwähnten Aktien.

Mehr Infos unter: <https://wir-lieben-aktien.de/haftungsausschluss/>

# Wir Lieben Aktien

Analysen erstellt mit Verantwortlichkeit. Mit Liebe zur Börse.  
...mehr auf [wir-lieben-aktien.de](http://wir-lieben-aktien.de)

