



# Zscaler Aktienanalyse

11. JUNI 2023



WIR LIEBEN AKTIEN

JAN FUHRMANN  
ADRIAN ROGL

## ZSCALER - BESSERE ALTERNATIVE ZU CROWDSTRIKE?

Das Zeitalter, in dem wir heute leben, ist vor allem durch die Digitalisierung geprägt. Cybersecurity-Unternehmen wie Zscaler kümmern sich darum, dass Kunden im Internet sicher agieren können, ohne dass Schäden entstehen. Die Branche konnte in den letzten Jahren massives Wachstum verzeichnen und auch die weiteren Zukunftsaussichten sind rosig. In dieser Analyse wollen wir uns die Frage stellen, ob Zscaler ein Investment wert ist.

### ÜBERSICHT

WKN / ISIN	A2JF28/US98980G1022
Branche	Informationstechnologie
Einordnung (Peter Lynch)	Fast Grower
Fundamentales WLA-Rating	6/10
Technisches WLA-Rating	6/10
Porters Burggraben-Rating	16/25
Marktkapitalisierung	21,89 Mrd. USD
Dividendenrendite	0,00 %
KGV	-81,28
Firmensitz	San José (USA)
Gründungsjahr	2007
Mitarbeiter	4.975

### 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.

# Zscaler

# Aktienanalyse

NASDAQ: ZS

## KURZPORTRAIT

Zscaler ist eine Aktie, die vom Cybersecurity-Megatrend direkt profitiert. Genauer gesagt ist das Unternehmen im Bereich der Cloud-Sicherheit tätig und gehört in diesem Sektor weltweit zu den bekanntesten Unternehmen.

Allein in den letzten drei Jahren konnte Zscaler den Umsatz um rund 260,00 % steigern - bemerkenswert - und auch in Zukunft sollen hohe Wachstumsraten weiterhin Bestand haben. Operativ schaffte das Cybersecurity-Unternehmen erst im laufenden Geschäftsjahr den Sprung in die Profitabilität, was im Gegensatz zu einigen Konkurrenten durchaus ein hervorzuhebendes Merkmal ist.

Aus der technischen Perspektive kann sich Zscaler ebenfalls von diversen Konkurrenten abheben, denn die Aktie kann einen langfristigen Aufwärtstrend vorweisen. Zudem ist die nachhaltige Stabilisierung vor kurzer Zeit gelungen.

Die Analyse bezieht sich auf den Kenntnisstand unserer Recherche vom 10.06.2023.

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. DAS UNTERNEHMEN</b>	<b>6</b>
<b>Historie</b>	<b>6</b>
• Gründung	
• Erste Großkunden	
• Zero Trust Network Access	
• Börsengang & Transaktionsrekord	
<b>Vision, Werte und Nachhaltigkeit</b>	<b>8</b>
• Vision und Mission	
• Werte	
• Nachhaltigkeit	
<b>Aktionärsstruktur</b>	<b>11</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	<b>12</b>
• Allgemein	
• Auf der Wolke des Erfolgs	
• Kundenbindung	
• Die wichtigsten Produkte	
<b>Burggraben</b>	<b>16</b>
• Einleitung	
• Porters Five Forces	
<b>Geschäftsführung</b>	<b>19</b>
<b>2. FUNDAMENTALE ANALYSE</b>	<b>21</b>
<b>Kennzahlen</b>	<b>21</b>
• Umsatz	
• EBIT und Konzerngewinn	
• 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>3. KONKURRENZVERGLEICH UND BRANCHENANALYSE</b>	<b>32</b>
<b>Allgemeine Infos über die Branche</b>	<b>32</b>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einordnung nach dem GICS</li> <li>• Branchenüberblick über den Cybersecurity-Markt</li> <li>• Branche der Cloud-Sicherheitslösungen</li> <li>• Cloud-Security &amp; Zero Trust</li> </ul>	
<b>Überblick über die Konkurrenz</b>	<b>39</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kennzahlen</li> <li>• Entwicklung des fairen Werts</li> <li>• Performance seit dem Börsengang</li> </ul>	
<b>4. CHANCEN UND RISIKEN</b>	<b>41</b>
<b>Chancen</b>	<b>41</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wachstumsmarkt Cloud-Security (1)</li> <li>• Starke Partnerschaften sichern das Geschäft (2)</li> </ul>	
<b>Risiken</b>	<b>44</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Risiken in der Branche (1)</li> <li>• Finanzielle Risiken (2)</li> </ul>	
<b>5. UNSERE BEWERTUNG</b>	<b>47</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eigenkapitalkosten</li> <li>• Bilanzanalyse</li> <li>• Bewertungsszenarien und -modelle</li> <li>• Unsere Einschätzung</li> </ul>	
<b>6. TECHNISCHE ANALYSE</b>	<b>52</b>
<b>Charttechnische Trendeinordnung</b>	<b>52</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Übersicht</li> <li>• Langfristig</li> <li>• Mittelfristig</li> <li>• Kurzfristig</li> <li>• Aussicht</li> </ul>	
<b>Technisches Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>56</b>
<b>Marktsymmetrie</b>	<b>57</b>
<b>Systematisches Risiko</b>	<b>58</b>
<b>7. FAZIT</b>	<b>59</b>
<b>Allgemein</b>	<b>59</b>
<b>Meinungen der Team-Mitglieder</b>	<b>61</b>

# 1. Das Unternehmen

## HISTORIE

### Gründung

Zscaler begann die Reise im Jahr 2007. Gegründet wurde das Unternehmen durch Jagtar (Jay) Chaudhry und K. Kailash, mit der Vision, die Art und Weise, wie Organisationen Sicherheit angehen, zu revolutionieren. The Arc Mid-Hudson wurde der erste Kunde und die Partnerschaft hat im Laufe der Jahre Bestand gehalten.

Im Jahr 2008 sorgte Zscaler mit der Einführung der branchenweit ersten Multi-Tenancy-Architektur für Aufsehen und legte den Grundstein für skalierbare und effiziente Sicherheitslösungen.

Die Multi-Tenancy-Architektur oder auch mandantenfähige Architektur ermöglicht es einem Anbieter, eine einzige Software- oder Hardwareinfrastruktur zu nutzen, um mehrere Kunden oder „Mandanten“ zu bedienen, während sie gleichzeitig voneinander isoliert bleiben. Jeder Mandant hat einen eigenen dedizierten Bereich, der seine Daten, Konfigurationen, Benutzerkonten und Berechtigungen enthält.

### Erste Großkunden

2010 konnte Zscaler mit Takeda Pharmaceuticals einen großen Kunden gewinnen, wodurch die Position im Markt gefestigt wurde.

Das Jahr 2011 markierte einen bedeutenden Meilenstein, als die Zscaler-Sicherheitscloud 1,00 Mrd. Transaktionen pro Tag in über 40 Rechenzentren weltweit überschritt.

Aufbauend auf diesem Erfolg sicherte Zscaler 2015 Siemens als Kunden. Das Unternehmen erlebte bemerkenswertes Wachstum und erweiterte seine Belegschaft auf fast 200 Mitarbeiter weltweit.

### Zero Trust Network Access

Im Jahr 2016 startete Zscaler eine bahnbrechende Lösung, Zscaler Private Access, die das Konzept des Zero Trust Network Access (ZTNA) voranbrachte. Diese revolutionäre Technologie ermöglichte Organisationen einen sicheren und nahtlosen Zugang zu Netzwerken.

Bei ZTNA wird nicht mehr davon ausgegangen, dass ein Benutzer oder Gerät, das sich bereits im Netzwerk befindet, automatisch vertrauenswürdig ist. Jeder Netzwerkzugriff unabhängig von Standort

und Benutzerkontext muss überprüft und autorisiert werden. Dies wird erreicht, indem verschiedene Sicherheitsmechanismen und -technologien angewendet werden, um die Identität des Benutzers oder Geräts zu überprüfen, die Sicherheitsstatus des Geräts zu bewerten und die Zugriffsrechte zu definieren.

### **Börsengang & Transaktionsrekord**

2018 ging Zscaler unter dem Ticker ZS an der NASDAQ an die Börse.

2021 gewann Zscaler The Mahindra Group als Kunden. Gleichzeitig wurde die globale Belegschaft auf über 2.600 Mitarbeiter erhöht. Im selben Jahr konnte der Zscaler Zero Trust Exchange zum ersten Mal zu 100,00 % mittels erneuerbarer Energie versorgt werden und Zscaler wurde in die NASDAQ-100 aufgenommen.

Ein Jahr später erreichte der Zscaler Zero Trust Exchange schon den nächsten Meilenstein – täglich wurden über 250,00 Mrd. Transaktionen verarbeitet. Inzwischen überschreitet das Unternehmen die Marke von 5.000 Mitarbeitern weltweit. Die Belegschaft hat sich also innerhalb von sieben Jahren verzwanzigfacht.

## **VISION, WERTE UND NACHHALTIGKEIT**

### **Vision und Mission**

Zscaler wurde mit der Vision gegründet, dass das Internet zum neuen Unternehmensnetzwerk wird, während die Cloud das neue Rechenzentrum darstellt. Zscaler ist der Meinung, dass angesichts der raschen Einführung der Cloud und der zunehmenden Mobilität der Mitarbeiter herkömmliche Sicherheitsansätze an der Peripherie einen unzureichenden Schutz für Benutzer und Daten sowie eine zunehmend schlechte Benutzererfahrung bieten würden. Deshalb entwickelten sie eine Sicherheitscloud, welche eine grundlegende Veränderung in der architektonischen Gestaltung und im Ansatz zur Netzwerksicherheit darstellt.

Zscaler hat es sich zur Aufgabe gemacht, Unternehmen in die Lage zu versetzen, das volle Potenzial der Cloud und der Mobilität auszuschöpfen, indem Benutzer von jedem Gerät aus und an jedem Ort sicher mit Anwendungen verbunden werden können.

### **Werte**

#### **Offene Kommunikation**

Zscaler möchte zugänglich, transparent und ehrlich in der Kommunikation sein. Erfolge sollen gefeiert werden und der Konzern möchte sich stets neuen Herausforderungen stellen.

#### **Leidenschaft**

Zscaler möchte sich ehrgeizige Ziele setzen, Fähigkeiten weiterentwickeln und leistungsbereit sein, um das Richtige zu tun und Hindernisse zu überwinden.

#### **Innovation**

Zscaler fördert Kreativität, außerhalb der Box zu denken und die Bereitschaft, Risiken einzugehen, um neue Lösungen für komplexe Probleme zu finden.

#### **Kundenzufriedenheit als absolute Priorität**

Zscaler's Kunden sollen nicht nur zufriedengestellt, sondern auch begeistert werden. Die Bedürfnisse der Kunden sollen verstanden werden, um so langfristige Beziehungen aufzubauen.

Diese Werte prägen die dynamische Unternehmenskultur des Unternehmens und das Engagement der Mitarbeiter von Zscaler weltweit. Das alles, um Kunden die bestmöglichen Sicherheitslösungen anzubieten und gemeinsam Erfolg zu haben.



## Nachhaltigkeit

Zscaler möchte die Umweltauswirkungen seiner Geschäftstätigkeit minimieren und unterstützt Kunden bei deren Umweltzielen. Deren cloudbasierte Security Cloud soll weniger Energie verbrauchen und weniger Emissionen als On-Premise-Lösungen verursachen. Zscaler optimiert Architektur, Prozesse und wählt grüne Rechenzentren aus, um die eigene Nachhaltigkeit zu verbessern. Zscaler sagt alle Standorte werden zu 100 % mit erneuerbaren Energien betrieben. Dies ist aber nur zu 75 % der Fall, die restlichen 25 % werden durch den Erwerb von Umweltzertifikaten (RECs) erworben. Bis 2025 strebt Zscaler eine treibhausgasneutrale Wirtschaftstätigkeit an.

Zscaler bietet seinen Mitarbeitern vielfältige Ressourcen, um ihre beruflichen Ziele zu erreichen. Das Programm "Succeeding at Z" umfasst maßgeschneiderte Schulungsmaßnahmen und finanzielle Unterstützung für die berufliche Weiterentwicklung. Durch ein Mentorenprogramm werden Mitarbeiter von erfahrenen Mentoren begleitet, um ihre Möglichkeiten im Unternehmen zu erkunden.

Das Programm "Leading at Z" unterstützt Führungskräfte dabei, das volle Potenzial ihrer Teams zu entfalten. Mit umfassenden Ressourcen und Tools werden Führungskompetenzen entwickelt und Feedbackprozesse gefördert. Es gibt maßgeschneiderte Onboarding-Programme für neue Manager und individuelle Coachings für vielversprechende Führungskräfte.

Zscaler versucht eine motivierende Arbeitsumgebung, in der Mitarbeiter ihr volles Potenzial entfalten können zu schaffen und bietet umfangreiche Unterstützung für ihre berufliche Entwicklung an.

Zscaler hat strenge Risikomanagementprozesse, um Sicherheits-, Verfügbarkeits- und Datenschutznormen einzuhalten und das Vertrauen der Kunden zu gewährleisten. Interne Audits, robuste Verfahren und Kontrollen werden genutzt, um Risiken zu bewältigen. Regelmäßige Übungen und Notfallpläne sorgen für eine Vorbereitung auf potenzielle Bedrohungen.

Der Konzern setzt auf Zertifizierungen nach internationalen Standards und berücksichtigt auch Klimarisiken. Im Bereich Cybersicherheit werden strenge Prozesse und kontinuierliche Optimierungen eingesetzt. Die Cyber Risk Management Group identifiziert und priorisiert Schutzmaßnahmen, während das interne Expertenteam für Bedrohungsanalysen die Cloud-Plattform rund um die Uhr überwacht.

Sicherheitsprüfungen, Risikobewertungen und Penetrationstests werden regelmäßig durchgeführt, um höchste Sicherheitsstandards einzuhalten. Zscaler arbeitet eng mit der Branche zusammen, um Forschungsergebnisse zu teilen und die Sicherheit des gesamten

Internets zu verbessern. Das Unternehmen setzt sich konsequent für die Sicherheit, Vertraulichkeit und Integrität seiner Produkte ein.

## **AKTIONÄRSSTRUKTUR**

Die Aktionäre von Zscaler, welche die 5,00 %-Marke überschreiten, sind Ajay Mangal mit einem Anteil von 20,30 % und Jagtar Chaudhry, aktueller CEO und Gründer von Zscaler, mit einem Anteil von 18,60 %. Darüber hinaus sind TPG Group Advisors mit einem Anteil von 6,30 % und The Vanguard Group mit einem Anteil von 5,58 % ebenfalls bedeutende Aktionäre des Unternehmens. Weitere Aktionäre, die jedoch weniger als 5,00 % der Anteile halten, sind Artisan Partners LP (2,87 %), Capital Research & Management (2,10 %), Voya Investment Management (1,83 %), Allianz Global Investors U.S. (1,75 %) und BlackRock Fund Advisors (1,38 %). Ebenfalls mit einem Anteil von 1,38 % beteiligt ist WestBridge Capital Partners.

Die größten fünf Aktionäre halten über 50,00 % der Anteile an Zscaler und die zehn größten über 60,00 % der Anteile. Davon werden über 38,00 % von Jagtar Chaudhry und Ajay Mangal privat gehalten. Der sehr hohe Anteil, welcher der CEO selbst an dem Unternehmen hält, spricht dafür, dass er selbst ein großes Vertrauen in den Erfolg von Zscaler hat. Gleichzeitig reduziert es jedoch die Liquidität der Aktie und das Stimmrecht der restlichen Investoren.

## GESCHÄFTSMODELL

### Allgemein

Das Geschäftsmodell von Zscaler geht thematisch in die Richtung von Cloudflare oder Fortinet, die wir beide bereits ausführlich analysiert haben. Das Thema Cybersecurity ist in unserer mehr und mehr digitalen Welt immer wichtiger und für fortschrittliche Unternehmen undenkbar. Früher musste man für Industriespionage noch in ein Gebäude einbrechen und dort Dokumente klauen, heute reicht eine Internetanbindung und ein paar schlecht geschützte Server. Dementsprechend gibt es heutzutage zahlreiche Unternehmen, die sich den Problemen und Gefahren im Internet annehmen – Zscaler ist eines davon und ist damit auch noch sehr erfolgreich.

Einfach erklärt, kannst du dir das so vorstellen wie ein riesiges Netzwerk aus Straßen, die das Internet repräsentieren. So wie sich auf einem Straßenverbund viele Autos befinden, die von A nach B wollen, gibt es im Internet Daten, die vom einen an den anderen Ort wollen. So wie auch auf Straßen gibt es im Internet zahlreiche Gefahren wie z. B. böartige Datenpakete (Computerviren) oder andere schädliche Inhalte, die sowohl Servern/Computern oder auch Menschen schaden können. Zscaler ist dabei wie die Polizei auf Straßen, die an Ausfahrten den (Daten)verkehr kontrolliert und prüft, ob die Informationen sicher sind und keine Bedrohung darstellen. Wenn verdächtige oder gefährliche Daten erkannt werden, blockiert und entschärft Zscaler sie und verhindert so das Entstehen von Schäden.

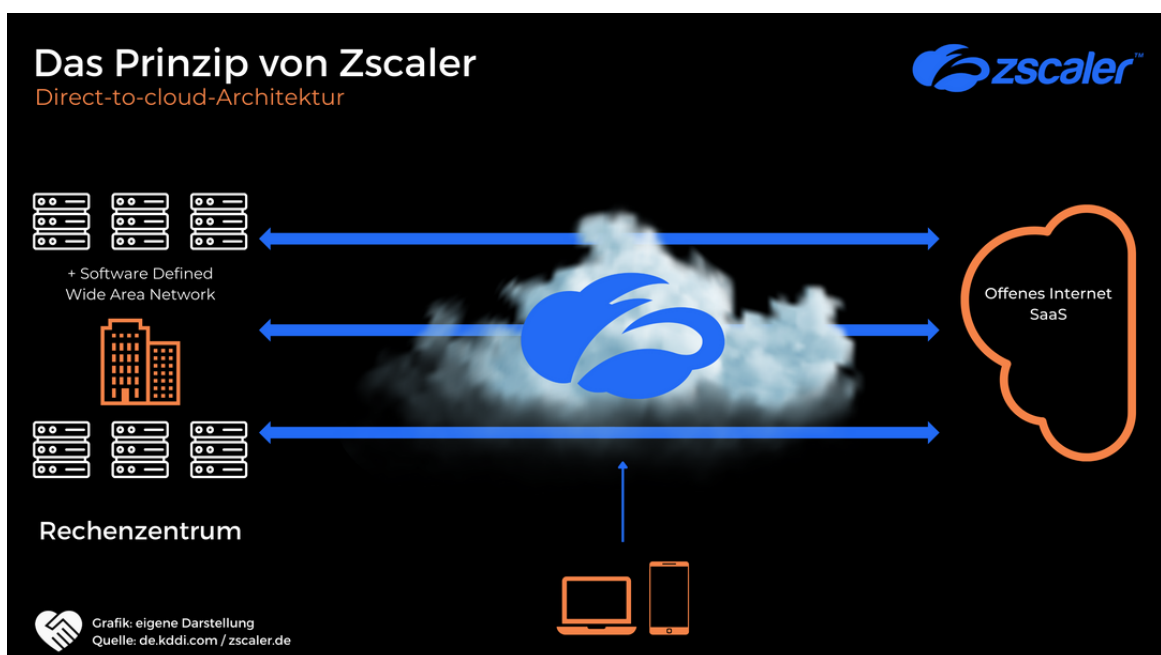


Abb. 1: Grundprinzip von Zscaler's Geschäftsmodell

## Auf der Wolke des Erfolgs

Alle Dienste von Zscaler werden dabei über eine globale Cloud-Infrastruktur bereitgestellt, sodass Unternehmen ihren gesamten Internetverkehr über die Zscaler-Plattform sicher leiten können. Die Verlagerung in die Cloud spart zahlreiche Kosten, keine weitere Hardware wird benötigt und sie ist einfacher einzurichten und verbessert insgesamt die Sicherheit massiv. Im Laufe der Jahre hat Zscaler seit der Gründung verschiedene Geschäftspartner und Kunden gewinnen können. Viele der 2000 größten und erfolgreichsten Unternehmen der Welt arbeiten bereits mit Zscaler. Ein bekannter Kunde ist z. B. Microsoft – hier wird durch die Software von Zscaler die Leistung der Cloud-Infrastruktur von Microsoft Office 365 verbessert. Außerdem wurden Sicherheitslösungen von Zscaler in die IBM-Produktlinie integriert. Weitere spannende Partnerschaften gibt es u. a. mit Cisco oder Oracle.

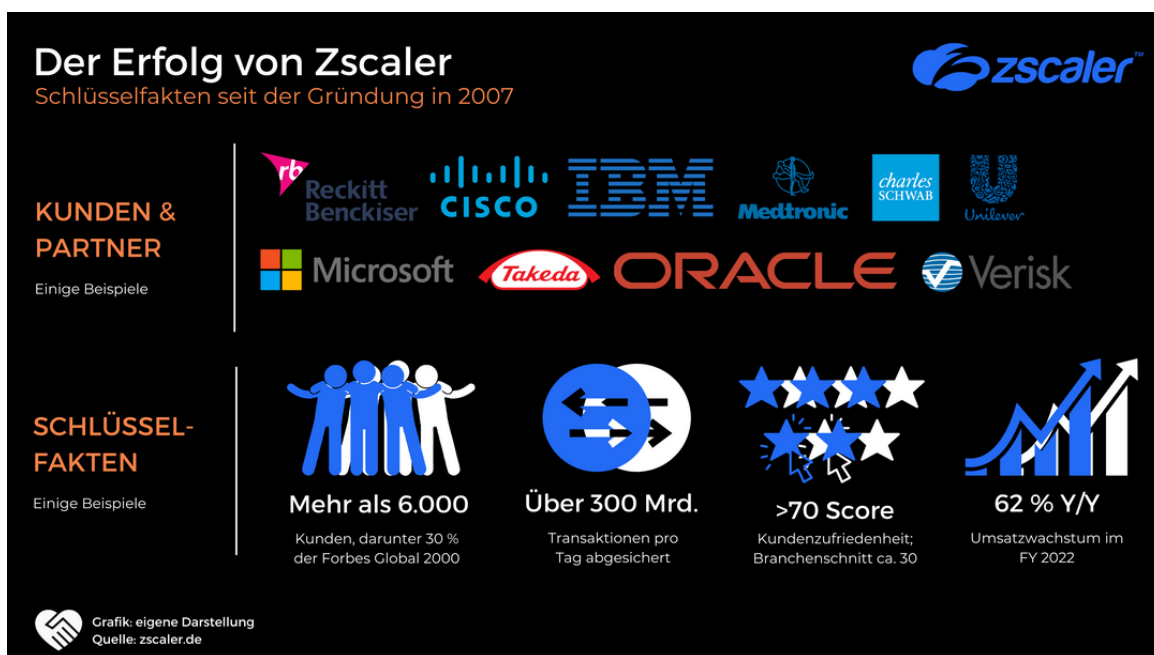


Abb. 2: Schlüsselfakten zum Erfolg von Zscaler im Überblick

## Kundenbindung

Wie in den meisten Fällen im SaaS-Bereich, nutzt auch Zscaler das Abo-Modell. Als Unternehmen ist es einfach ein riesiger Vorteil, wenn Umsätze einfach prognostiziert und reinvestiert werden können. Das fördert das Wachstum und bindet Kunden langfristig. Zscaler teilt so auch die eigenen Segmente lediglich in zwei wichtige Bereiche auf: abonnementbasierte Dienstleistungen und Professional Services.

Das erstere umfasst sämtliche Einnahmen von Zscaler aus wiederkehrenden Abonnementgebühren, die Kunden für den Zugang

zu Sicherheitslösungen zahlen. Das beinhaltet sämtliche Cloud-Dienste, die vom Unternehmen bereitgestellt werden. Beim zweiten handelt es sich um optionale Dienstleistungen, die Kunden von Zscaler in Anspruch nehmen können – Beratungen, Schulungen und weitere Dinge. Einige der Kunden haben wir weiter oben schon vorgestellt. Insgesamt lassen sich die Kunden aufteilen in vier Kategorien: Unternehmen, Behörden und Regierungsorganisationen, Bildungseinrichtungen, Service-Provider.

### **Die wichtigsten Produkte**

Wir wissen bereits, dass Zscaler cloudbasierte Sicherheitslösungen anbietet. Aber welche genauen Produkte Kunden am Ende zur Auswahl stehen, besprechen wir im Folgenden.

#### Secure Web Gateway

Hierbei handelt es sich um ein Programm, welches den gesamten Web-Datenverkehr eines Unternehmens überwacht und diesen schützt. Das beinhaltet sämtliche Gefahren wie Malware, Phishing oder andere Bedrohungen. Im Prinzip relativ simpel und so ähnlich, wie wir es weiter oben bereits beschrieben haben unter „Allgemein.“

#### Cloud Firewall

Die Firewall von Zscaler funktioniert ähnlich, hier wird ebenfalls der Datenverkehr von Unternehmen überwacht und gefiltert. Dadurch werden Angriffe blockiert und sensible Daten geschützt.

#### Cloud Access Security Broker (CASB)

Zscaler bietet auch einen CASB-Dienst an, der im Endeffekt Unternehmen dabei hilft, die Sicherheit und Compliance in Cloud-Anwendungen zu gewährleisten. Dies beinhaltet die Überwachung und Kontrolle des Zugriffs auf Cloud-Dienste wie Office 365, Salesforce, Dropbox und andere.

#### Zero Trust Network Access (ZTNA)

Zscaler unterstützt Unternehmen bei der Implementierung des Zero-Trust-Ansatzes für den Netzwerkzugriff. Durch die Verwendung von ZTNA können Unternehmen den Zugriff auf Anwendungen und Daten strikt kontrollieren und nur autorisierten Benutzern gewähren.

# Die Zero Trust Exchange

Hohes ROI durch verschiedene Faktoren

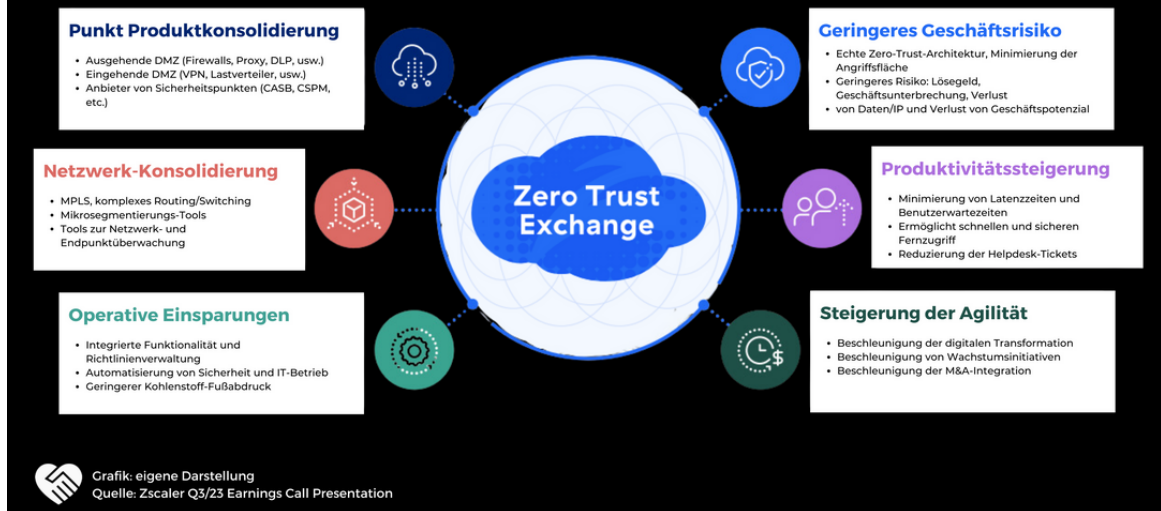


Abb. 3: Zero Trust Exchange und ihre Vorteile

## BURGRABEN

### Einleitung

In seiner ca. 15-jährigen Historie konnte Zscaler schon einige Erfolge feiern. In erster Linie ist dem Unternehmen der Aufbau einer fortschrittlichen Cybersecurity-Cloud-Plattform gelungen, welche auf mehr als 150 Rechenzentren auf der ganzen Welt verteilt ist und nach eigenen Angaben in der Lage ist, über 150 Mio. Bedrohungen jeden Tag auszuschalten. Dass Zscaler seit nunmehr zwölf Jahren vom Marktforschungsunternehmen Gartner in verschiedenen Teilbereichen des Cybersecurity-Marktes als Leader eingestuft wird, unterstreicht die Qualität der Lösungen.

Als weiterer, nicht zu vernachlässigender Faktor für den Burggraben ist der diversifizierte Kundenstamm zu nennen. Zu den Abnehmern des Anbieters von Cybersecurity-Lösungen gehören Firmenkunden aller Größenordnungen aus allen denkbaren Branchen. Mit ca. 40,00 % bzw. 30,00 % aller Fortune 500- bzw. Global 2000-Unternehmen nutzen bereits eine Vielzahl an Großkonzernen die Angebote von Zscaler. Gleichzeitig bieten diese Werte Raum für weiteres Wachstum.

Während Zscaler in 2016 noch 2.450 Kunden betreute, wuchs diese Zahl bis 2022 kontinuierlich um 18,25 % pro Jahr auf 6.700 an. Aufgrund des abweichenden Geschäftsjahres von Zscaler, welches am 31. Juli endet, stehen die Zahlen für Q3 2023 bereits zur Verfügung: aktuell beläuft sich die Anzahl an Abnehmern auf 7.300. Und auch für die kommenden Geschäftsjahre zeigt sich das Management zuversichtlich, weitere Unternehmen als Kunden für sich gewinnen zu können.

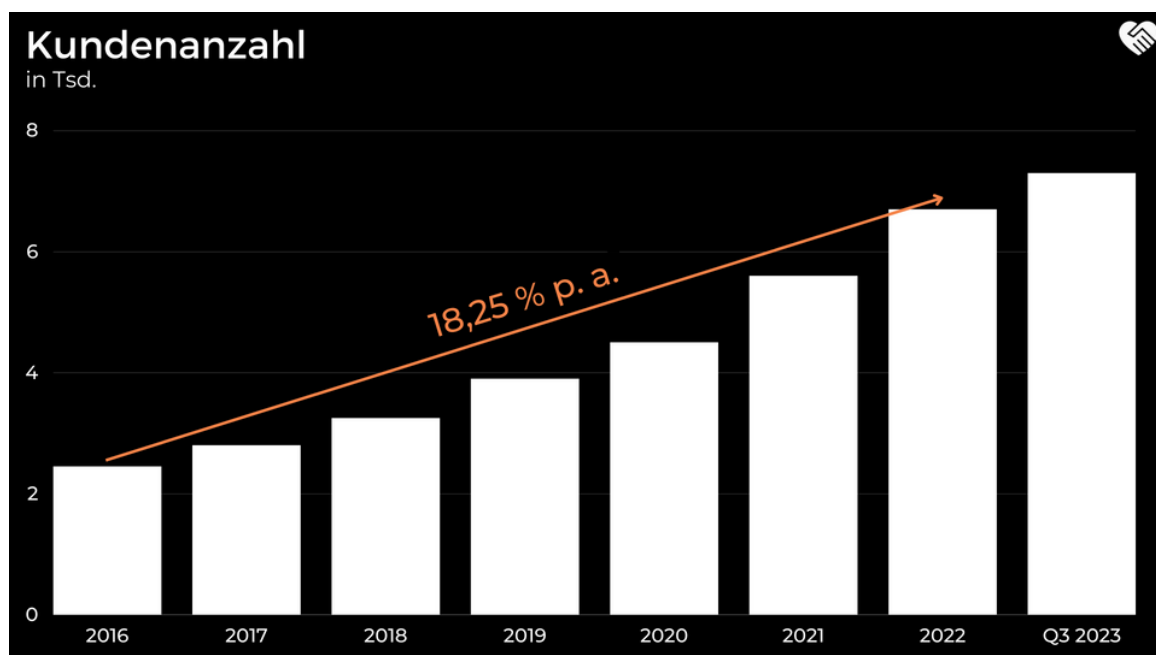


Abb. 4: Kundenanzahl



## 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 Zscaler aufgestellt ist, desto höher ist die Punktzahl, welche wir vergeben.

Rivalität unter bestehenden Wettbewerbern	2/5	Der Markt für Cybersecurity-Lösungen lässt sich als fragmentiert, äußerst umkämpft und schnelllebig charakterisieren. Obwohl Zscaler bereits über einen beachtlichen Kundenstamm verfügt, ist das Unternehmen anhand seiner Marktanteile als kleiner Player einzuordnen, welcher mit mehreren etablierten Konzernen in Konkurrenz steht. Daher halten wir für die Rivalität unter bestehenden Mitbewerbern 2 Punkte für angemessen.
Bedrohung durch neue Wettbewerber	3/5	Als wachstumsstarke Branche, welche weltweit stets an Bedeutung gewinnt, sind Cybersecurity-Lösungen für neue Wettbewerber sehr attraktiv, was als Argument für eine eher hohe Bedrohung gesehen werden kann. Andererseits verfügen die bestehenden Player über eine Vielzahl an Vorteilen, welche einen Markteintritt für Start-ups erheblich erschweren (bspw. Patente, Reputation, Kundenstamm, Partnerschaften).
Verhandlungsmacht der Lieferanten	2/5	Obwohl Zscaler keine physischen Güter produziert, kooperiert der Konzern in mehrerer Hinsicht mit Lieferanten. In diesem Zusammenhang sind bspw. die Channel-Partner zu nennen, welche Zscaler beim Vertrieb unterstützen oder Zulieferer von Komponenten, welche für den Betrieb der Cloud-Plattform benötigt werden. Insgesamt sehen wir die bessere Verhandlungsposition auf der Seite der Lieferanten, da Zscaler für seine Partner einen kleinen Abnehmer darstellen dürfte.

Verhandlungsmacht der Kunden 4/5

Wie zuvor beschrieben, verfügt Zscaler über einen soliden, stetig wachsenden Kundenstamm. Die Verhandlungsmacht der Abnehmer stufen wir aus folgenden Gründen als eher niedrig ein: Zum einen ist kein einzelner Kunde für mehr als ein Zehntel der Einnahmen verantwortlich und zum anderen ergeben sich, sobald die Lösungen von Zscaler integriert wurden, nicht unerhebliche Wechselkosten.

Bedrohung durch Ersatzprodukte 5/5

Unternehmen auf der ganzen Welt greifen zunehmend auf cloudbasierte Lösungen zurück. Durch diese Entwicklung steigt der globale Datenverkehr kontinuierlich mit einer hohen Dynamik an, was wiederum den Bedarf an Cybersecurity-Lösungen verstärkt. Demnach ist auch in den kommenden Jahren von einem starken Wachstum der Branche auszugehen und die Bedrohung durch Ersatzprodukte ist als äußerst gering einzustufen.

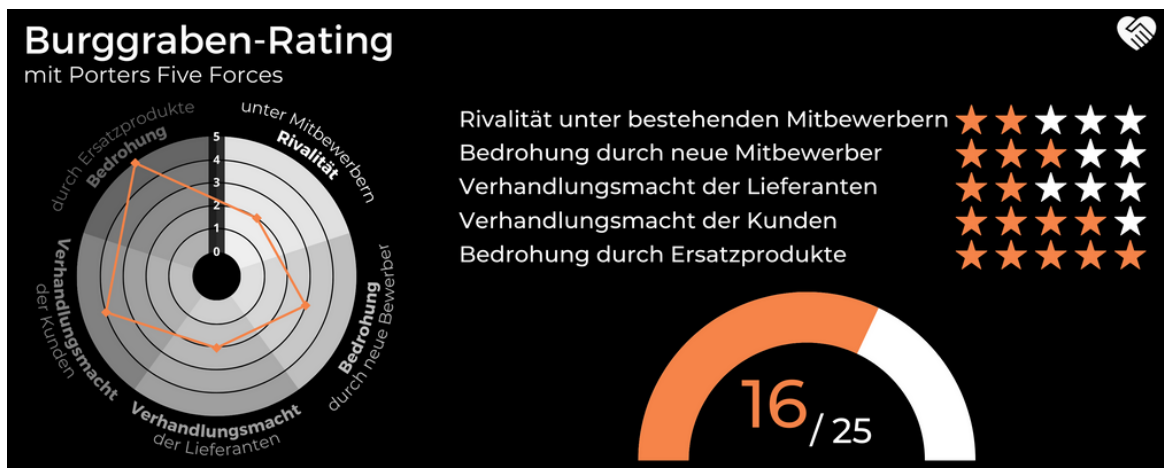


Abb. 5: In Porters Burggraben-Rating erzielt Zscaler 16 von 25 Punkte.

## GESCHÄFTSFÜHRUNG

Jagtar (Jay) Chaudhry

Chaudhry ist ein Unternehmer, der bereits eine ganze Reihe an diversen erfolgreichen Unternehmen gegründet hat, darunter AirDefense, CipherTrust, CoreHarbor, SecureIT, und natürlich das Unternehmen dieser Analyse, Zscaler.

Chaudhry hat in der Vergangenheit visionäre Innovationen auf den Markt gebracht, welche die Nachfrage nach sicheren Lösungen für aufkommende Technologietrends befriedigen konnten. So z. B. die Zscaler Global Security Cloud für verteilte und mobile Unternehmen. Chaudhry's umfangreiche Arbeit im Bereich der Sicherheitstechnologie hat ihn zu einem vertrauenswürdigen Berater für viele Chief Information Officers (CIOs) und Chief Information Security Officers (CISOs) von Unternehmen gemacht.

Chaudhry kann auf mehr als 25 Jahre Erfahrung in der Sicherheitsbranche zurückblicken, darunter Know-how in den Bereichen Technik, Vertrieb, Marketing und Management bei führenden Unternehmen wie IBM, NCR und Unisys.

Sein erstes Unternehmen, SecureIT, den ersten reinen Internet-Sicherheitsdienst, gründete und leitete er bereits 1996. SecureIT wurde zwei Jahre später an VeriSign verkauft. Anschließend gründete er CoreHarbor, eine E-Commerce-Lösung, welche von USi/AT&T übernommen wurde. 2000 gründete und leitete Chaudhry CipherTrust, das erste E-Mail-Sicherheits-Gateway der Branche, bevor es 2006 mit Secure Computing fusionierte. Vor der Gründung von Zscaler in 2007 baute er das Unternehmen AirDefense, einen Pionier für drahtlose Sicherheit, auf, welches später durch Motorola übernommen wurde.

Chaudhry wurde von Ernst & Young als „Entrepreneur of the Year (Southeast USA)“ geehrt, die Information Week nannte ihn „Innovator & Influencer“, das SC Magazine gab ihm den Titel „Market Entrepreneur“ und Goldman Sachs zeichnete ihn mit dem Titel „100 Most Intriguing Entrepreneurs“ aus.

CEO-Vergütung

Chaudhry erhielt eine feste Grundvergütung von 23.660,00 USD für die Jahre 2021 und 2022. Die Grundvergütung soll auch erstmal auf diesem Niveau gehalten werden. Zusätzlich ist der CEO bei Zscaler aktuell nicht berechtigt, einen Bargeldbonus zu erhalten.

Für das Geschäftsjahr 2019 erhielt Chaudhry als Zielprämie 159.252 Anteile bei einem Schlusskurs von 37,04 USD pro Aktie. In den folgenden Jahren wurden keine Zielprämien festgelegt.



*Abb. 6: Jay Chaudhry*

# 2. Fundamentale Analyse



## Aktienfinder

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

## KENNZAHLEN

### Umsatz

#### Entwicklung

Die Umsätze von Zscaler steigen seit der Gründung des Unternehmens kontinuierlich mit einer überdurchschnittlich hohen Dynamik an. Hierfür ist u. a. die Wachstumsstrategie des Unternehmens verantwortlich, welche auf den folgenden Faktoren fußt:

- Akquise neuer Kunden
- Upselling bestehender Kunden
- Ausbau des Funktionsumfangs der Cloud-Plattform
- Internationale Expansion

Seit 2018 konnten die Umsätze dementsprechend von 190,07 Mio. USD auf 1.090,95 Mio. USD fast versechsfacht werden, was einem durchschnittlichen Anstieg um 54,76 % entspricht. In diesem Kontext ist insbesondere die Net Revenue Retention Rate von Zscaler hervorzuheben, welche, grob gesagt, das Umsatzwachstum durch die bestehende Kundschaft beschreibt (in unserer Analyse zu Snowflake haben wir die Bedeutung der NRRR ausführlicher thematisiert). In den letzten drei Geschäftsjahren belief sich die Kennzahl stets auf mehr als 125,00 %.

Zscaler wird auch in den kommenden Geschäftsjahren voraussichtlich von verschiedenen, säkularen Trends profitieren können, welche wir im Rahmen der Chancen und Risiken näher thematisieren werden. Nichtsdestotrotz erwarten die Analysten eine nicht unerhebliche Verlangsamung der historischen Wachstumsgeschwindigkeit. In 2025 könnte der Anbieter von Cybersecurity-Lösungen Umsätze i. H. v. 2.581,24 Mio. USD generieren, wodurch ein Anstieg um immerhin 33,25 % pro Jahr zustande kommen würde.

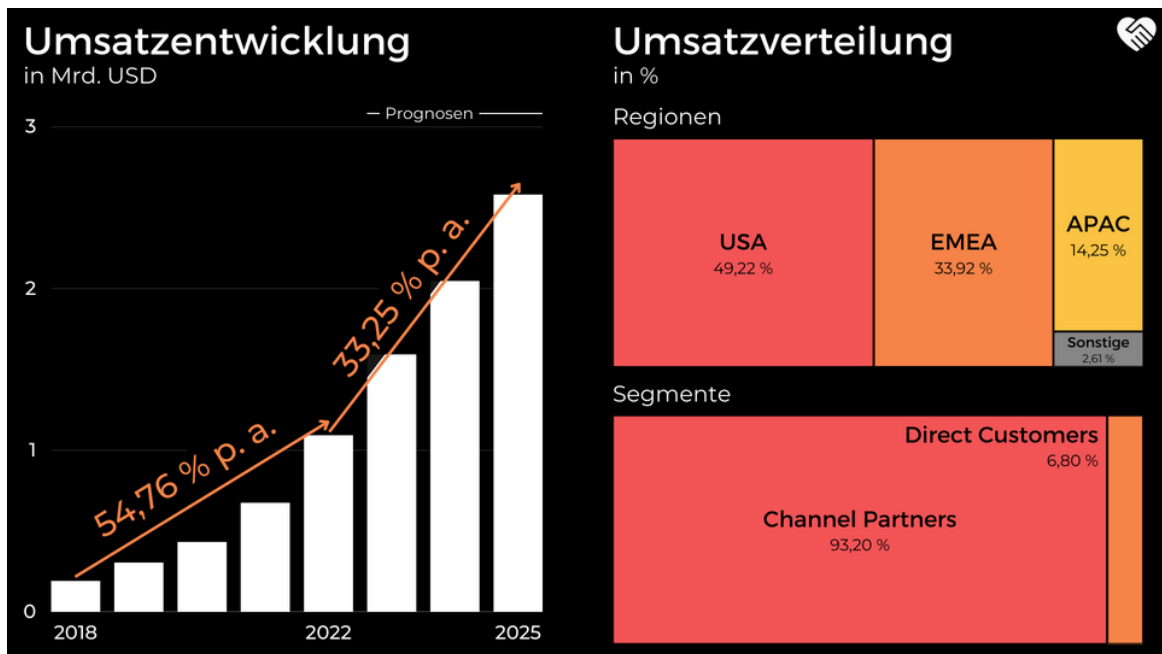


Abb. 7: Umsatzentwicklung und -verteilung

#### Umsatzverteilung nach Segmenten

Zscaler untergliedert die Erlöse nicht anhand verschiedener Produktkategorien, sondern anhand dessen, ob der entsprechende Vertrag direkt mit dem Kunden oder über die beschriebenen Kooperationen mit Channel-Partnern zustande gekommen ist. Mit einem Anteil von 93,20 % im vergangenen Geschäftsjahr ist die überwiegende Mehrheit der Erlöse letzterer Kategorie zuzuordnen. Darüber hinaus lässt sich eine eher gleichmäßige Entwicklung des „Segments“ beobachten.

Im Umkehrschluss entstammen weniger als ein Zehntel der Erlöse von Zscaler dem direkten Vertrieb an die Kundschaft. Innerhalb dieses Segments verzeichnet das Unternehmen eine eher ungleichmäßige und sprunghafte Entwicklung.

#### Umsatzverteilung nach Regionen

Seit der Unternehmensgründung vor mehr als 15 Jahren arbeitet Zscaler an einer fortlaufenden internationalen Expansion. Obwohl der Anbieter von Cybersecurity-Lösungen bereits in ca. 180 Ländern tätig ist, entfällt der höchste Umsatzanteil nach wie vor auf die USA. Das Heimatland von Zscaler war im vergangenen Geschäftsjahr für 49,22 % der Einnahmen verantwortlich, Tendenz eher steigend.

Mit einem Umsatzanteil von etwas mehr als einem Drittel stellt der Wirtschaftsraum EMEA (Europa, Naher Osten, Afrika) hinter den Vereinigten Staaten ebenfalls einen wichtigen Absatzmarkt dar. Innerhalb Europas ist außerdem das Vereinigte Königreich als wichtiger nationaler Einzelmarkt hervorzuheben, wengleich der

Umsatzanteil im vergangenen Geschäftsjahr zum ersten Mal seit 2018 unter die Grenze von 10,00 % gefallen ist.

In den USA und EMEA konnte Zscaler in der bisherigen Historie äußerst attraktive Zuwächse verzeichnen. Doch die mit Abstand wachstumsstärkste Region des Unternehmens ist der asiatisch-pazifische Raum. Seit 2018 konnten die entsprechenden Erlöse mehr als verzehnfacht werden, sodass der Umsatzanteil auf zuletzt 14,25 % gesteigert werden konnte.

Des Weiteren waren 2,61 % der Einnahmen von Zscaler in 2022 keiner der behandelten Regionen zuzuordnen. Es ist davon auszugehen, dass diese überwiegend in Südamerika erwirtschaftet wurden.

### **EBIT und Konzerngewinn**

Für die operativen Ergebnisse von Zscaler konnten lediglich Schätzungen recherchiert werden, welche nicht den Rechnungslegungsgrundsätzen nach US-GAAP entsprechen. Um eine Vergleichbarkeit zu den historischen Zahlen gewährleisten zu können, haben wir ebenfalls die bereinigten operativen Ergebnisse verwendet. Für den Konkurrenzvergleich werden wir allerdings auf die unbereinigten Zahlen zurückgreifen.

Um Sondereffekte bereinigt, entwickelte sich das EBIT von Zscaler im von uns betrachteten Zeitraum äußerst positiv und konnte stetig gesteigert werden. Während das Unternehmen im Geschäftsjahr 2018 noch einen operativen Verlust i. H. v. 15,36 Mio. USD verbuchen musste, konnte in 2019 erstmals der Break-even-Point überschritten werden. In 2022 belief sich das EBIT nach non-GAAP bereits auf 111,60 Mio. USD. Den aktuellen Prognosen entsprechend wird sich diese Entwicklung bis mindestens 2025 nahtlos fortsetzen, denn bis dahin soll sich die Kennzahl erneut viervierfachen und auf 447,07 Mio. USD belaufen, was einem durchschnittlichen Anstieg um 58,82 % entsprechen würde.

Innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre hat Zscaler, um das dynamische Wachstum managen zu können, in sämtlichen Bereichen des Unternehmens (Forschung und Entwicklung, Vertrieb und Marketing, Kundensupport) neue Mitarbeiter eingestellt. Ein erheblicher Teil der Bezahlung dieser Mitarbeiter erfolgt in Form von aktienbasierten Vergütungen. Im Gegensatz zu den bereinigten operativen Ergebnissen werden diese bei der Berechnung der Konzerngewinne berücksichtigt, sodass sich bei der historischen Betrachtung dieser Kennzahl ein völlig anderes Bild ergibt.

Statt kontinuierlich höherer Gewinne rutschten die Nettoergebnisse von Zscaler zwischen 2018 und 2022 immer weiter in den negativen

Bereich. Zuletzt erwirtschaftete das Unternehmen einen Rekordverlust i. H. v. -390,28 Mio. USD. Das Management will sich zukünftig weiterhin auf Wachstum fokussieren, anstatt die kurzfristige Profitabilität zu optimieren. Insbesondere im Bereich der Kundenakquise und der Markenbekanntheit ist demnach weiterhin mit hohen Investitionen zu rechnen. Nichtsdestotrotz erwarten die Analysten bis 2025 einen stetigen Rückgang der Verluste. In 2025 könnte sich das Nettoergebnis demnach auf -191,79 Mio. USD belaufen.

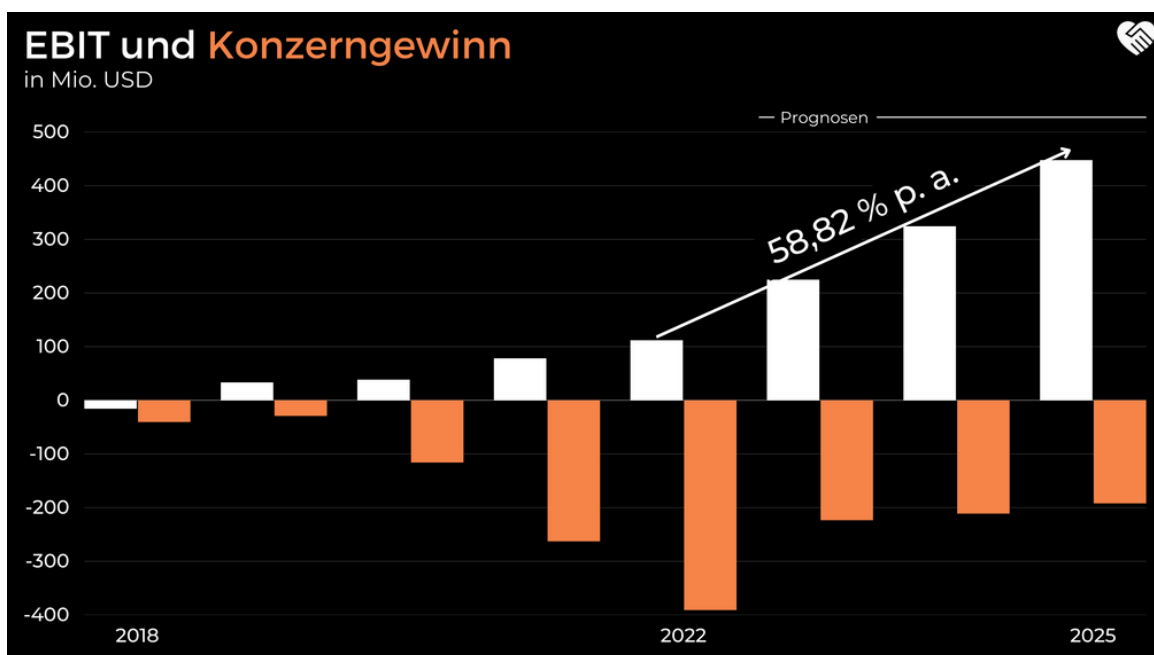


Abb. 8: EBIT und Konzerngewinn

## Margen

Für den Betrieb der Cloud-Plattform von Zscaler fallen verschiedene Aufwendungen an, welche den Umsatzkosten zuzuordnen sind. Neben der Vergütung einzelner Mitarbeiter zählen hierzu in erster Linie Abschreibungen der Rechenzentrumsausrüstung. Nach Abzug der Umsatzkosten ergibt sich eine aktuelle Bruttomarge i. H. v. 77,81 %, welche in Relation zur Konkurrenz als leicht überdurchschnittlich zu bewerten ist.

Da wir für die operativen Ergebnisse bereinigte Zahlen verwenden, müssen auch die EBIT- und Nettomargen an dieser Stelle differenziert betrachtet werden. Während erstere im Geschäftsjahr 2018 mit -8,08 % noch relativ deutlich im negativen Bereich lag, gelang es Zscaler in 2019 erstmals positive Werte zu verbuchen. Seitdem stagniert die bereinigte operative Marge bei rund 10,00 %. Für die zukünftige Entwicklung zeigen sich das Management und die Analysten optimistisch: Bis 2025 soll ein Anstieg auf 17,32 % zu erreichen sein.



Langfristig zielt Zscaler auf eine EBIT Marge nach non-GAAP von 20,00 % bis 22,00 % ab.

Die unbereinigte Nettogewinnspanne lag hingegen stets im negativen Bereich und war von starken Schwankungen geprägt. Während Zscaler in 2019 eine vorübergehende Verbesserung von -21,02 % auf -9,46 % gelungen ist, stiegen die Verluste in Relation zu den Erlösen seitdem stark an, sodass für 2022 eine Nettomarge i. H. v. -35,77 % verzeichnet wurde. Doch auch hier ist zukünftig mit deutlich besseren Werten zu rechnen. Die Analysten erwarten derzeit, dass die Nettomarge des Anbieters von Cybersecurity-Lösungen in den kommenden Jahren steigen und sich in 2025 auf -7,43 % belaufen wird.

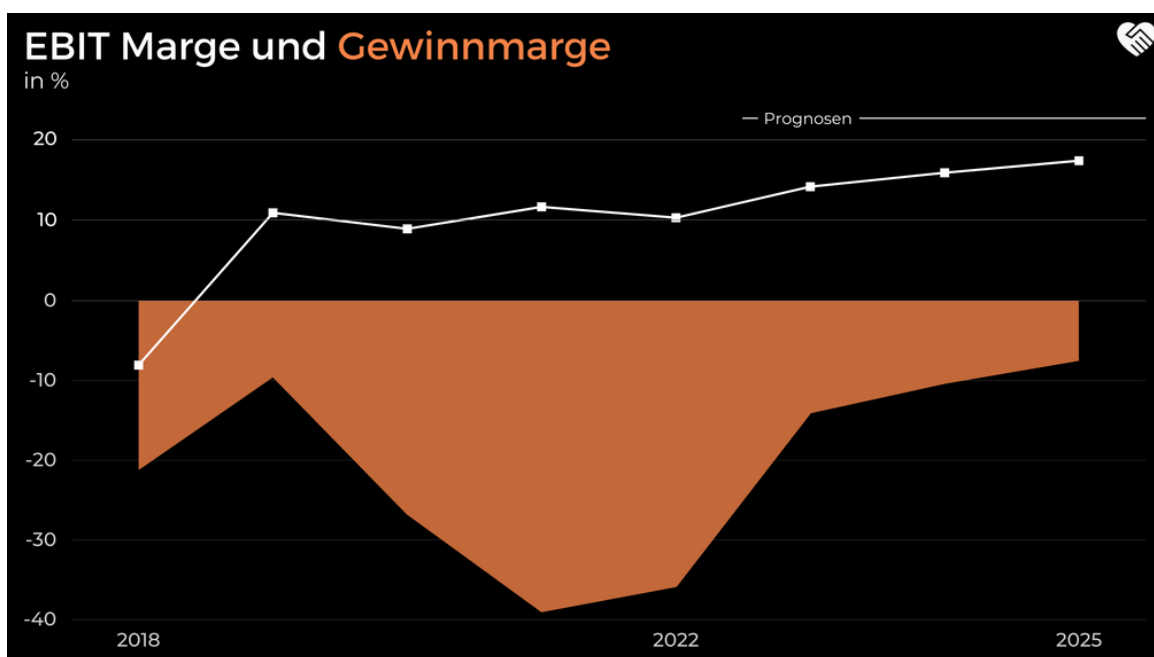


Abb. 9: EBIT Marge und Gewinnmarge

### Gewinn- und Verlustrechnung

In der folgenden Abbildung ist die Gewinn- und Verlustrechnung von Zscaler dargestellt. Diese beinhaltet teilweise die Aussagen der letzten Kapitel, aber bezieht sich nur auf die Rechnung bis zum EBIT, wobei in diesem Fall die gängigen operativen Ergebnisse (nicht bereinigt) verwendet wurden.

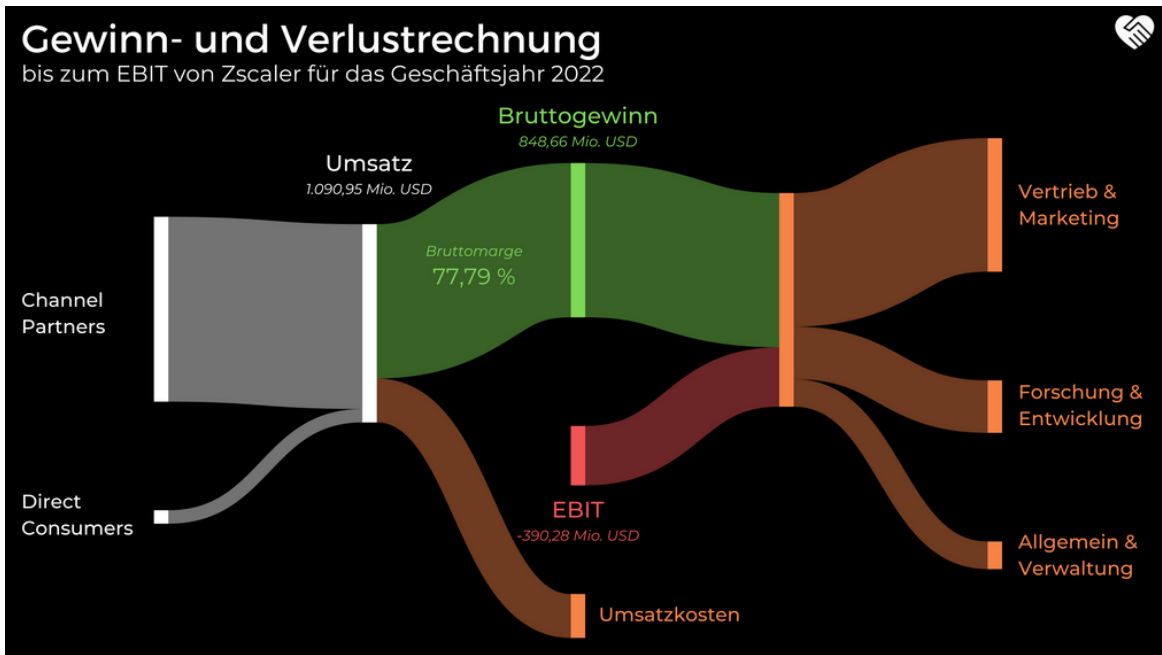


Abb. 10: Gewinn- und Verlustrechnung

## DIVIDENDENPOLITIK UND AKTIENRÜCKKÄUFE

Da Zscaler bisher nicht in der Lage war, positive Nettoergebnisse zu erwirtschaften, wurde in der Vergangenheit noch nie die Ausschüttung von Dividenden beschlossen. Zudem bieten sich für Zscaler als junges und wachstumsstarkes Unternehmen, das zum einen an der geographischen Expansion und zum anderen an einem Ausbau des Produktportfolios arbeitet, „bessere“ Verwendungsmöglichkeiten für finanzielle Mittel an, als diese auszuschütten. Daher ist bis auf Weiteres nicht mit Dividendenzahlungen seitens Zscaler zu rechnen.

Aktienrückkäufe spielen in der Kapitalallokationsstrategie des Cybersecurity-Unternehmens ebenfalls keine Rolle. Aufgrund der Auswirkungen von aktienbasierten Vergütungen stieg die Anzahl ausstehender Anteile seit dem Börsengang von Zscaler kontinuierlich von 119,77 Mio. Stück auf 143,05 Mio. Stück an, wengleich die Wachstumsdynamik tendenziell rückläufig ist.

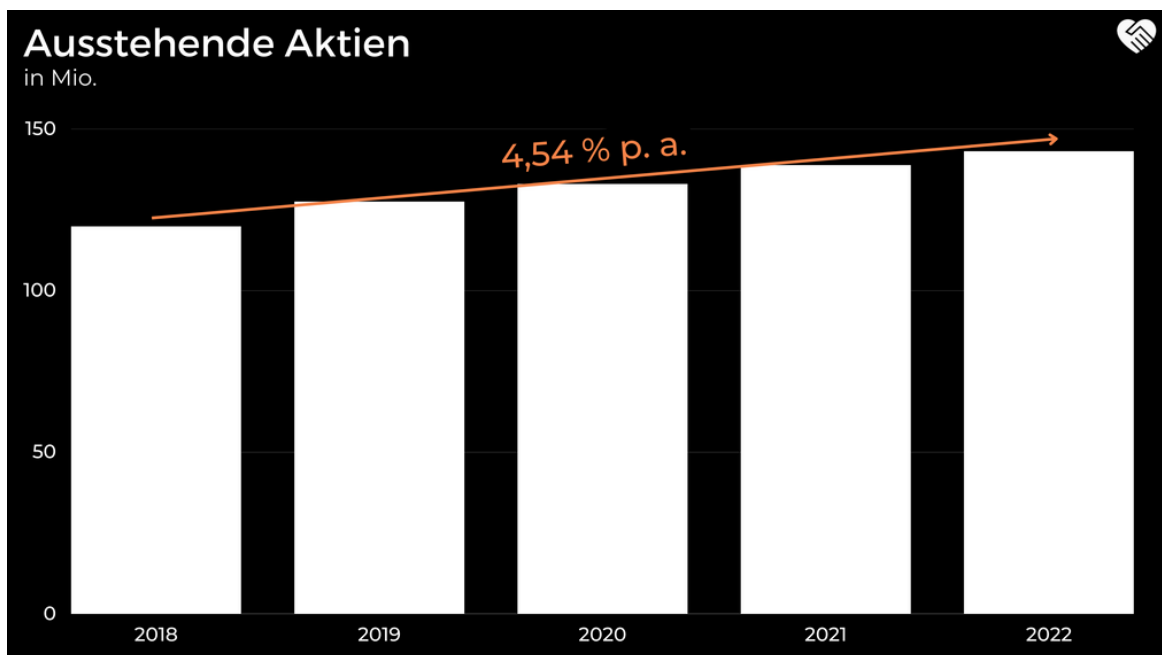


Abb. 11: Entwicklung der Anzahl ausstehender Aktien

## **HISTORISCHE KENNZAHLEN**

### **KUV**

Trotz des immensen Wachstums stieg das Kurs-Umsatz-Verhältnis von Zscaler bis einschließlich 2021 stark an und verzeichnete unterm Strich eine Verdopplung. Im vergangenen Geschäftsjahr wurde das Wachstumsunternehmen allerdings nicht von der Korrektur verschont, weshalb das Multiple auf 20,34 sank. Derzeit wird Zscaler mit den 14,79-fachen Erlösen der letzten vier Quartale bewertet, was deutlich unterhalb des Ausgangsniveaus liegt. Für 2025 lässt sich ein KUVe von 8,48 ermitteln.

### **KGV**

Sämtliche Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Zscaler zwischen 2018 und 2022 befinden sich im negativen Bereich. Anhand der Analystenschätzungen wird sich bis mindestens 2025 hieran nichts ändern, weshalb das Gewinnvielfache an dieser Stelle nicht sinnvoll interpretiert werden kann.

### **KOCV**

Aktienbasierte Vergütungen stellen einen erheblichen Belastungsfaktor in der Gewinn- und Verlustrechnung von Zscaler dar, allerdings führt diese Art von Aufwendung keinen Abfluss von finanziellen Mitteln herbei. Dementsprechend werden diese bei der Berechnung des operativen Cashflows nicht berücksichtigt, welcher infolgedessen stets im positiven Bereich lag.

Innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre war Zscaler in der Lage, den operativen Cashflow derart stark zu steigern, sodass die Anstiege der Marktkapitalisierung mehr als kompensiert werden konnten. Demnach sank das Multiple von 244,36 fast kontinuierlich auf 68,93 ab. Während Zscaler zum Zeitpunkt dieser Analyse mit den 50,96-fachen Mittelzuflüssen aus dem operativen Geschäft bewertet wird, ist bis 2025 mit einem weiteren Rückgang des KOCVs auf 27,10 zu rechnen.

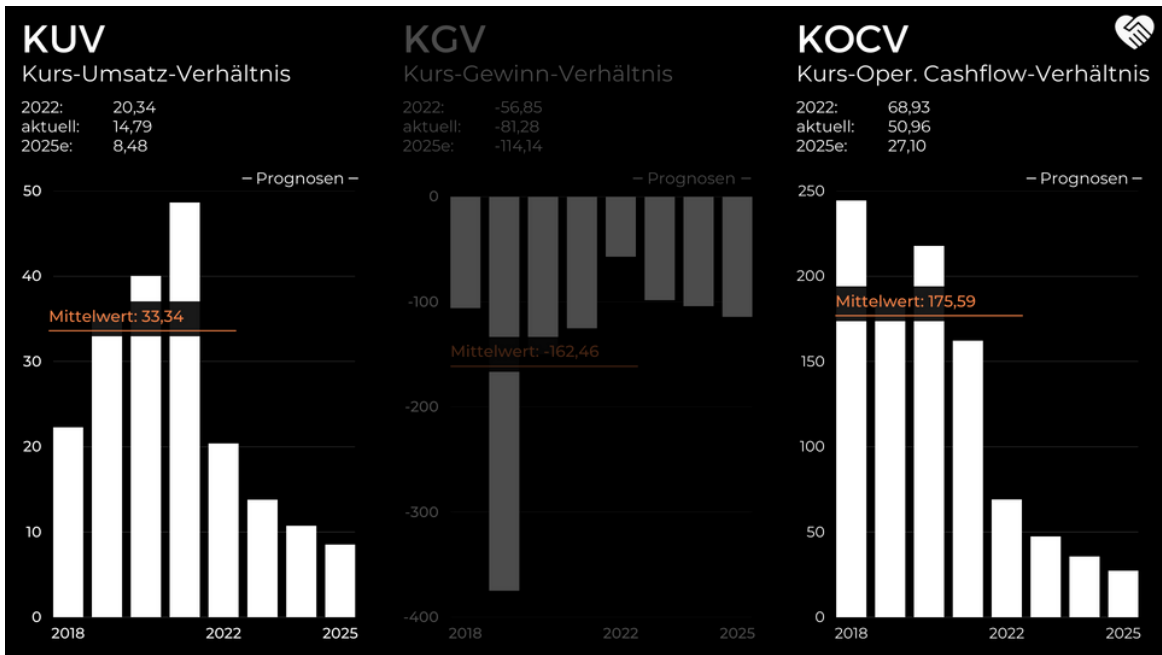


Abb. 12: Entwicklung von KUV, KGV und KOCV

## EINORDNUNG NACH PETER LYNCH

Die Wachstumsdynamik von Zscaler spricht für sich. Zwischen 2018 und 2022 stiegen die Umsätze des Anbieters von Cybersecurity-Lösungen um 473,66 % bzw. 54,76 % pro Jahr an. Die Unternehmensführung will in den kommenden Geschäftsjahren weiterhin erhebliche Investitionen in Vertrieb und Marketing sowie den Ausbau des Produktportfolios tätigen und nimmt hierfür eine Belastung der Profitabilität in Kauf. Demnach ist Zscaler zweifelsohne als Fast Grower einzuordnen.

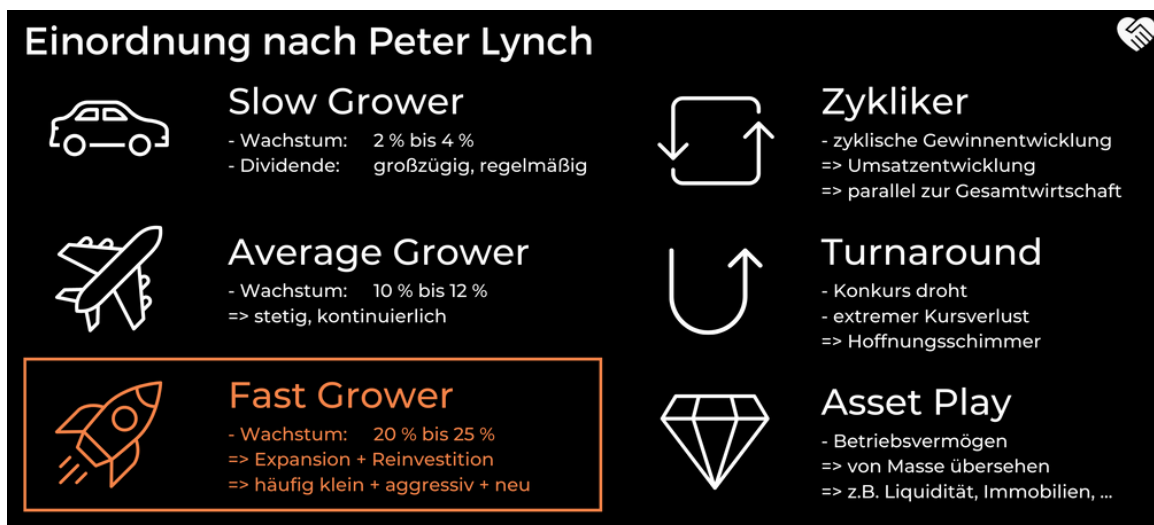


Abb. 13: Zscaler ist ein Fast Grower.

## FUNDAMENTALES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Die Tatsache, dass Zscaler unter Verwendung der Rechnungslegungsgrundsätze GAAP bisher nicht in der Lage war, Gewinne zu erwirtschaften, stellt im Rahmen unseres fundamentalen Wir Lieben Aktien-Ratings einen erheblichen Belastungsfaktor dar. Mit 6 von 10 möglichen Punkten erreicht das Unternehmen demnach ein eher durchwachsenes Ergebnis.

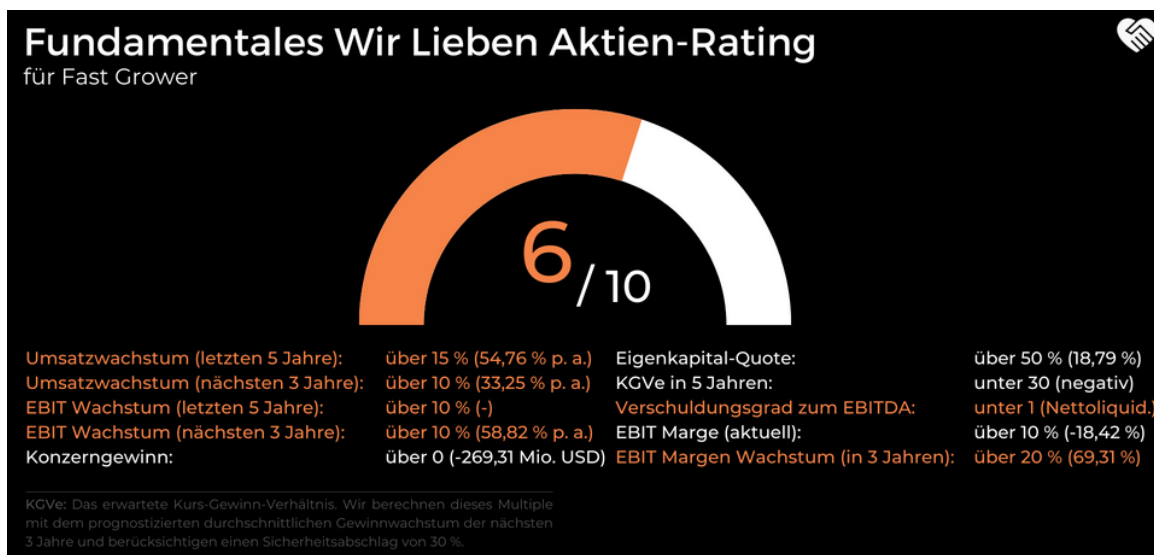


Abb. 14: Zscaler erzielt im fundamentalen Rating für Fast Grower 6 von 10 Punkte.

# 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.

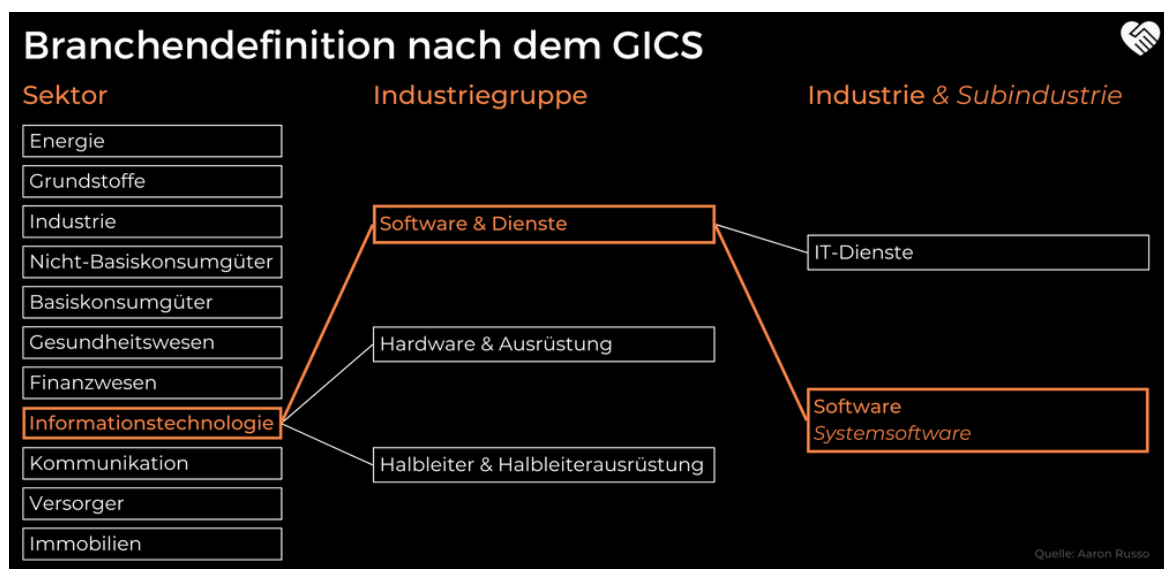


Abb. 15: Branchendefinition nach dem GICS

### Branchenüberblick über den Cybersecurity-Markt

Marktgröße des Cybersecurity-Marktes

Anfänglich wollen wir unseren Blick auf das Branchenwachstum hinsichtlich der Marktgröße richten. Dies ist in der Regel ein guter Anhaltspunkt, um sich erstmal zu vergegenwärtigen, mit was für einem Markt man es zu tun hat und wie es um das allgemeine Wachstum steht. Mit über 13,00 % Wachstum p. a. im Durchschnitt ergibt sich eine mehr als klare Tendenz. Insgesamt führen mehrere ausschlaggebende Faktoren zu einer in Zukunft nochmals stark erhöhten Nachfrage in dieser Branche. Zum einen steigt die Komplexität von Cyberbedrohungen stetig an. Angreifer können mittlerweile auf



unzählige Methoden und Anhaltspunkte zum Eindringen in Netze zurückgreifen und erhöhen somit gerade die Bedrohung gegenüber Unternehmen, die nicht vollends geschützt sind. Gleichzeitig wurden insbesondere durch die Corona-Pandemie Systeme wie Cloud-Dienste u. Ä. nochmals weitaus verbreiteter, wodurch die Zahl der potenziellen Kunden für Unternehmen wie Zscaler rapide anstieg und sich ebenso im Wachstum bemerkbar machte. Neben Neukunden sind aber auch Erweiterungen und Expansionen im Hinblick auf den Schutz ein wichtiges Wachstumskriterium, das wir im weiteren Verlauf nochmals thematisieren werden.

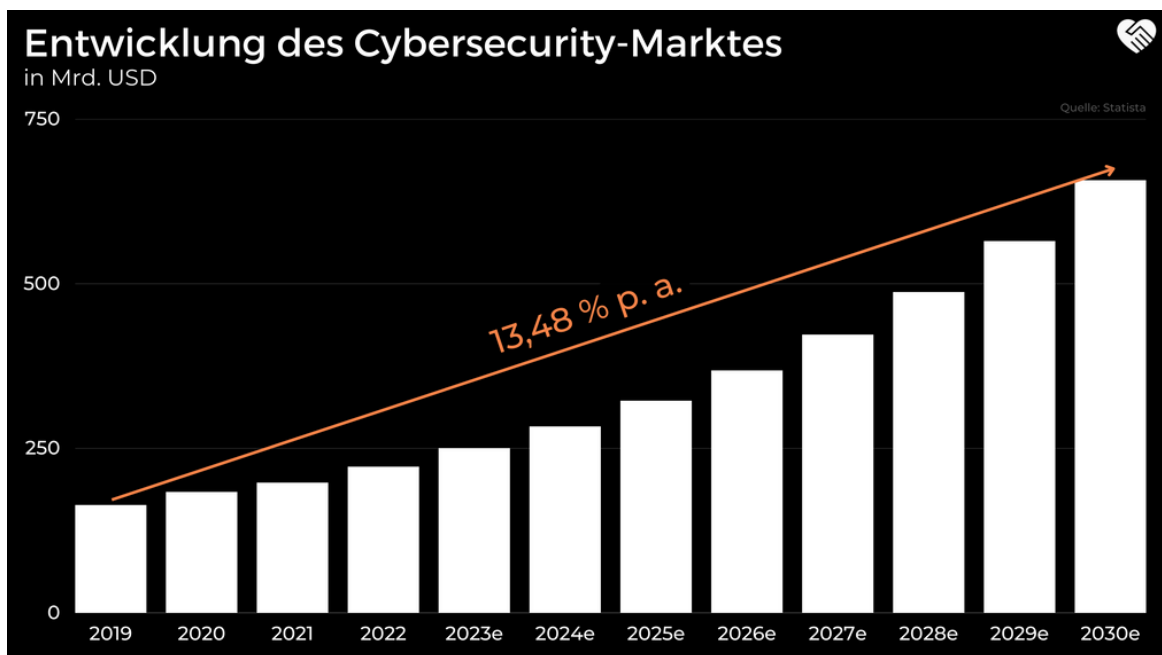


Abb. 16: Entwicklung des Cybersecurity-Marktes

#### Marktanteile im Cybersecurity-Markt

Schauen wir uns zum weiteren Überblick über die Branche für Cybersicherheit die Verteilung der Marktanteile an. Der Stand der Daten ist hierbei Q3 2022 und wird mit dem jeweiligen Vorjahresquartal verglichen.

Mit führenden Anbietern wie Palo Alto oder auch Fortinet kann Zscaler bei weitem nicht mithalten. Dennoch schaffte man es, einen der höchsten Marktanteilszuwächse innerhalb der Branche zu verbuchen. Aber auch die an sich betrachteten Zahlen sind, unserer Meinung nach, nur mit Vorsicht zu genießen. Denn wenn man die Geschäftsmodelle miteinander vergleicht, stellt man schnell fest, dass die Strukturen der Konkurrenten teilweise sehr verschieden sind. Als Beispiel wollen wir hier Fortinet anführen. Der amerikanische Konzern bietet nämlich im Vergleich zu Zscaler viele Angebote weit über Cloud-Sicherheitsplattformen an und kann hierdurch von verschiedenen

Branchenentwicklungen profitieren sowie allgemein in einem weitaus größeren Kundenkreis unterwegs sein.

Dies muss nicht zwingend ein Vorteil sein, begründet jedoch zum Teil, warum Zscaler im Vergleich so niedrige Werte vorweisen kann.

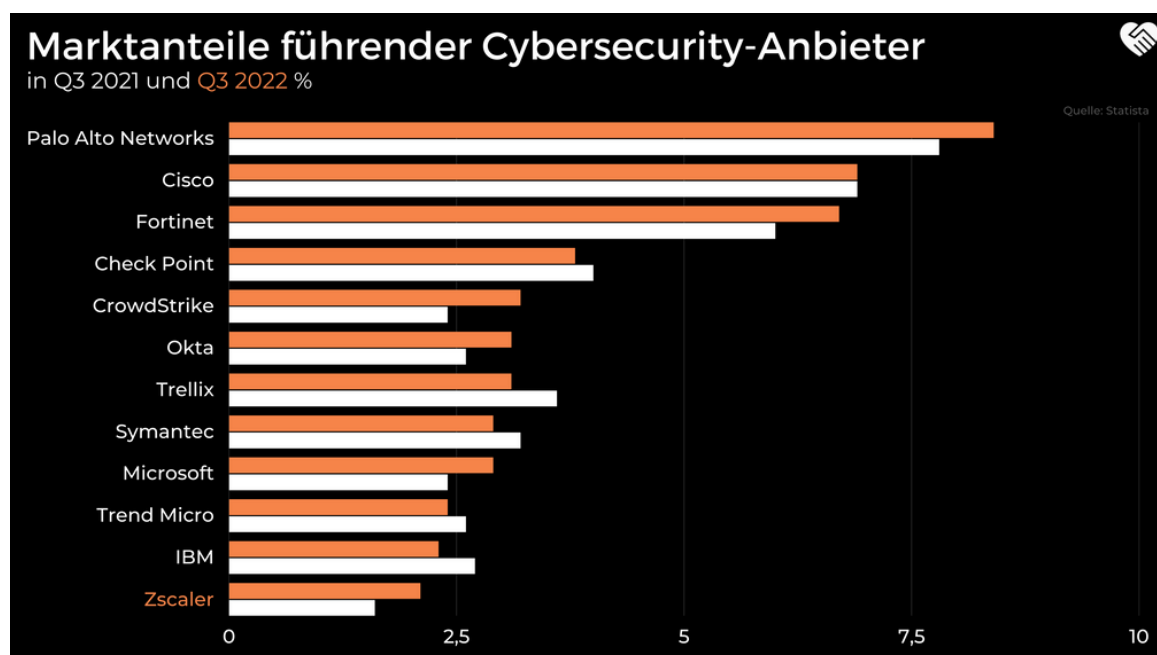


Abb. 17: Marktanteile führender Cybersecurity-Anbieter

## Branche der Cloud-Sicherheitslösungen

### Einleitung

Die zunehmende Digitalisierung und der verstärkte Einsatz cloudbasierter Technologien haben die Art und Weise wie Unternehmen ihre Netzwerksicherheit gewährleisten, grundlegend verändert. Traditionelle Sicherheitsansätze, die auf lokalen Infrastrukturen basieren, sind nicht mehr ausreichend, um den ständig veränderten Bedrohungen standzuhalten. Auch Lösungen von Zscaler können eine solche Sicherung jedoch garantieren und zeigen Strukturen auf, die insbesondere mit Blick auf die Zukunft überaus interessant sein könnten.

### Veränderungen innerhalb der Branche

In den letzten Jahren hat sich die Branche der Cloud-Sicherheitslösungen stark weiterentwickelt. Eine der treibenden Kräfte hinter diesem Wandel ist die zunehmende Nutzung von Cloud-Plattformen und -Diensten durch Unternehmen. Die Cloud bietet Flexibilität, Skalierbarkeit und Kosteneffizienz, erfordert jedoch auch eine neue Herangehensweise an die Sicherheit, ohne die eine entsprechend lohnenswerte Umsetzung unmöglich ist.

Traditionelle Sicherheitslösungen, die für lokale Infrastrukturen

entwickelt wurden, sind oft nicht in der Lage, den Schutz und die Kontrolle in der Cloud zu gewährleisten. Anbieter wie Zscaler garantieren diesen erforderlichen Sicherheitsaspekt und nehmen insbesondere mit Hinblick auf eine immer weiter verbreitete Nutzung von Cloud-Diensten ebenso eine immer unerlässlichere Rolle ein.

#### Zukunftsthemen

Das bereits angesprochene Thema Zero-Trust-Implementierungen wird eine sehr wichtige Rolle spielen bspw. aufgrund der Sicherheitsaspekte. Aber auch eine Integrierung der künstlichen Intelligenz sowie des maschinellen Lernens wird gänzlich neue Möglichkeiten offenlegen. Durch die Fähigkeit, innerhalb kürzester Zeit Unmengen an Daten analysieren und auswerten zu können, werden Cyberbedrohungen in Echtzeit erkannt und bekämpft werden können. Zscaler selbst investiert verstärkt in diese Technologien und integriert sie in Sicherheitslösungen, um eine fortschrittliche Bedrohungserkennung und -abwehr zu ermöglichen. Beim amerikanischen Unternehmen wird die KI u. a. in der Vorhersage und direkten Bekämpfung von Bedrohungen genutzt, jedoch auch zur Optimierung der Nutzererfahrung mit Hinblick auf die Verbindungsgeschwindigkeiten eingesetzt. Gleichzeitig kann die künstliche Intelligenz auch dabei helfen, die Cloud-Leistung zu verbessern und bspw. Kapazitäten eigenständig zu planen.

#### **Cloud-Security & Zero Trust**

##### Ausgaben für Cloud-Security

Das Thema Cloud-Security ist mit Hinblick auf Zscaler ein durchaus zu thematisierender Aspekt. In diesem Bereich sieht man insbesondere im Jahr 2021 einen rasanten Anstieg, der hauptsächlich auf die durch die Corona-Pandemie ausgelöste Wachstumsbeschleunigung im Cloud-Sektor zurückzuführen ist. Diese Entwicklung war jedoch keinesfalls temporärer Natur, sondern kann sich seitdem weiter auf einem beachtlichen Wachstumspfad fortbewegen.

Insgesamt beträgt das durchschnittliche jährliche Wachstum über 80,00 %. Durch die bereits angesprochenen Faktoren ist die Aussagekraft zwar eher geringer, einfach weil es innerhalb eines Jahres mehr als eine Versiebenfachung gab, auf die dieser Wert zurückzuführen ist. Dennoch verstärkt die Grafik weiterhin das Bild eines sehr hohen Wachstums innerhalb der Branche, das auch in diesem Jahr steigende Ausgaben im Bereich der Cloud-Security verbuchen wird.

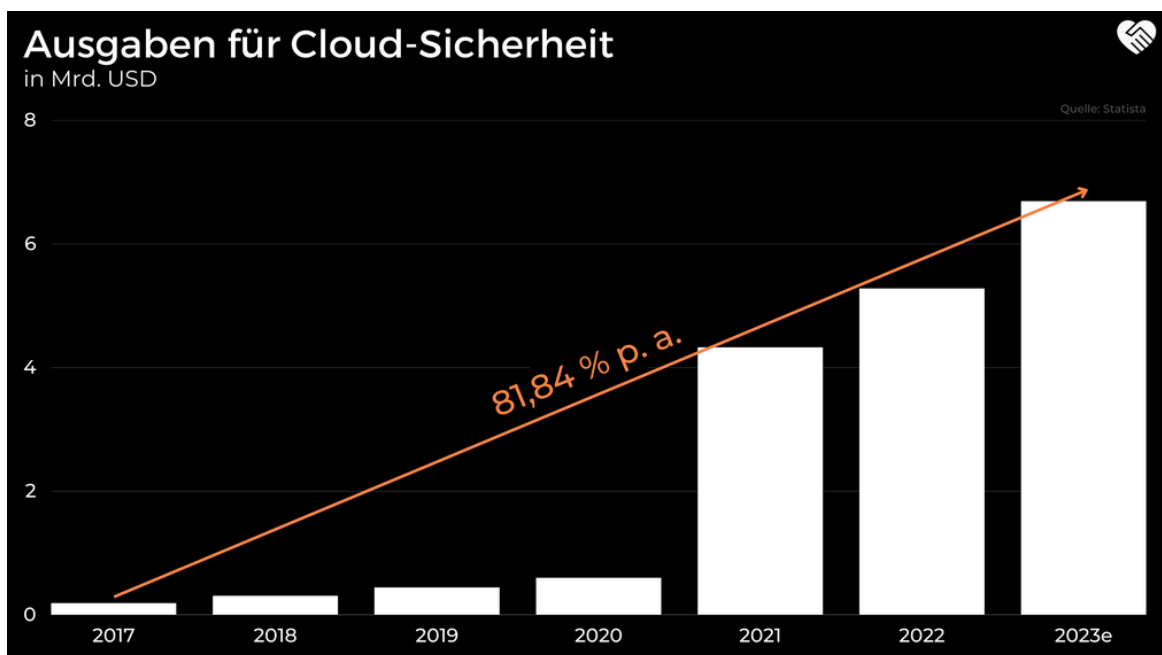


Abb. 18: Ausgaben für Cloud-Sicherheit

#### Zero-Trust-Budgetentwicklung

Die Zero-Trust-Methode basiert darauf, keinem Benutzer, Gerät oder Netzwerk automatisch zu vertrauen, selbst wenn es sich innerhalb des Unternehmensnetzwerkes befindet. Anstatt einer herkömmlichen vertrauensbasierten Sicherheitsarchitektur, bei der bestimmte interne Ressourcen als sicher angesehen werden, geht Zero Trust davon aus, dass jedes Element im Netzwerk potenziell unsicher ist und einer ständigen Überprüfung bedarf. Genau auf eine solche Zero-Trust-Architektur setzt Zscaler und ist damit in einem Bereich tätig, der zum aktuellen Zeitpunkt noch relativ am Anfang steht. Zwar gibt es das Konzept schon mehrere Jahre, die breite Umsetzung erfolgte jedoch noch nicht und wird erst in Zukunft an Bedeutung gewinnen, wie uns ebenso die folgende Abbildung zeigt.

Etwa drei Viertel der befragten Unternehmen gaben 2021 an, das Budget für Zero-Trust-Implementierungen in den nächsten zwei Jahren anzuheben, lediglich 1,00 % hatte vor dieses zu kürzen. Eine solche Budgeterhöhung wirkt sich natürlich auch auf Anbieter wie Zscaler positiv aus, die neben der Gewinnung von Neukunden auch die Möglichkeit haben, von höheren Ausgaben der Bestandskunden zu profitieren.

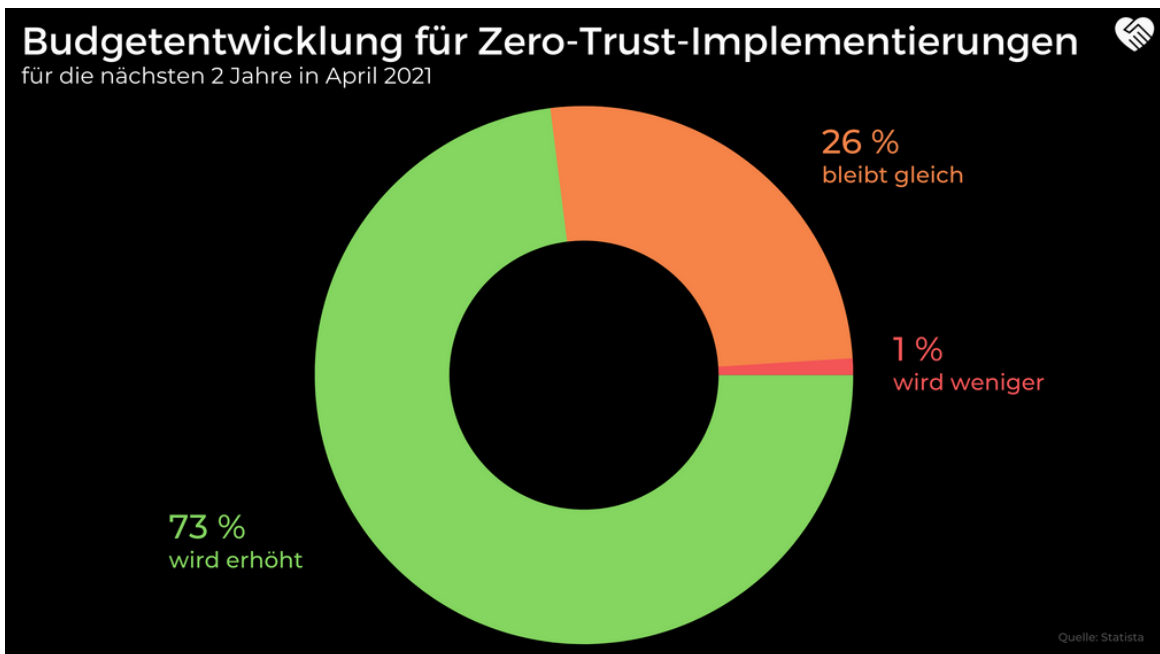


Abb. 19: Budgetentwicklung für Zero-Trust-Implementierungen &

### Aufstrebende IT-Technologien

Viele der bekannten IT-Lösungsansätze stehen hinsichtlich ihrer Implementierung noch relativ am Anfang und werden erst in naher Zukunft in weiten Teilen nachgefragt werden. Dies ist, wie wir gerade schon gesehen haben, bspw. bei Zero-Trust-Lösungen der Fall, aber auch viele andere Technologien werden Schritt für Schritt weiter eingegliedert.

Wie man erkennt, sind ZTNA (Zero Trust Network Access)-Lösungsansätze der zur Zeit am häufigsten implementierte Ansatz. Gerade aufgrund der im Vergleich höheren Sicherheit ist die Einbindung von Zero-Trust-Angeboten immer beliebter geworden, die auf dem Prinzip „Never trust, always verify“ basieren. Ebenso kann bspw. eine ZTNA-Einbindung eine sichere Umgebung bei Cloud-Anwendungen und -Diensten garantieren, ohne dass der gesamte Datenverkehr über das Unternehmensnetzwerk geleitet werden muss. Dies gepaart mit der höherer Sicherheit ist eines der Hauptgründe für die Beliebtheit und das Voranschreiten des Ausbaus.

# Aufkommende IT-Sicherheitstechnologien

nach Entwicklungsstand (in Produktion, Implementierung läuft/beginnt bald, keine Pläne) in 2023



Quelle: Statista

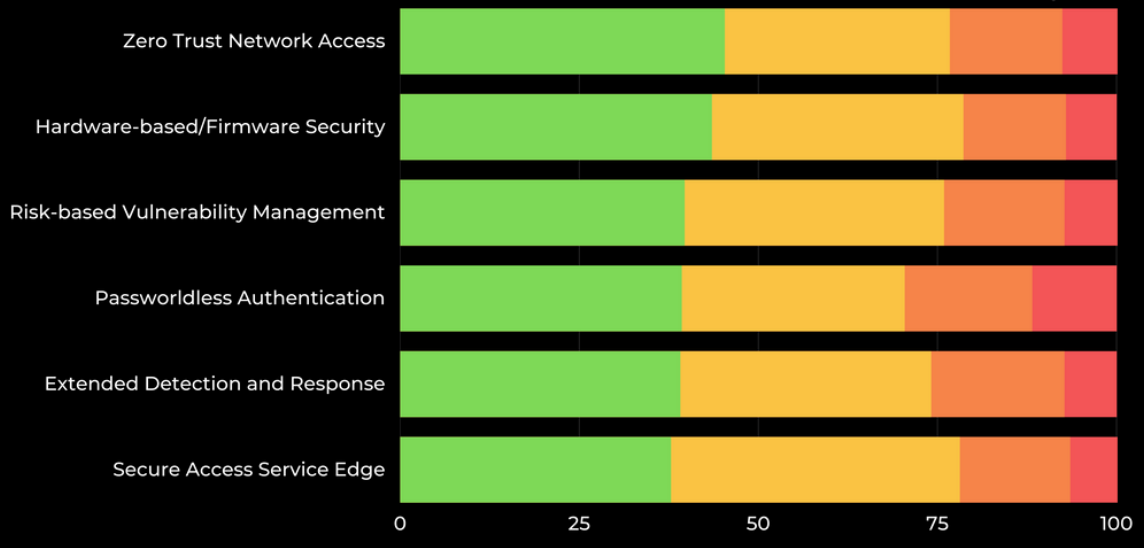


Abb. 20: Aufkommende IT-Sicherheitstechnologien nach Entwicklungsstand

## ÜBERBLICK ÜBER DIE KONKURRENZ

### Kennzahlen

In folgender Tabelle vergleichen wir die Konkurrenten von Zscaler anhand der Kennzahlen.

Unternehmen	Zscaler	CrowdStrike	Fortinet	Palo Alto Networks
WKN/ISIN	A2JF28/US98980G1022	A2PK2R/US22788C1053	A0YEFE/US34959E1091	A1JZ0Q/US6974351057
Mitarbeiter	4.975	7.273	12.595	12.561
Marktkapitalisierung	21,89 Mrd. USD	35,45 Mrd. USD	53,40 Mrd. USD	67,32 Mrd. USD
Umsatz	1,48 Mrd. USD	2,45 Mrd. USD	4,72 Mrd. USD	6,49 Mrd. USD
Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre)	54,76 % p. a.	73,07 % p. a.	25,14 % p. a.	24,73 % p. a.
Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre)	33,25 % p. a.	29,26 % p. a.	20,60 % p. a.	22,18 % p. a.
Bruttomarge	77,81 %	73,69 %	75,90 %	70,80 %
EBIT Marge	-18,42 %	-7,59 %	23,11 %	2,30 %
KUV	14,79	14,50	11,30	10,37
KGV	-81,28	-234,44	55,25	312,67
Dividendenrendite	-	-	-	-
Ausschüttungsquote	-	-	-	-
Nettoverschuldung	-0,83 Mrd. USD	-2,18 Mrd. USD	-1,89 Mrd. USD	-0,28 Mrd. USD
Renditeerwartung für die nächsten drei Geschäftsjahre*	108,50 % p. a.	163,90 % p. a.	14,00 % p. a.	14,50 % p. a.

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

### Entwicklung des fairen Werts

Da Zscaler noch keinen Gewinn vorweisen kann, ist in diesem Fall eine Entwicklung des fairen Werts auf Basis des Umsatzes nötig. Dieser entwickelt sich aufgrund der hohen Wachstumsdynamik sehr positiv, wobei die Aussagekraft dieses Fair Values nicht besonders zu hoch eingeschätzt werden sollte.

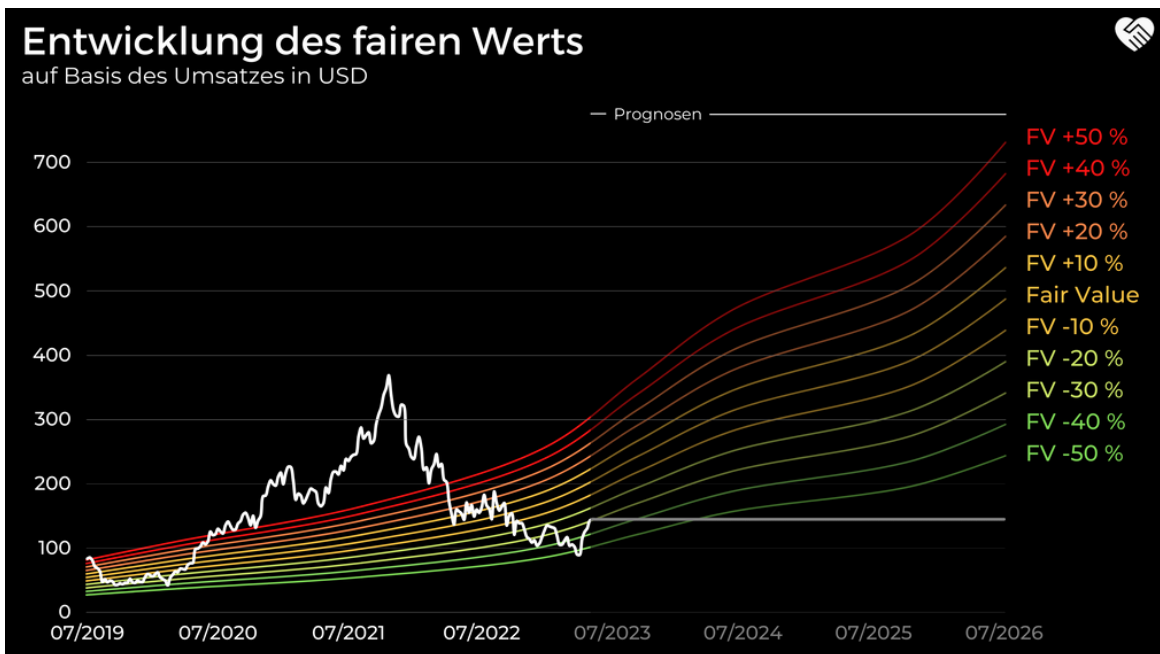


Abb. 21: Entwicklung des fairen Werts auf Basis des Umsatzes

### Performance seit dem Börsengang

Seit dem Börsengang von Zscaler im Jahr 2018 ist klar erkennbar, dass die Aktie volatil ist als die Konkurrenz. Speziell in der Aufwärtsphase nach dem Corona-Crash und in der darauffolgenden Abwärtsphase sticht die Aktie durch diese Charakteristik hervor. Nichtsdestotrotz kann Fortinet in der betrachteten Historie eine bessere Performance vorweisen, was allerdings auch darauf zurückzuführen ist, dass die Aktie ihre Korrekturphase schon vor längerer Zeit beendet hat.



Abb. 22: Performance von Zscaler und Konkurrenten (in USD)



# 4. Chancen und Risiken

## CHANCEN

### Wachstumsmarkt Cloud-Security (1)

In unserer ersten Chance wollen wir explizit auf das Wachstum der Cloud-Sicherheitsbranche eingehen. Was man insbesondere nach der Corona-Pandemie beobachten konnte, war ein rasanter Zuwachs bei der Nutzung von Cloud-Diensten. Immer mehr Unternehmen und Einrichtungen entschieden sich dazu, ihre Daten in einer Cloud zu speichern und sorgten damit in der gesamten Industrie für neuen Rückenwind, der sich ebenso nach dieser Zeit stetig fortsetzt.

Ein entscheidender Punkt ist jedoch, dass die Nutzung einer Cloud gerade mit Blick auf die nächsten Jahre nur mit einer entsprechenden Cloud-Sicherheitseinrichtung funktionieren kann und diese bei dem Wandel absolut unerlässlich ist. Dies hängt u. a. mit der stark steigenden Attraktivität für Cyberangriffe zusammen, da immer mehr Daten von Unternehmen auf einer entsprechenden Cloud gespeichert werden. Kriminelle wollen mit ihren Angriffen natürlich möglichst viele Daten stehlen bzw. Schaden anrichten. 2015 wurden noch etwa 30,00 % der Unternehmensdaten auf einer Cloud gelagert, bis 2022 hat sich der Anteil verdoppelt. Doch die Quote soll in den kommenden Jahren noch weiter steigen, was aus unserer Sicht für steigende Einnahmen bei Zscaler sorgen kann. Am Ende des Tages werden solche Orte nämlich für Cyberangreifer immer interessanter, je mehr Daten in diesen Netzwerken gespeichert sind.

Gleichzeitig steht die gesamte Branche der Cyber-Sicherheit dennoch vor einem Wandel. Zukunftsthemen wie künstliche Intelligenzen sind bisher kaum integriert bzw. ausgereift, offenbaren jedoch nochmals ganz andere Möglichkeiten im Hinblick auf das Wachstum. Zscaler bemüht sich seit geraumer Zeit darum, Zukunftstechnologien wie KI oder maschinelles Lernen in die eigenen Prozesse mitzuintegrieren. Hierdurch sind nicht nur weitere Sicherheitsverbesserungen zu erwarten, sondern auch neue Möglichkeiten in der Kundenbetreuung. Durch den Einsatz von KI-basierten Algorithmen und Analysetools kann Zscaler bspw. ein weitaus tieferes Verständnis für die individuellen Bedürfnisse und Anforderungen der Kunden entwickeln. Ebenso gibt es selbstverständlich auch in Anbetracht der Cyberabwehr wesentliche Vorteile. Denn künstliche Intelligenzen können weitaus mehr Datensätze analysieren sowie allgemeine Angriffsstrukturen

ausfindig machen. Es wird ebenso ermöglicht, in Echtzeit bereits verdächtige Aktivitäten zu erkennen und im Prinzip die Systeme so auszurichten, dass diese proaktiv reagieren können.

Wir denken zudem, dass, einhergehend mit diesem Wandel, auch die Preismacht der Anbieter durchaus steigen kann. Woran das liegt, ist relativ einfach zu erklären und betrifft selbstverständlich auch Zscaler. Was man über die vergangenen Jahre erkennen konnte, ist ein rasanter Anstieg der durch die Angriffe verursachten Kosten. Gerade auch im Anbetracht der Tatsache, dass zum selben Zeitpunkt auch mehr Daten hier gespeichert werden, erkennt man, die Notwendigkeit einer Implementierung solcher Schutzmaßnahmen. Es ist also durchaus denkbar, dass die gesamte Branche eine wesentlich höhere Preissetzungsmacht erlangen wird, einfach weil die Unternehmen zunehmend auf einen entsprechenden Schutz angewiesen sind.

Insgesamt wird sich gerade in Zukunft das Wachstum nochmals beschleunigen und u. a. mit der Integrierung fortschrittlichster Technologien grundlegend verändern können. Zscaler kann in der Lage sein, von all den angesprochenen Entwicklungen zu profitieren, muss sich jedoch auch des harten Wettbewerbs innerhalb der Branche jederzeit bewusst sein. Dies gilt ebenso für Investoren.

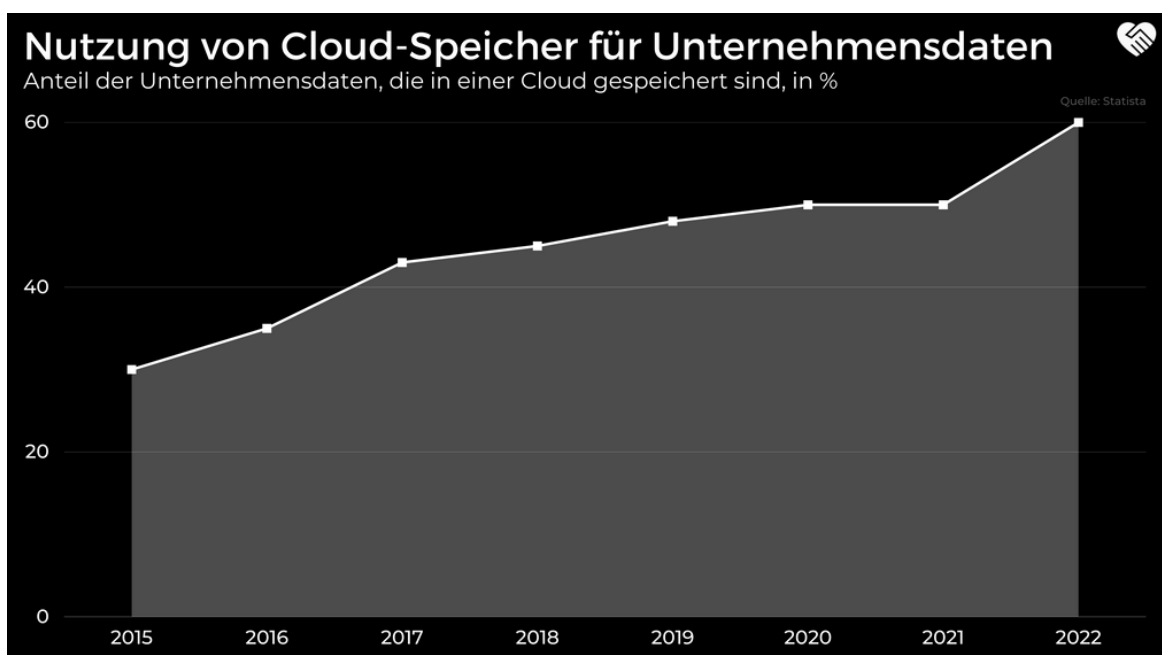


Abb. 23: Nutzung von Cloud-Speicher für Unternehmensdaten

### **Starke Partnerschaften sichern das Geschäft (2)**

In einer Branche, die noch ziemlich am Anfang ihres Wachstums steht, ist es wichtig, bereits früh entsprechende Partner zu sichern, sich aber gleichzeitig nicht abhängig von einem einzelnen Partner zu machen.

Schaut man sich zunächst Beispielunternehmen an, die Zscaler selbst als Technologiepartner bezeichnet, sieht man weltweit bekannte Unternehmen wie Microsoft, Amazon oder Google. Die genannten Konzerne nutzen die Produkte von Zscaler in verschiedenen Kategorien, um ihre Netzwerke und Daten vor Bedrohungen zu schützen. Die Besonderheit, die Zscaler im Vergleich zu vielen anderen vergleichbaren Unternehmen bisher geschafft hat, ist es, sich nicht abhängig von diesen Abnehmern zu machen.

Keine Frage – Partner und Kunden wie Microsoft, Google oder Amazon zu haben, ist selbstverständlich sehr wichtig für Zscaler, gerade wenn es um den Punkt der Außendarstellung geht. Der amerikanische Konzern selbst berichtet jedoch, dass kein einziger Kunde auch abseits von den drei Beispielen für mehr als 10,00 % der Umsätze verantwortlich ist. Da sich so logischerweise weniger Abhängigkeiten ergeben, sehen wir dies als einen Vorteil von Zscaler an, gerade wenn man auch beachtet, wie diese Situation bei einigen Konkurrenten ist.

Ebenso halten wir es für möglich, dass sich neben vielen Neukunden auch viele Bestandskunden für weitere Implementierungen von Zscaler's Produkten entscheiden und hiermit für weiteres Wachstum sorgen können. Denn viele der Partner, wie auch u. a. die bereits genannten Firmen, wachsen weiter und werden in Zukunft einen weitaus höheren Bedarf in diesem Bereich haben als es jetzt noch der Fall ist. Dies ist aus dem Grund ein Vorteil, da Zscaler in einer solchen Position einen enormen Vertrauensvorteil hat, der insbesondere in dieser Branche sehr wichtig ist, um Kunden langfristig halten zu können. So ist es in dem Fall viel wahrscheinlicher, dass der Ausbau ebenso auf Basis von Produkten seitens Zscaler erfolgt als das diese Konzerne für einen solchen Schritt den Anbieter wechseln.

Abschließend denken wir, dass Zscaler auf verschiedene Weisen von den starken Partnerschaften profitieren kann. Zum einen werden die bereits bestehenden Kunden ihre Netze in Zukunft weiter ausbauen und hierbei für steigende Erlöse sorgen. Betrachtet man außerdem die bereits bestehenden Technologiepartner kann man darüber hinaus ebenso Vorteile im Bereich der Außendarstellung ausfindig machen. Denn durch starke Partnerschaften mit Unternehmen, die in ihrer Branche bereits etabliert sind, kann Zscaler wesentlich einfacher Zugang zu neuen Kunden bekommen als es bei anderen Mitbewerbern der Fall ist. Das Wachstum von Neukunden, die erst jetzt oder in Zukunft Partner von Zscaler werden, ist an dieser Stelle auch nicht zu vernachlässigen, denn die Branche wird, wie wir bereits gesehen haben, in Zukunft hohen Wachstumsraten ausgesetzt sein, die gleichwertig auch von neuen potenziellen Kunden ausgelöst werden.

## **RISIKEN**

### **Risiken in der Branche (1)**

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel

Auswirkungen: mittel-hoch

Im Geschäft von Zscaler ergeben sich zum aktuellen Zeitpunkt gerade aufgrund der unausgereiften Branchenstrukturen viele Risikoaspekte, die man insbesondere als Investor vor seinem Investment wissen sollte. Künftig lässt sich erwarten, dass einige dieser Risikopunkte wegfallen könnten, es ist jedoch wichtiger denn je, auf diese miteinhergehenden Risiken aufmerksam zu machen.

Als ersten Punkt möchten wir die Wichtigkeit des Kundenvertrauens hervorheben, das insbesondere durch nicht kalkulierte Sicherheitslücken abhandenkommen kann. Die Angreifer entwickeln sich immer schneller weiter und haben sich gerade in den vergangenen Jahren sehr viel stärker aufstellen können. Zscaler ist diesem Aspekt, genauso wie jedes andere Unternehmen dieser Branche, ausgesetzt und muss entsprechenden Schutz bieten. Mögliche Auswirkungen wären im ersten Moment vor allem auf die Geschäftsbeziehungen bezogen, die wir in der zweiten Chance noch hervorgehoben haben.

Gleichzeitig ist die Branche an sich, auch abseits von den Angriffsmethoden von Cyberattacken, stetigem Wandel unterzogen. So ist zu erwarten, dass in den nächsten Jahren Veränderungen auftreten, die Zscaler vor gänzlich neue Herausforderungen stellen können und Stand heute nicht abzusehen sind. In einem solchen Moment ist es wichtig, als Unternehmen flexibel reagieren zu können, was zum aktuellen Zeitpunkt bei Zscaler zwar durchaus gegeben ist, jedoch gerade durch die Unsicherheiten in der Vorhersage dieses Szenarios kein sicherer Anhaltspunkt ist. Als Investor sollte man deshalb gerade bei Investments in dieser Branche klare Evaluierungsprozesse vornehmen und diese regelmäßig überprüfen. Solche Szenarien können auf Unternehmen wie Zscaler selbst- aber auch branchenorientiert sein. Der dritte und letzte Punkt stellt der allgemeine Wettbewerb in dieser Industrie dar. Das wahrscheinlichste Szenario in diesem Zusammenhang ist, unserer Meinung nach, aktuell vor allem ein erhöhter Preisdruck auf die angebotenen Lösungen, welches insbesondere in Verknüpfung mit den gleich angesprochenen Aspekten in Risiko 2 Zscaler sehr belasten könnten.

Abschließend sehen wir durchaus ein erhöhtes Risikoprofil in dieser Branche, was sich auch auf das Geschäft von Zscaler niederschlagen

kann. Die Eintrittswahrscheinlichkeit sehen wir insgesamt im mittleren Bereich. All die angesprochenen Aspekte stellen nicht unerhebliche Risiken im Zusammenhang mit dem amerikanischen Konzern dar. Unserer Meinung nach ist es wichtig, bei einer Investition in diese Branche, die ausgeführten Punkte regelmäßig zu überprüfen und zu berücksichtigen. Die Auswirkungen sind auf mittel-hoch einzuordnen.

## **Finanzielle Risiken (2)**

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel

Auswirkungen: mittel

Finanzielle Risiken sind in dem Sektor, in dem Zscaler aktiv ist, keine Seltenheit, sondern aktuell noch die Regel. Neben selbst ausgelösten finanziellen Risiken, wollen wir an dieser Stelle insbesondere die vorherrschende Unvorhersehbarkeit thematisieren, was auf Zscaler negative Einflüsse haben kann.

Bisher erwirtschaftete das Unternehmen in jedem Geschäftsjahr einen Verlust und verbuchte im Jahr 2022 insgesamt ein Minus von über 390,00 Mio. USD. Gerade weil die Branche aktuell noch sehr unausgereift ist, ist zu erwarten, dass sich dieser Punkt auch in den kommenden Geschäftsjahren nicht verändern wird und mit möglicherweise noch weiter steigenden Verlusten gerechnet werden muss. Dies ist an sich erst einmal kein großes Geheimnis und im ersten Moment auch kein großes Problem. Dennoch belastet gerade die Unvorhersehbarkeit der Branche an sich die finanziellen Punkte der Konzerne in dieser Industrie und kann sich im Zweifelsfall schnell in eine Richtung entwickeln, bei der die dort tätigen Unternehmen verstärkt unter Druck gesetzt werden. Schaut man sich bspw. die Gewinn- und Verlustrechnung genauer an, stellt man fest, dass insbesondere die Betriebsausgaben, sprich Kosten für Marketing, Löhne, Forschung und Entwicklung usw., einen großen Kostenblock einnehmen. Bei Zscaler nimmt der Posten Vertrieb, Marketing & Sonstiges allein über 80,00 % des vom Unternehmen erwirtschafteten Umsatzes ein. Der Konzern selbst erwartet an dieser Stelle, dass die Ausgaben dieses Bereichs in den kommenden Jahren nochmals verstärkt ansteigen werden, gerade weil das Geschäft ausgeweitet, neues Personal eingestellt sowie die allgemeine Infrastruktur weiter ausgebaut werden soll. Nochmals höhere Kosten in diesen Bereichen können dann ein zunehmend höheres Ausmaß einnehmen, wenn die Umsätze diesem Wert entgegenstehend, nicht entsprechend gesteigert werden können.

Wie zu Anfang bereits erwähnt, weist dieser Punkt gerade im

Anbetracht der noch aktuell vorzufindenden Situation in der Branche keine ungewöhnlichen Tendenzen auf. Dennoch sollte insbesondere die Entwicklung der speziell angesprochenen Posten berücksichtigt und der Weg des Konzerns in die potenzielle Profitabilität aufmerksam verfolgt werden.

Die Eintrittswahrscheinlichkeit sehen wir insgesamt bei mittel. Es ist nicht auszuschließen, dass in den kommenden Geschäftsjahren zu Teilen der finanzielle Druck nochmal erhöht wird und dieses Risiko wieder verstärkter in den Vordergrund rückt. Gleichzeitig sehen wir die Auswirkungen bei mittel, da kurzfristige Einflüsse zum aktuellen Zeitpunkt nicht undenkbar sind. Auf lange Sicht sollte dennoch berücksichtigt werden, was für ein Wachstum sich noch in dieser Branche verbirgt, wovon auch Zscaler profitieren wird und finanziell einen gänzlich neuen Spielraum erlangen kann.

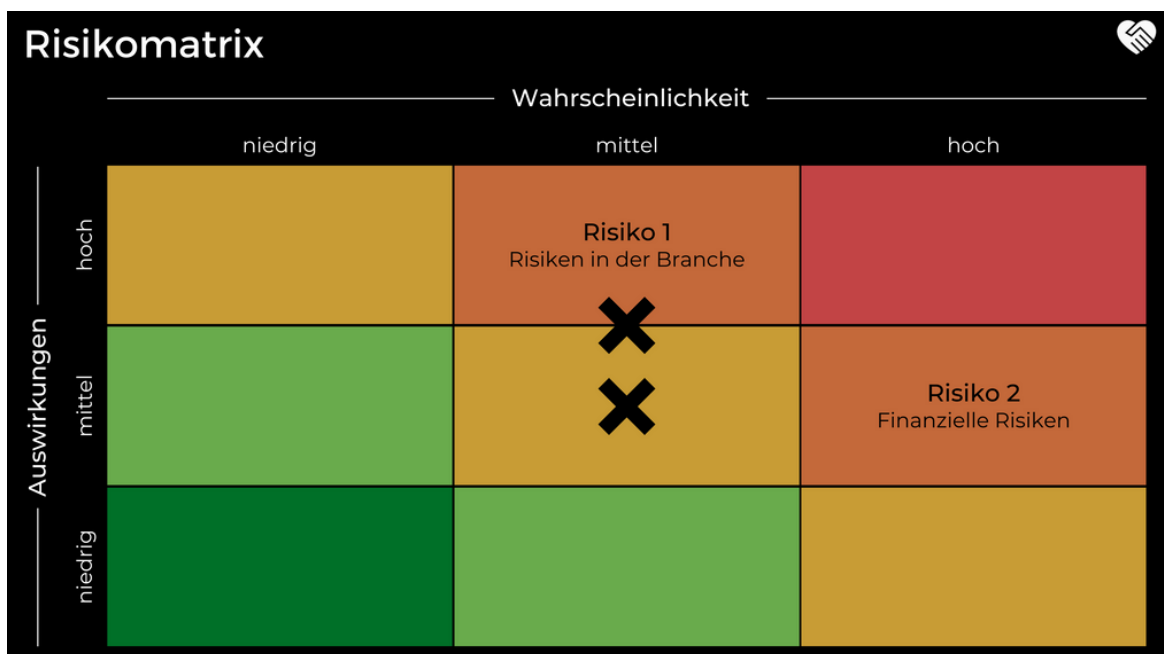


Abb. 24: Risikomatrix

# 5. Unsere Bewertung

## **Eigenkapitalkosten**

Beginnen wir wie immer bei der Ermittlung der kalkulierten Eigenkapitalkosten:

Unsere Werte für Zscaler sind hier wie folgt:

Risikoloser Basiszins: 3,75 %

Risikoprämie: 6,18 %

Marktrendite: 7,00 %

Beta: 1,90

Diese ergeben insgesamt Eigenkapitalkosten von 10,25 %, welche wir, durch das erwartete Wachstum, aufgrund der aktuellen Marktlage durchaus für gerechtfertigt halten.

## **Bilanzanalyse**

Die gesamte, von Zscaler ausgewiesene, Bilanzsumme beträgt für das Geschäftsjahr 2022 etwa 2,83 Mrd. USD und hat sich damit um ca. 575,04 Mio. USD verlängert. In der folgenden Tabelle wollen wir detaillierter auf die Struktur der Bilanz eingehen.

### Entwicklung des Umlaufvermögens

Die Zahlungsmittelbestände sind um etwa 737,31 Mio. USD auf ca. 1,01 Mrd. USD gestiegen und auch die noch ausstehenden Zahlungen sind um knapp 142,64 Mio. USD auf ca. 399,74 Mio. USD angewachsen. Die kurzfristigen Investments dagegen sind um ca. 508,53 Mio. USD auf etwa 718,13 Mio. USD gesunken und die aktivierten Abschlusskosten konnten sich um ca. 28,84 Mio. USD auf etwa 86,21 Mio. USD erhöhen. Zusammenfassend hat sich das Umlaufvermögen damit um etwa 408,34 Mio. USD auf ca. 2,26 Mrd. USD erhöht.

### Entwicklung des Anlagevermögens

Zscaler weist einen Goodwill von ca. 78,55 Mio. USD aus, der sich im letzten Jahr um ca. 19,57 Mio. USD erhöht hat. Die Sachanlagen liegen, nach einem Wachstum von knapp 52,06 Mio. USD, bei etwa 160,63 Mio. USD. Der Posten der immateriellen Vermögenswerte beträgt ca. 31,82 Mio. USD und ist damit um ca. 310,00 Tsd. USD gesunken. Die aktivierten Abschlusskosten konnten um etwa 61,13 Mio. USD auf über 210,79 Mio. USD anwachsen. Das Anlagevermögen konnte somit, zusammen mit den restlichen Posten, insgesamt um ca. 166,69 Mio. USD auf knapp 576,02 Mio. USD gesteigert werden.

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

Von Zscaler wird eine Fremdkapitalquote von ca. 79,76 % ausgewiesen. Das Eigenkapital hat sich während des letzten Geschäftsjahres um etwa 44,41 Mio. USD auf ca. 573,30 Mio. USD gesteigert. Gleichzeitig ist auch das Fremdkapital um ca. 530,63 Mio. USD auf fast 2,26 Mrd. USD gestiegen. Dieses verteilt sich auf etwa 1,13 Mrd. USD kurz- und ca. 1,12 Mrd. USD langfristige Verbindlichkeiten. Die langfristigen Verbindlichkeiten sind dabei im Jahresvergleich um etwa 116,39 Mio. USD gestiegen, während auch die kurzfristigen Verbindlichkeiten um ca. 414,24 Mio. USD gewachsen sind.

Schulden im Verhältnis zu kurzfristigen Zahlungsmitteln und kurzfristigen Investitionen

Die Zahlungsmittelbestände liegen zum Stand des Jahresabschlusses von 2022 etwa 121,24 Mio. USD unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten. Zusammen mit den noch ausstehenden Zahlungen lässt sich dieses Defizit allerdings auf ein Plus von ca. 278,51 Mio. USD ausgleichen. Die kurzfristigen Investitionen von Zscaler konnten 2022 ein Plus von ca. 374,06 Mio. USD einbringen, weshalb der Vergleich zu den Zahlungsmitteln hier entfällt.

Schulden im Verhältnis zum EBIT des letzten Geschäftsjahres

Da das EBIT bei Zscaler 2022 noch im negativen Bereich liegt, müssen wir hier auf die Vergleiche verzichten.

Fazit

Die Bilanz von Zscaler macht einen ordentlichen Eindruck. In den bereits erschienenen folgenden Quartalsberichten bestätigt und setzt sich die oben beschriebene Entwicklung fort. Leider fehlt durch das negative EBIT von 2022 ein Vergleichswert für die Höhe der Schulden. Gemessen an der Höhe der Zahlungsmittelbestände sollten diese jedoch unproblematisch sein.



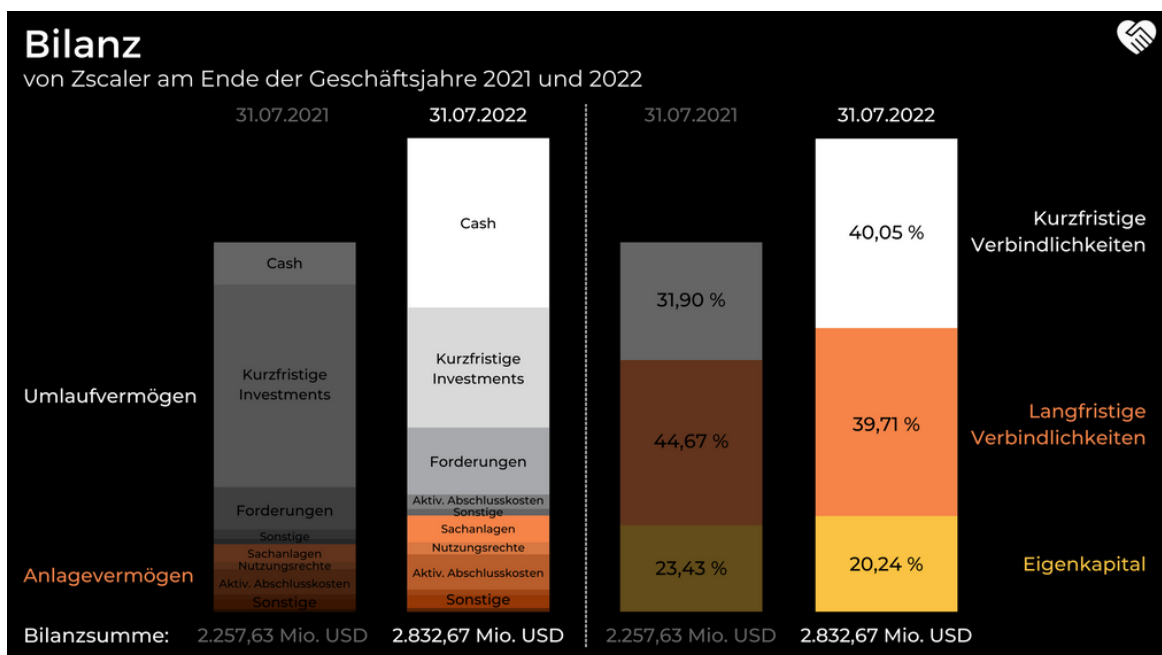


Abb. 25: Bilanz

### Bewertungsszenarien und -modelle

#### Optimistisches Szenario

Für die Jahre 2023 bis 2026 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von ca. 31,10 % p. a. Im Weiteren soll das Wachstum in 2027 bei 20,00 % liegen und anschließend so abflachen, dass im Jahr 2032 5,00 % und in der ewigen Rente (2033ff.) 2,00 % erreicht werden.

Bezüglich der Margen nehmen wir an, dass diese sich, von den -30,01 % aus dem Geschäftsjahr 2022, erstmalig in 2023 in den positiven Bereich (14,09 %) bewegen und sich im weiteren Verlauf auf bis zu 25,00 % in der ewigen Rente (2033ff.) steigern.

Für Zscaler kalkulieren wir weder mit Aktienrückkäufen noch mit Gewinnausschüttungen.

Der dann ermittelte faire Wert beläuft sich auf 79,80 USD und gibt damit eine Überbewertung von etwa 89,00 % an.

Mit einem KGVe von 32 in 2032 kommen wir dann auf eine Renditeerwartung von 7,78 % p. a.

#### Pessimistisches Szenario

Das pessimistische Szenario gestalten wir bis 2026 exakt gleich wie das optimistische. Anschließend gehen wir davon aus, dass der Umsatz 2027 ein Wachstum von 15,00 % verzeichnen kann, um sich anschließend auf 3,00 % in 2032 und 1,50 % in der ewigen Rente (2033ff.) abzuflachen.

Für die Margen nehmen wir an, dass diese ab 2027 bis in die ewige Rente (2033ff.) konstant auf ca. 20,00 % bleiben.

Zum aktuellen Zeitpunkt kommen wir damit nur noch auf einen fairen Wert von 51,22 USD und eine Überbewertung von ca. 194,00 %.

Mit einem Gewinnmultiple von 20 kommen wir dann auf eine Rendite von -2,53 % p. a.

Auch hier rechnen wir weder mit Aktienrückkäufen noch mit Gewinnausschüttungen.

#### DCF-Modell

Bei der DCF-Berechnung berechnen wir einen WACC von 9,71 % und verwenden einen Wachstumsabschlag von 2,00 %.

Für den Zeitraum 2023 bis 2026 verwenden wir hier die Umsätze der beiden DNP-Szenarien und anschließend Durchschnittswerte dieser.

Wir rechnen damit, dass die Free Cashflow Marge von den für 2023 erwarteten 21,00 % auf bis zu 30,00 % im Jahr 2030 ansteigt.

Damit kommen wir auf einen fairen Wert von 93,64 USD und eine Überbewertung von etwa 61,00 %.

#### **Unsere Einschätzung**

Zscaler macht bilanziell, wie bereits angesprochen, einen ordentlichen Eindruck. Allerdings sollte beachtet werden, dass das Unternehmen noch nicht profitabel ist. Zwar bewegt sich das Unternehmen zügig auf diese Schwelle zu, hat sie aber noch nicht überschritten. Unsere Bewertungsmodelle zeigen auch eine Überbewertung, die angesichts des extrem stark erwarteten Wachstums eher weniger überrascht. Da viel der aktuellen Bewertung an eben diesem erwarteten Wachstum hängt, sollte dieses hier als Risikofaktor definitiv Beachtung finden.

Um nach unseren Annahmen mit dem DNP-Modell eine etwa faire Bewertung zu erreichen, müsste im Schnitt ein Umsatzwachstum von 23,00 % erreicht werden. Das dann benötigte KGV, um eine Renditeerwartung von ca. 10,00 % zu erreichen, würde bei 19 liegen.

Die erwartete Rendite setzen wir hier auf etwa 7,00 % p. a. und orientieren uns damit eher am optimistischen Szenario.

Die Investmentampel stellen wir auf Gelb, trotz der guten Bilanz, da Zscaler eben noch nicht profitabel und die erwartete Rendite für eine grüne Bewertung zu niedrig ist.

Excel-Tabellen zu den Bewertungsmodellen als Download:

[DNP-Modelle](#) (optimistisch und pessimistisch) und [DCF-Modell](#)

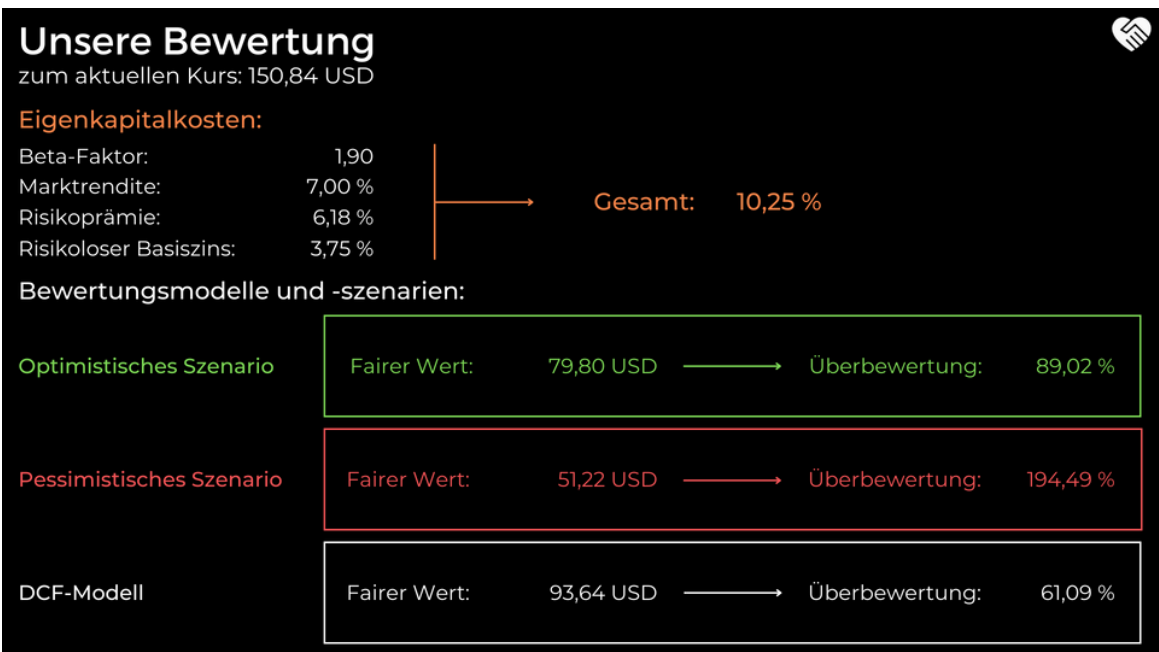


Abb. 26: Bewertungsszenarien für Zscaler

# 6. Technische Analyse

## CHARTTECHNISCHE TRENDEINORDNUNG

### Übersicht

Trendeinordnung für Zscaler		Trend	Trendbestätigung	Trendbruch
langfristig (Monats-Chart)	↑	376,11 USD	35,00 USD	
mittelfristig (Wochen-Chart)	→	-	-	
kurzfristig (Tages-Chart)	↑	(155,33 USD)	(128,12 USD)	

Abb. 27: Trendeinordnung für Zscaler

### Langfristig

Trotzdem, dass der Börsengang von Zscaler erst in 2018 erfolgte, kann die Aktie bereits einen langfristigen Aufwärtstrend vorweisen. Dieser hat aufgrund der kurzen Historie zwar noch nicht die Stabilität wie die Trends vieler anderer Aktien, aber für einen Fast Grower ist ein etablierter Aufwärtstrend bereits sehr positiv anzumerken.



Abb. 28: Monats-Chart von Zscaler

### Mittelfristig

Auf der mittelfristigen Zeitebene hat Zscaler vor kurzem den Abwärtstrend gebrochen, der seit rund 1,5 Jahren ununterbrochen

aktiv war. Da allerdings noch keine neue Aufwärtsstruktur besteht, befindet sich die Aktie nur in einer neutralen Struktur und nicht in einem neuen Aufwärtstrend.



Abb. 29: Wochen-Chart von Zscaler

### Kurzfristig

Im Tages-Chart ist eine außergewöhnliche Aufwärtsdynamik der letzten Wochen erkennbar. Da kaum eine wirklich nennenswerte Korrektur erfolgte, gleicht diese lange Aufwärtsphase eher einer einzelnen Bewegung und keiner wirklich neuen Trendstruktur. Betrachtet man die Struktur allerdings sehr eng, dann ist der kurzfristige Aufwärtstrend bis zum Tief bei 128,12 USD aktiv.



Abb. 30: Tages-Chart von Zscaler

### Aussicht

Zscaler beendet die gesamte Abwärtsphase seit dem Allzeithoch in der stärksten Unterstützungszone und reagiert auf diese sehr impulsiv. Diese setzt sich aus einer ausgeprägten Volumenakkumulation, dem Hoch aus 2019 und einer offenen Kurslücke aus 2020 zusammen. Aufgrund der impulsiven Aufwärtsbewegung, die zuletzt erfolgte und sogar den mittelfristigen Abwärtstrend beendete, ist nicht mehr damit zu rechnen, dass die Verlaufstiefs noch einmal getestet werden.

Nichtsdestotrotz ist eine kurz- bis mittelfristige Korrektur oder Konsolidierung jederzeit möglich und könnte sich dann für einen guten Einstieg anbieten. Konkrete Zonen sind am besten dann bestimmbar, wenn diese Korrektur erst einmal gestartet ist. Am stärksten wäre der Bereich um 105,00 USD bis 110,00 USD - allerdings sollte die Dynamik der Korrektur beobachtet werden, um gut einschätzen zu können, ob eine solch tiefe Korrektur wahrscheinlich erfolgt oder nicht.



Abb. 31: Zscaler hat seit dem Verlaufstief eine ausgeprägte Rallye hinter sich.

## TECHNISCHES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Zscaler mit 6 von 10 Punkten ein gutes Ergebnis. Die Aktie ist zwar gerade so lang genug an der Börse, um die Trendstabilität mit den EMAs zu bewerten, aber die aktuelle Korrektur hat zu einem Einschnitt in der Trenddynamik geführt - somit erzielt die Aktie in dieser Kategorie keinen Punkt (einer wäre das Maximum gewesen aufgrund der kurzen Charthistorie). Darüber hinaus ist je nach Interpretation darüber zu streiten, ob die Punkte für den sehr langfristigen Aufwärtstrend vergeben werden oder nicht. Ich (Jan) habe mich aufgrund der grundsätzlich aktiven Aufwärtsstruktur dazu entschieden, die 2 Punkte in dieser Kategorie zu vergeben, aber dafür einen Punkt in der subjektiven Kategorie abzuziehen bzw. nicht zu vergeben.

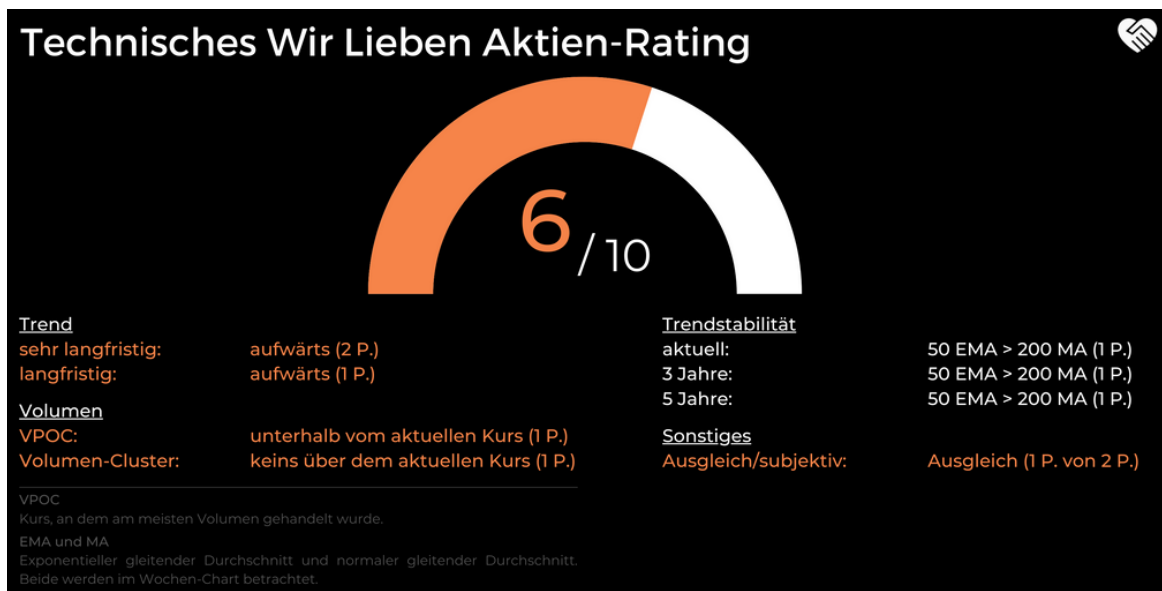


Abb. 32: Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Zscaler 6 von 10 Punkten.



## MARKTSYMMETRIE

Die aktuelle Korrektur der Aktie lässt sich nur mit der Abwärtsphase in 2019-2020 vergleichen. Diese war deutlich kürzer, sodass die derzeitige Korrektur grundsätzlich überdurchschnittlich ist. Die Aussagekraft dieser Interpretation ist allerdings äußerst gering.

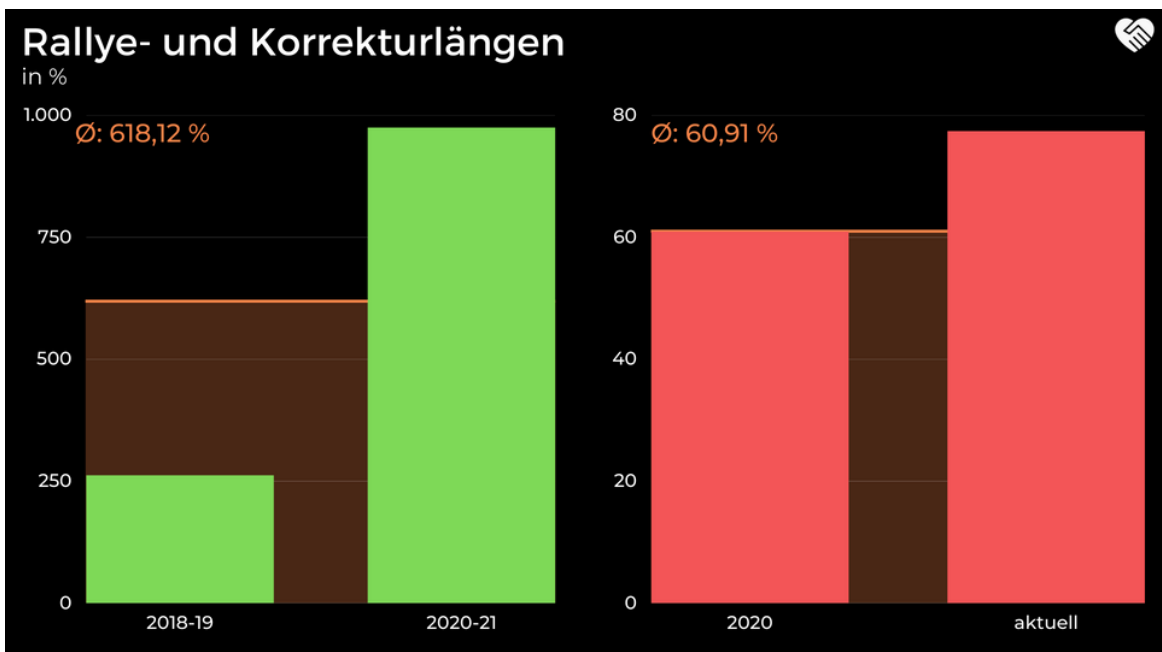


Abb. 32: Rallye- und Korrekturlängen

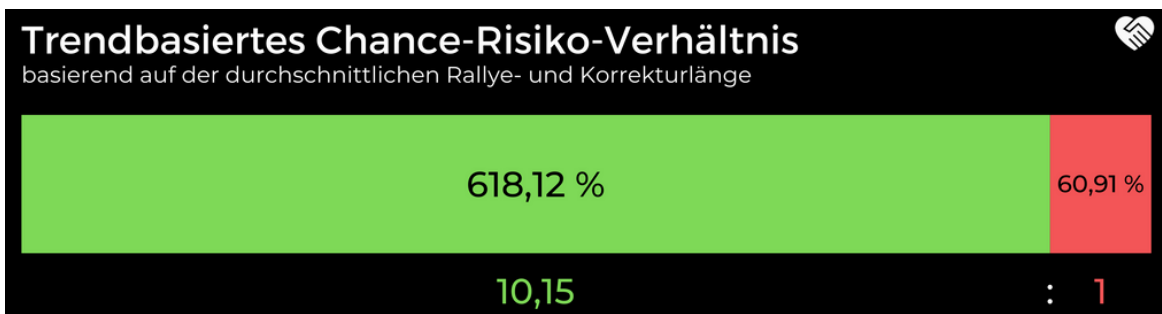


Abb. 33: Trendbasiertes Chance-Risiko-Verhältnis

Da Zscaler noch nicht über eine sehr lange Charthistorie verfügt, ist eine Betrachtung der Rainbow EMAs (für die Einschätzung der Korrektur) nicht wirklich hilfreich.

## SYSTEMATISCHES RISIKO

Das systematische Risiko von Zscaler, CrowdStrike, Palo Alto und Fortinet ist relativ ähnlich und entspricht in etwa dem Beta-Faktor des Gesamtmarkts. Allerdings ist hervorzuheben, dass Zscaler und CrowdStrike eine deutlich geringere Korrelation mit dem Gesamtmarkt vorweisen können als die anderen Aktien.

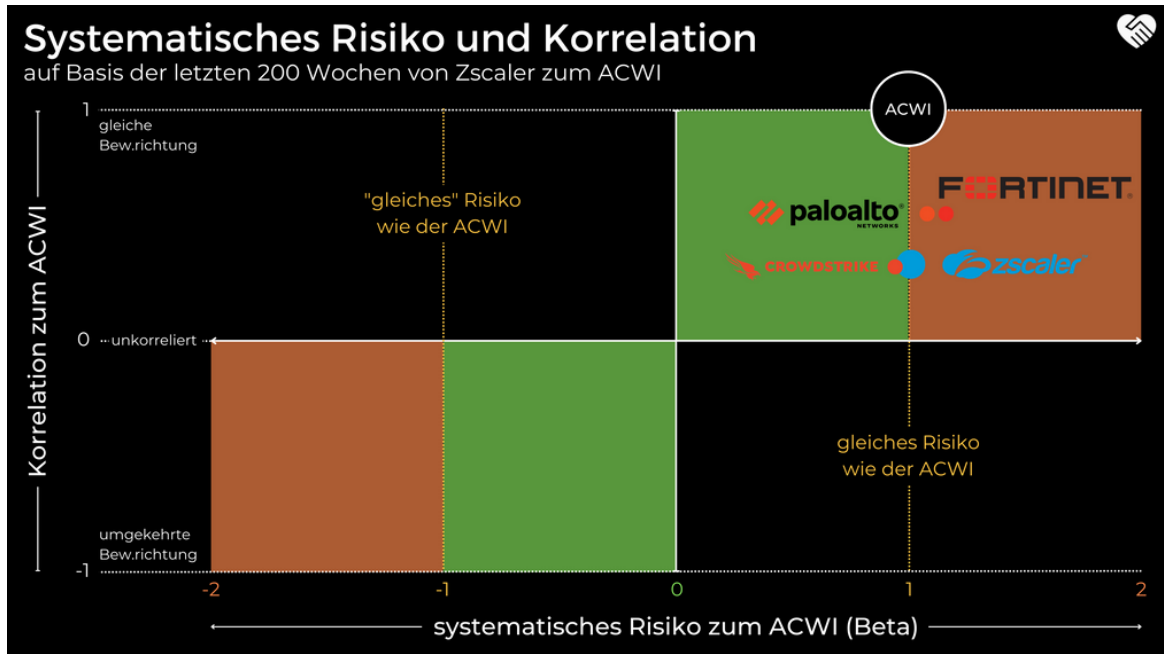


Abb. 35: Systematisches Risiko und Korrelation von Zscaler zum ACWI

# 7. Fazit

## ALLGEMEIN

Cybersecurity ist einer der großen Megatrends unserer Zeit. Der Markt für die entsprechenden Lösungen entwickelte sich in der Vergangenheit äußerst dynamisch und es ist vorerst nicht davon auszugehen, dass die Wachstumsgeschwindigkeit in den kommenden Jahren erheblich abflachen wird. Darüber lässt sich die Branche als fragmentiert und schnelllebig charakterisieren. Es existiert eine Vielzahl an Playern, welche als etablierte Konzerne einzuordnen sind und mit ihren innovativen Lösungen um die Gunst der Kunden kämpfen.

Mit seiner ca. 15-jährigen Historie ist Zscaler innerhalb des Cybersecurity-Marktes als eher junger und kleiner Player zu sehen. Nichtsdestotrotz ist dem Unternehmen in seiner eher kurzen Existenz der Aufbau eines beachtlichen Kundenstamms gelungen, welcher einige der umsatzstärksten Konzerne unserer Welt umfasst. Darüber hinaus ist das überdurchschnittlich hohe Umsatzwachstum von Zscaler hervorzuheben, denn das Management tätigt fortlaufend hohe Investitionen um weiterhin hohe Zuwächse generieren zu können, ohne dabei viel Rücksicht auf die kurzfristige Optimierung der Profitabilität zu nehmen. Allerdings soll Zscaler anhand der Analystenschätzungen dem Break-even-Point in den kommenden Jahren deutlich näher kommen.

Wie beschrieben, steht die Investmentampel auf Gelb, mit einer Renditeerwartung von 7,00 % p. a.

Zscaler kann als einer der wenigen Fast Grower einen langfristigen Aufwärtstrend vorweisen, auch wenn dieser eher jung ist. Die starke Rallye der letzten Wochen hat zum Bruch des mittelfristigen Abwärtstrends geführt, wodurch die Wahrscheinlichkeit sehr gering ist, dass Zscaler noch einmal die Verlaufstiefs testet.

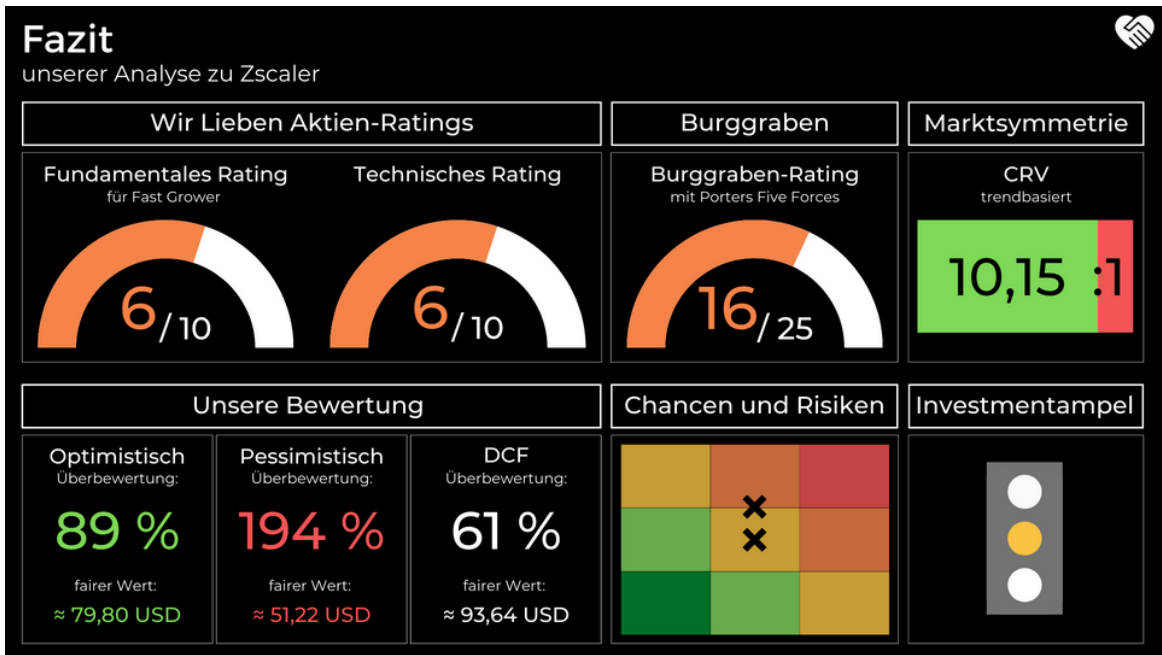


Abb. 36: Fazit unserer Analyse zu Zscaler

## **FAZIT DER TEAM-MITGLIEDER**

### **Jan**

Ich fühle mich mit meinem Investment in Fortinet bereits gut im Cybersecurity-Sektor aufgestellt, aber schließe es dennoch nicht aus eine weitere Aktie aus der Branche in mein Depot aufzunehmen. Neben der beeindruckenden operativen Entwicklung gefällt mir vor allem, dass der Gründer und CEO weiterhin ein großes Aktienpaket von Zscaler hält. Dass das Unternehmen keinen Gewinn vorweisen kann, finde ich in Anbetracht der dahinterstehenden Überlegung nicht weiter schlimm, da zumindest die operative Profitabilität bereits gesichert (in Bezug auf die bereinigten Kennzahlen) ist. Für mich drängt sich, aufgrund der bestehenden Fortinet-Position, kein Investment auf, aber wenn Zscaler noch einmal in eine ordentliche Korrektur abrutscht, sodass eine gute Einstiegschance entsteht, ziehe ich einen Positionsaufbau in Erwägung. In diesem Fall wäre die Renditeerwartung dann auch deutlich besser - man sollte sich nicht von der hohen Überbewertung abschrecken lassen, denn die Aktie ist einfach sehr volatil, sodass da in kurzer Zeit extreme Verschiebungen entstehen können.

### **Adrian**

Zscaler hat ein sehr spannendes Geschäftsmodell und ist einer der Top-Player auf dem Cybersecurity-Markt. Trotz des massiven Wachstums ist die Überbewertung aktuell gigantisch. Kombiniert man hier die fundamentale Bewertung mit klassischer technischer Analyse, so wäre ein Rücksetzer in den Bereich zwischen 110 USD und 120 USD relativ attraktiv für einen langfristigen Einstieg. Die jährlich zu erwartende Rendite verschiebt sich dadurch direkt drastisch nach oben.

### **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**

# Wir Lieben Aktien

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

