

Zooplus

Lohnendes Investment für Herrchen und Hund

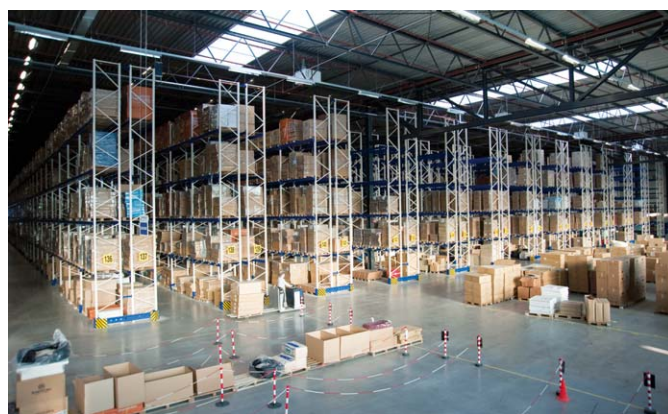
Der Onlinehändler Zooplus agiert bereits seit zehn Jahren erfolgreich in der Marktnische Heimtierbedarf. Die Vorzeichen, dass die Wachstumsstory, von der die Aktie auf lange Sicht profitieren sollte, weitergeht, stehen aus unserer Sicht günstig. Aktuell ist der Titel jedoch nicht mehr ganz preisgünstig.

Gemeinhin gilt an der Börse: Die Kombination aus starkem Umsatzwachstum, hohen Investitionen bei trotzdem soliden Bilanzrelationen und regelmäßigen Jahresüberschüssen ist reines Wunschdenken. Die Münchner Zooplus AG will den Beweis antreten, dass sich diese an sich gegensätzlichen Parameter unter einen Hut bringen lassen. Das Wachstum kann weitgehend aus eigenen Mitteln finanziert werden. Ständige Kapitalerhöhungsrunden mit entsprechender Verwässerung bleiben aus. Das Eigenkapital von immerhin € 10.7 (9.9) Mio. bzw. € 4.25 (3.96) je Aktie bietet ein solides Finanzpolster. Die EK-Quote von 35.7 (43.5) % per 31.12.2009 ist untypisch hoch für ein Wachstumsunternehmen. Ein weiterer Pluspunkt: Große Investitionen, wie zuletzt in das neue Logistikzentrum in den Niederlanden, stehen in den kommenden Jahren nicht mehr an.

Fundamentalanalyse mit eingeschränkter Aussagekraft

Mehrere Punkte müssen Anleger jedoch vor einer Kaufentscheidung bedenken. Erstens wird es auf Jahre hinaus keine Dividende geben, wie Finanzvorstand Florian Seubert im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal bestätigte. Erst wenn die Phase starken Wachstums nach mehreren Jahren abgeschlossen sei, käme eine Ausschüttung in Betracht. Auf

Das neue Logistikzentrum im niederländischen Tilburg: Zooplus ist Onlinehändler, Logistiker und Softwarehersteller in einem.



jeden Fall steht nach Angaben von Seubert das Thema Dividende auf der Agenda.

Zweitens besitzen die gängigen Kennzahlen der Fundamentalanalyse wie KGV und KBV bei einer Wachstumsstory à la Zooplus nur eingeschränkte Aussagekraft. Für 2010 strebt das Unternehmen einen Umsatz von € 175 bis 180 Mio. sowie eine niedrige zweistellige EBIT-Marge an. Diese Größenordnung führt zu einem EBIT zwischen € 2 und 5 Mio., sowie einem Jahresüberschuss von € 2 Mio. bzw. € 0.80 je Aktie. Bei einem Kurs zum Redaktionsschluss am 17.06.2010 von € 37.75 errechnet sich daraus ein KGV 2010e von stolzen 47. Auch die KBV-Betrachtung fällt mit einem Wert von 9.05 per 31.12.2009 nicht besser aus.

Dabei könnte Zooplus schon heute eine höhere Profitabilität ausweisen, doch die Marketingkosten verschlingen etwa 9 % des Umsatzes. „Wir könnten dies sicher auf einen Wert von 5 bis 6 % reduzieren, das aber ginge zu Lasten unseres Wachstums“, erklärte Seubert. Daher werde zum jetzigen Zeitpunkt bewusst darauf verzichtet. Sollte sich das

Wachstum ungeplant abschwächen, könnte Zooplus diese Kostenreserve immer noch ziehen und bliebe handlungsfähig. Danach sieht es aktuell aber nicht aus, so dass sich das Nebenwerte-Journal dazu entschlossen hat, Zooplus eine Titelgeschichte zu widmen.

Heimtierbedarf eignet sich gut für den Onlinehandel

Zooplus ist in Deutschland und anderen Ländern Europas im Onlinehandel mit Heimtierprodukten tätig und nimmt nach eigener Einschätzung, gemessen an den Erlösen, in allen Schlüsselmärkten eine führende Marktposition ein. Die Gesellschaft vertreibt Produkte für alle wichtigen Heimtiergattungen sowie für Pferde über Websites in der jeweiligen Landessprache. Über ihre Internetseiten bietet sie jeweils eine breite Palette von 7000 Produkten aus der Sparte Heimtierbedarf, d. h. insbesondere Tierfutter (Trocken- und Nassfutter sowie Futterbeigaben wie Kauknochen, Snacks u. a.) und Zubehör wie Kratzbäume für Katzen, Käfige und Hundekörbe, in den unterschiedlichsten Preis-

Zooplus AG, München

Internet: www.zooplus.de

ISIN DE0005111702

2 561 755 Stückaktien, AK € 2 561 755

Aktionäre: Burda Digital Ventures 21.41 %, BDV Beteiligungen 14.42 %, European E-Commerce Fund 14.74 %, The Nomad Investment Partnership 10.15 %, Management 12.31 %, Fidelity International 9.23 %, Streubesitz 17.74 %

Kennzahlen	2009	2008
Umsatz	123.3 Mio.	80.3 Mio.
EBIT*	0.9 Mio.	2.7 Mio.
Jahresüberschuss**	-1.1 Mio.	5.8 Mio.
Ergebnis je Aktie**	-0.44	2.41
EK-Quote	35.7 %	43.5 %

* vor Sonderaufwand; ** nach Aufwendungen des Börsengangs, inkl. Sondereffekte aus Aktivierung latenter Steuern auf Verlustvorträge aus der Gründerzeit

Kurs am 17.06.2010:

€ 37.75 (Xetra), 41.19 H / 24.98 T

KGV 2010e 47; KBV 9.05 (12/09)

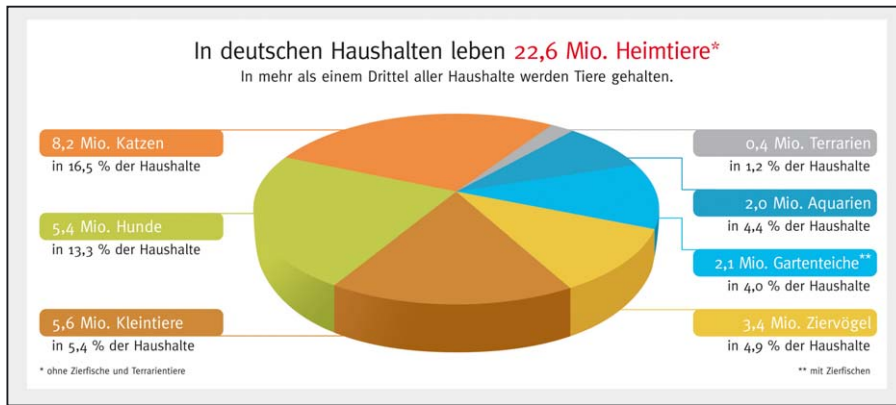
Börsenwert: € 96.7 Mio.



Solange Zooplus sich in einer Phase starken Wachstums befindet, macht eine KGV-Betrachtung keinen Sinn.

FAZIT: Anleger, die sich für einen Einstieg in die Aktie der Zooplus AG entscheiden, erwerben einen lupenreinen Wachstumswert, der in den kommenden Jahren mit einiger Wahrscheinlichkeit den avisierten Umsatzsprung auf € 300 Mio. schaffen wird. Auf Dividenden müssen sie jedoch zunächst einmal verzichten, denn seine Mittel will der Münchener Onlinehändler in Wachstum reinvestieren. Zu beachten ist jedoch, dass ein Großteil der Logistikkosten bereits angefallen ist und künftig die Gewinn- und Verlustrechnung nur noch unterproportional belasten dürfte. Mittelfristig sind daher EBIT-Margen von 6 bis 8 % für Zooplus sicher möglich. Schwache Börsentage können zum Einstieg genutzt werden.

CS



und Qualitätskategorien an. Geliefert wird frei Haus – in der Regel einen Tag nach Bestellung. Das Geschäftsmodell wurde in bislang 15 Ländern erfolgreich eingeführt – ein durchschnittliches Umsatzwachstum in den vergangenen drei Jahren von 40 % untermauert dies.

Heimtierprodukte sind gut geeignet für den Onlinehandel, da es sich um standardisierte, homogene Produkte handelt. Außerdem sind Heimtierbesitzer eine regelmäßig wiederkehrende Kundschaft mit einem gut planbaren Bedarf. Die Folge ist eine starke Kundenbindung und eine hohe Wiederkaufquote sowie Wachstum bei Neukunden – nicht zuletzt auch durch Mund-zu-Mund-Propaganda. Ein Logistikzentrum bei Kassel und neuerdings eines in den Niederlanden bieten zudem weiteres Potenzial für europaweites Wachstum.

Umsatz stieg 2009 um mehr als 50 %

Zooplus wurde 1999 aus der Taufe gehoben und mauserte sich in den vergangenen zehn Jahren zu Europas größtem Internetshop für Heimtierbedarf. Ein Banker und ein Unternehmensberater haben mit Hilfe des Geldgebers Burda Digital Ventures, der einen Anteil von 21,41 % hält, heute einen Konzern aufgebaut, der 2009 eine Gesamtleistung von € 129,7 (85,1) Mio. erwirtschaftete. Dabei macht der Umsatz aus dem Online-Verkauf von Heimtierprodukten € 123 Mio. aus, weitere € 6,1 Mio. stammen aus Sonstigen betrieblichen Erträgen, zum Großteil Händlerabgabe.

Maue Margen in Kauf genommen

Gleichzeitig rutschte das EBIT mit € -1,3 (0,7) Mio. in die roten Zahlen. Dieser Wert beinhaltet die Einmalkosten für den Aufbau des neuen Logistikzentrums im niederländischen Tilburg sowie die Aufwendungen für den Segmentwechsel in den Prime Standard. Zudem beeinflussten erhöhte Marketingaufwendungen für die europäische Expansion, die anhaltende Schwäche des britischen Pfunds sowie das allgemein rezessive wirtschaftliche Umfeld das Ergebnis im Ge-

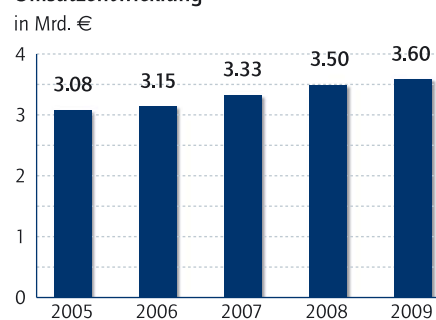
schaftsjahr 2009. Insgesamt machten die Effekte € 2,2 Mio. aus, so dass das bereinigte EBIT € 0,9 Mio. betrug und eine nur mickrige EBIT-Marge von 0,7 (0,8) % ergab. Der Jahresüberschuss stellte sich auf € -1,1 (5,8) Mio. bzw. € -0,44 (2,41) je Aktie. Allerdings hatte im Jahr 2008 eine einmalige Ertragssteuererstattung von € 5,1 Mio. das Ergebnis in die Höhe gehoben. Angesichts 706 000 (472 000) neu gewonnener Kunden ist Seibert um die Entwicklung nicht bange. Im Gegenteil: Dies sei ein neuer Bestwert für die Gesellschaft und verdeutliche das Potenzial des Geschäftsmodells auch in einem schwierigen Gesamtumfeld. Nicht nur auf dem deutschen Heimatmarkt, sondern auch im gesamten west- und mitteleuropäischen Raum bestünden enorme Wachstumsmöglichkeiten, glaubt der Finanzvorstand.

Solides Bilanzbild

Die langfristigen Vermögenswerte betrugen Ende 2009 insgesamt € 6,9 (5,9) Mio. Hierbei entfielen € 5,4 Mio. auf aktive latente Steuern, die auf den Verlustvortrag von € 14 Mio. aus der Gründerzeit zu bilden waren. Immaterielle Vermögenswerte spielen mit nur € 515 000 keine Rolle. Die kurzfristigen Vermögenswerte stiegen auf € 23,1 (16,8) Mio. Hauptgrund hierfür ist die deutliche Erhöhung der Vorräte – bedingt durch die Ausweitung des Eigenmarkengeschäfts wie auch durch die bewusste Steigerung von Produktverfügbarkeit und Sortimentsbreite in allen

Deutscher Heimtierbedarfsmarkt

Umsatzentwicklung



Die Deutschen geben Jahr für Jahr mehr Geld für ihre tierischen Mitbewohner aus.

europäischen Märkten. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen betrugen zum 31. Dezember 2009 € 7,3 (8,1) Mio. Zooplus nutzt in der Regel die gewährten maximalen Zahlungsziele nur zu 20 bis 30 % aus, um daraus resultierende Konditions- und Margenverbesserungen zu erzielen. Die Verbindlichkeiten des Unternehmens bestehen im Mittel zu mehr als 90 % in Euro. Teilweise gibt es weitere Verbindlichkeiten – üblicherweise im sechsstelligen Bereich – im britischen Pfund sowie US-Dollar. Die Sonstigen Verbindlichkeiten und Finanzschulden nahmen 2009 auf € 11,7 (4,6) Mio. zu. Dies ist hauptsächlich bedingt durch die im Rahmen des Wachstums notwendige Erweiterung der Betriebsmittelfinanzierung durch Hausbanken sowie die Erhöhung der Verbindlichkeiten aus der Umsatzsteuer zum Jahresende.

Q1 2010: Wachstum geht weiter

Mit einer Gesamtleistung von € 39,8 (28,5) Mio. verzeichnete Zooplus in Q1 2010 einen Zuwachs um 40 %. Davon stammten € 37,4 Mio. aus Umsätzen durch den Online-Verkauf von Heimtierprodukten sowie weitere € 2,4 Mio. aus Sonstigen betrieblichen Erträgen. Das EBIT blieb mit € 0,3 (0,4) Mio. nahezu unverändert. Dies gelang trotz des zusätzlichen Fixkostenblocks durch das neue internationale Logistikzentrum. Dadurch wurde die operative Grundlage für eine Gesamtleistung von € 300 Mio. geschaffen und die bisherige Kapazität verdoppelt. Auch beim Periodenüberschuss gab es nur einen leichten Rückgang auf € 0,1 (0,2) Mio. bzw. € 0,05 (0,08) je Aktie.

An schwachen Tagen einsteigen

Schon jetzt hätte Zooplus die Möglichkeit, mehr Gewinn zu erwirtschaften, was zu Lasten des schnellen Umsatzwachstums ginge. Wie ein Blick in die Gewinn- und Verlustrechnung zeigt, operiert die Gesellschaft mit einer konstant hohen Rohertragsmarge von mehr als 40 %, die EBIT-Margen von 6 bis 8 % zuließe. Doch Marketingaufwendungen und die Kosten für den Auf- und Ausbau der wichtigen Logistik belasten noch.

Ist der Aufbau in ein paar Jahren abgeschlossen, könnte eine Gruppe mit € 300 Mio. Umsatz sowie einem EBIT in der Größenordnung von € 18 bis 24 Mio. entstehen. Eine normale Steuerquote von 30 % unterstellt, stünde perspektivisch unter dem Strich ein Jahresüberschuss zwischen € 12,6 und 16,8 Mio. bzw. € 4,90 bis 6,50 Gewinn je Aktie. Zwar ist bei einem Kurs von € 37,75 schon ein Teil dieses Szenarios eingepreist, an schwachen Tagen sollten Anleger die Aktie jedoch auf ihrer Kaufliste haben.

Carsten Stern

Zooplus

„Langfristig sind Umsatzmargen von 6 bis 8 % möglich“

Aus dem einstigen Internet Start-up Zooplus AG ist heute ein respektables und vor allem profitables Wachstumsunternehmen geworden. Warum für das Wachstum noch kein Ende in Sicht ist und sich bis heute keine Nachahmer gefunden haben, erläuterte Finanzvorstand Florian Seubert im Interview mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Seubert, das hört sich ja fast zu schön an, um wahr zu sein: Zooplus agiert in einem Wachstumsmarkt und keiner macht Ihnen Konkurrenz?

Seubert (schmunzelt): Natürlich gibt es viele Anbieter für Heimtierbedarf. Als erstes wäre in Deutschland Fressnapf zu nennen, die selbstverständlich auch einen Onlineshop betreiben. Kern ihres Geschäftsmodells ist jedoch der stationäre Handel via Franchisepartner. Sie sind dezentral organisiert, die vorhandenen regionalen Preisunterschiede sind gewollt. Versuchen Sie einmal, darüber ein zentral gesteuertes System wie unseres mit einheitlichen Preisen zu legen. Sie werden Schwierigkeiten mit ihren Händlern bekommen. Der Händler, der in Nordrhein-Westfalen das Hundefutter für € 1,- je Dose verkauft, freut sich, wenn der Kunde plötzlich € 1.25 für das gleiche Produkt beim Onlinekauf zahlen muss. Dem Händler in Bayern, der bisher für € 1.50 verkauft, fehlen hingegen die € 0.25 je Dose in der Kasse. Dort einen Ausgleich zu schaffen, ist kaum möglich.

NJ: Klingt logisch, aber was ist dann z. B. mit großen Onlinehändlern wie Amazon, die sich mit einem riesigen Sortiment rühmen?

Seubert: Sie haben Recht, mit denen müssen wir in der Tat rechnen und tun es auch. Sie führen schon heute Heimtierbedarf im Sortiment. Hier kommt uns allerdings der Nischenmarkt zugute. Unternehmen wie Amazon haben einen Fokus auf größere Märkte mit ein bis zwei zentralen Lieferanten. Daher gibt es eine Reihe anderer Märkte, die für einen Branchenriesen wie Amazon attraktiver sind, ich denke hier z. B. an Mode. Das Kerngeschäft wird allerdings der Medienbereich mit Büchern und Tonträgern bleiben. Auch sind die Kosten für den Aufbau einer leistungstarken Logistik nicht zu unterschätzen, da kommen schnell bis zu € 30 Mio. zusammen. Zugegeben, das könnte Amazon aus der Portokasse zahlen. Bis sich das allerdings auszahlt, vergehen einige Jahre. Zooplus ist jetzt seit zehn Jahren am Markt.

NJ: Hieße zusammengefasst, für große Onlinehändler gibt es attraktivere Märkte als die Nische Heimtierbedarf. Und der stationäre Handel mit angehängter Onlineabteilung ist keine echte Konkurrenz für Sie?

Seubert: Genauso ist es. Wir schätzen den Onlineumsatz von Fressnapf, um bei diesem Beispiel zu bleiben, auf einen einstelligen Millionenbetrag p. a. In Europa sind wir in unserer Nische mit einem Marktanteil von 65 % bei Weitem Marktführer. Unser nächster Wettbewerber ist, gemessen am Umsatz, rund zwanzig Mal kleiner. Und für Branchenriesen wie Amazon lohnt sich der Einstieg in die Nische mit mehr als 50 Lieferanten kaum. Mit denen müssten sie erst Einkaufsvereinbarungen schließen, eine Logistikkette aufbauen usw. Ich will nicht für alle Zeit ausschließen, dass sich Amazon dem Markt für Heimtierbedarf zuwendet. In den kommenden Jahren sehe ich das nicht. Und in zwei bis drei Jahren dürfte sich unser Umsatz auf mehr als € 300 Mio. verdoppelt haben. Wir peilen mittelfristig € 300 bis 500 Mio. an. Dann ist unser Vorsprung noch ein Stück größer als heute. Langfristig sind Umsatzrenditen von 6 bis 8 % durchaus möglich.

NJ: Sie erwähnten auffällig oft das Wort Logistik. Inwieweit unterscheidet sich die Logistik für Bücher und Heimtierbedarf?

Seubert: Zum einen sprechen wir über andere Gewichte, bei einer Bestellung kommen schnell mehr als 10 Kilogramm zusammen. Zum anderen reden wir über eine Vielzahl unterschiedlicher Formate. Angefangen von ein paar Snacks in der Tüte, die nicht größer sind als eine Packung Nüsse bis hin zu sperrigen Kratzbäumen für Katzen. Das so zu verstauen, dass die Kosten für Verpackung und Transport nicht ausufern, ist nicht ganz trivial.

NJ: Dann fassen Sie bitte Ihr Geschäftsmodell in zwei bis drei Sätzen für unsere Leser zusammen.

Seubert: Gerne, Zooplus ist ein Technologieunternehmen, das im Nischenmarkt Heimtierbedarf tätig ist. Wir verfügen über eine starke Logistikplattform inklusive eigener Software, die wir speziell für die Abwicklung aller Logistikangelegenheiten entwickelt haben. Daneben unterhalten wir Einkaufsbeziehungen zu allen großen Herstellern von Heimtierbedarf – in Summe sind das mehr als 50 Unternehmen. Unsere Kunden bekommen die Ware frei



Finanzvorstand Florian Seubert achtet auf solide Bilanzrelationen als Grundlage für Profitabilität.

Haus, in der Regel innerhalb eines Werktags, geliefert. Die Software ist übrigens nicht aktiviert, immaterielle Vermögenswerte halten wir möglichst gering. So kann es auch keine bzw. nur sehr geringe Abschreibungen geben.

NJ: Damit sind wir auch schon in der Zahlenwelt angekommen. Es fällt auf, dass Ihr Umsatz in schöner Regelmäßigkeit von Quartal zu Quartal um 30 bis 50 % zulegt, der Gewinn aber hinterherhinkt. Wie lange wird das noch so sein?

Seubert: Zooplus setzt in den kommenden zwei bis drei Jahren ganz klar auf Wachstum und Expansion nach Europa. Dafür bauen wir entsprechend Personal- und Logistikkapazitäten auf, wie jüngst gemeldet in den Niederlanden. Wir sind nun in der Lage, Erlöse von € 300 Mio. abwickeln zu können, ohne dass neue größere Fixkostenblöcke anfielen. Hinzu kommen hohe Marketingkosten von 7 bis 9 % vom Umsatz. Trotz dieser Kostenbelastung arbeiten wir heute schon profitabel, haben eine EK-Quote von mehr als 30 % und keine langfristigen Bankschulden. Lediglich unser Working Capital, sprich unsere Vorräte, finanzieren wir über eine Kreditlinie von € 12 Mio. Eine Ergebnisoptimierung, die sicher heute schon möglich wäre, ist nicht unser Fokus, solange wir es bilanz- und ergebnisseitig verkraften können.

Das Gespräch führte Carsten Stern.