

**Anforderungen an ein nachhaltig erfolgreiches  
Initial Public Offering (IPO) von sozialen Online  
Plattformen analysiert anhand von Xing, LinkedIn  
und Facebook**

Masterarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. A. Wagner

Verfasser: Josef Lehner

Abgabedatum: 30.04.2013

## **Abstract**

Nach dem schlechten Börsenstart von Facebook stellt sich die Frage, was es für ein nachhaltig erfolgreiches IPO braucht. In dieser Arbeit werden die Anforderungen im Bezug auf soziale Online Plattformen untersucht. Verglichen werden die Börsengänge von Facebook, LinkedIn und Xing.

Nach der einzelnen Analyse der Börsengänge und dem anschliessenden Vergleich stellt sich heraus, dass die Wachstumsaussichten ein zentrales Kriterium für den Erfolg einer Erstnotiz sind. Weiter muss das Geschäftskonzept stimmen und die Investoren dürfen keine negativen Überraschungen erleben. Die Profitabilität scheint weniger von Belang zu sein. Zudem sollten nicht zu viele Investoren aus Anfangszeiten beim IPO aussteigen und Kasse machen.

## **Executive Summary**

Kaum ein IPO hat so viel Staub aufgewirbelt wie dasjenige von Facebook, bereits Monate vor dem eigentlichen Handelsstart waren die Medien voll mit Berichten davon. Einer der grössten, spektakulärsten und erfolgreichsten Börsengänge sollte es werden. Die Dinge verliefen jedoch total anders als erhofft und der Börsengang von Facebook war ein riesiger Flop. Der Kurs stürzte ab, er halbierte sich teilweise sogar. Banken und Investoren waren enttäuscht, sie verloren viel Geld.

Das wirft die Frage auf, was es für ein nachhaltig erfolgreiches IPO in dieser Branche, das heisst von sozialen Online Plattformen, braucht. Um diese Frage beantworten zu können reicht die Analyse einer Plattform nicht aus, weshalb die Börsengänge von LinkedIn und Xing zum Vergleich herangezogen werden. Diese zwei weiteren sozialen Online Plattformen konzentrieren sich jedoch auf die Stellenvermittlung. Die Börsengänge der drei Unternehmen fanden zwischen 2006 und 2012 statt, was die Analyse ein wenig komplizierter macht.

Zu Beginn werden die Firmen vorgestellt und ihr Businessmodell wird beschrieben. Wichtig dabei ist, wie und über welche Kanäle das Unternehmen Umsatz generiert. Danach wird das Going Public analysiert, dazu gehören unter anderem der zeitliche Ablauf, der Emissionspreis und das Emissionsvolumen. In einem weiteren Schritt wird der heimische IPO Markt zu diesem Zeitpunkt beschrieben. Dies, weil der generelle Markt eine Rolle spielt beim Gelingen oder Misslingen des Börsengangs. Anschliessend werden die wichtigen Ereignisse nach dem Handelsstart und die aktuellen Finanzzahlen untersucht. Die Entwicklung des Aktienkurses und die zugrundeliegenden Daten stehen dabei im Vordergrund. Es wird eine DCF Analyse für die Jahre 2012 bis 2015 erarbeitet. So wird ein Fair Value für die einzelnen Unternehmen ermittelt und mit dem Emissionspreis und dem aktuellen Kurs verglichen. Ergänzt wird die Bewertung von einer Sensitivitätsanalyse und der Aufzeigung verschiedener Szenarien. Zuletzt wird für jedes Unternehmen eine SWOT Analyse erarbeitet. Vor allem im Hinblick auf die Zukunft bringt das einige wertvolle Erkenntnisse und zeigt die Stärken und Schwächen der einzelnen Unternehmen auf. Aus allen obigen Faktoren werden erste Schlüsse aus dem Börsengang gezogen.

Der folgende Vergleich der drei Unternehmen verdeutlicht dann die Unterschiede und Gemeinsamkeiten und streicht heraus, welches die wichtigsten Faktoren für einen erfolgreichen Börsengang sind. Aufgrund der Analyse der einzelnen Börsengänge und dem anschliessenden Vergleich werden Zukunftsaussichten erstellt, die sowohl die Entwicklung des Unternehmens betreffen als auch den Verlauf des Börsenkurses. Dabei gilt es auch, das

Downside Risiko aufzuzeigen und gegebenenfalls Vorschläge zur Minimierung des Risikos zu machen. Auch das Upside Potenzial wird in diesem Teil behandelt. Zuletzt werden die wichtigsten Erkenntnisse aus der Arbeit zusammengefasst.

Die Resultate sind interessant. Die drei Börsengänge sind sehr unterschiedlich verlaufen. Während die Emission von Facebook einer Katastrophe gleich kommt, hat LinkedIn einen traumhaften Börsenstart hingelegt. Der Handelsstart von Xing 2006 war eher unspektakulär und die Volatilität war geringer als bei den anderen beiden Unternehmen.

Zum Zeitpunkt des Going Public waren alle drei Unternehmen sehr hoch bewertet, das KGV macht dies einfach ersichtlich. Weiter war die Profitabilität von LinkedIn sehr gering und diejenige von Xing bis ein halbes Jahr vor Börsenstart sogar negativ. Fakt ist, dass Facebook mit einer Emission von rund \$ 16 Milliarden der drittgrösste Börsengang überhaupt ansteuerte, LinkedIn mit rund \$ 400 Millionen und Xing mit etwa EUR 70 Millionen waren dagegen kleine Fische. Verständlicherweise ist es einfacher geringere Volumen auf dem Markt zu platzieren. Eines der schwerwiegendsten Probleme bei Facebook war die Senkung der Prognosen kurz vor Börsenstart. Nicht nur das, es wurde sogar der Vorwurf laut, dass nur einige institutionelle Kunden darüber informiert wurden. Investoren sind gegenüber negativen Überraschungen sehr affin, die ursprünglichen Wachstumsprognosen wären für eine Bewertung von über \$ 100 Milliarden wichtig gewesen. Darüberhinaus hat die federführende Emissionsbank zusammen mit Facebook beschlossen, das Volumen um satte 25% zu erhöhen und die Preisspanne ebenfalls nach oben zu verschieben, der letzte Emissionspreis lag am oberen Ende der erhöhten Preisspanne.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Erwartung an überdurchschnittliches Wachstum. LinkedIn hatte beim Börsengang geringe Umsätze, doch dem enormen Umsatzwachstum ist es zu verdanken, dass die Aktie aktuell auf mehr als das Dreifache vom Emissionskurs angestiegen ist. Die Prognosen der Analysten waren bereits sehr hoch im Vergleich zu Facebook, doch LinkedIn konnte diese Erwartungen stets übertreffen. Als Xing an die Börse kam, konnte sie auch die Prognosen überflügeln, doch das Scheitern der Expansionsstrategie in Europa war ein herber Dämpfer für diese Euphorie. Eine ebenfalls wichtige Erkenntnis ist die Zusammensetzung der Umsätze. Die Geschäftsmodelle von LinkedIn und Xing erlauben es, Umsätze über verschiedene Kanäle zu generieren, sie sind somit besser diversifiziert. Facebook erwirtschaftet über 80% des Umsatzes mit Werbeeinnahmen und hat nebenbei mit den sogenannten Zahlungen nur noch einen weiteren relativ kleinen Umsatzkanal. Die stetige Zunahme der mobilen Nutzer stellt die Firma vor zusätzliche Schwierigkeiten, weil es schwieriger ist auf diesen Geräten Werbung zu platzieren. Der Jahresabschluss zeigt aber,

dass bereits etwa ein viertel der Werbeeinnahmen über die mobilen Nutzer fließen. Des Weiteren erfüllen Xing und LinkedIn einen wirtschaftlichen Zweck, für Arbeitnehmer sowie Arbeitgeber bieten sie einen Mehrwert. Facebook ist für die Mitglieder lediglich Freizeitbeschäftigung und es kann ihnen langweilig werden. Die Plattform ist sehr stark von der Aktivität auf der Seite abhängig, ohne diese kann kein Geld verdient werden. Bei den anderen Plattformen ist die täglich verbrachte Zeit auf dem Portal viel weniger zentral.

Die Berechnung der DCF Werte zeigt, dass der eigentliche Wert von Facebook unter dem Emissionspreis liegt, ja sogar unter dem aktuellen Börsenkurs. Die Bewertung von LinkedIn ergibt ein komplett anderes Bild, der berechnete Kurs liegt mehr als das Doppelte über dem Emissionspreis, der aktuelle Kurs nochmals deutlich über dem DCF Wert. Die Situation bei Xing sieht wiederum anders aus, die Aktie liegt unter der DCF Bewertung, hat somit ein Aufwärtspotenzial, ohne dass sich am Geschäft etwas ändern müsste. Ein fairer Wert von EUR 50 gegenüber dem Emissionspreis von EUR 30 ist aber in Anbetracht dessen, dass Xing seit rund sechs Jahren an der Börse ist, keine grosse Wertsteigerung. Vor allem bei Facebook zeigen die Recherchen auf, dass Mark Zuckerberg und seine Investoren aus Anfangszeiten nichts für die neuen Investoren auf dem Tisch liessen. Beim IPO machten 57% der ursprünglichen Investoren Kasse und trennten sich von ihren Beteiligungen. Bei LinkedIn waren es rund 20% weniger. Investoren, die bei einem Börsengang zeichnen, wollen in erster Linie vom Börsengang profitieren und erhoffen sich gleich zu Beginn eine positive Rendite, der Ausstieg der zahlreichen Investoren aus der Anfangszeit war für die Interessenten ein negatives Zeichen.

Für die Zukunft der drei Unternehmen ist es kompliziert Vorhersagen zu treffen, gewisse Bandbreiten, in denen sich die Aktien bewegen sollten, können eruiert werden. Facebook sollte die Diversifizierung vorantreiben um das Geschäftsmodell zu stabilisieren. Die lancierte Suchfunktion ist bereits ein Schritt in die richtige Richtung. Weiter darf die Gesellschaft das Vertrauen der Aktionäre nicht weiter belasten. Gelingt das, kann eine Steigerung des Aktienkurses durchaus erzielbar sein. Aus fundamentaler Sicht ist jedoch ein Aktienkurs über dem Emissionspreis in nächster Zeit nicht zu erwarten. Ein Downside Potenzial ist vorhanden, unter den Kurs der fairen Bewertung sollte der Titel dabei aber nicht fallen. LinkedIn hat bezüglich des Geschäftsmodells wenig zu befürchten. Eine abkühlende Wirtschaft wäre aber schlecht, darunter würden jedoch auch die beiden anderen Unternehmen leiden. Bleibt das Wachstum und die Qualität der Nutzer solide, wird auch der Umsatz die erwartete Steigerung erfahren. Ein Aufwärtspotenzial für den Aktienkurs ist durchaus vorhanden, doch bereits zum jetzigen Zeitpunkt ist der Titel teuer bewertet. Deshalb ist auch ein Downside Risiko in

Betracht zu ziehen, wenn die Finanzzahlen die Vorgaben nicht erfüllen, wird dieser Fall eintreten. Da Xing ein ähnliches Geschäftsmodell wie LinkedIn aufweist, ist auch dieses Unternehmen für die Zukunft gut aufgestellt. Die Event Sparte trägt zur weiteren Diversifizierung bei. Negativ ins Gewicht fällt die Konzentration auf lediglich drei Länder. Daraus ergeben sich nur limitierte Wachstumschancen. Die faire Bewertung liegt jedoch etwa 20% über dem aktuellen Kurs, weshalb eine Kurssteigerung in naher Zukunft durchaus denkbar ist. Das Downside Risiko ist bei Xing zum jetzigen Zeitpunkt eher gering, es sei denn, LinkedIn verstärkt die Aktivitäten in diesem Markt und gewinnt Marktanteile.

Die Schwierigkeiten der Arbeit lagen im Aufbau der DCF Analyse sowie bei der Eruiierung der entscheidenden Faktoren für das Gelingen einer Börsenemission. Die DCF Bewertung benötigt viel Zeit und es ist schwer, die Zahlen der Zukunft einigermaßen korrekt vorherzusehen, vor allem in dieser Branche, die jung und dynamisch ist. Einzelne Faktoren haben grossen Einfluss auf den resultierenden Unternehmenswert. Um dem ein wenig entgegenzuwirken wurde die Sensitivitätsanalyse durchgeführt. Bei der Beurteilung und Gewichtung der Faktoren für den erfolgreichen Börsengang gibt es einige klare Indizien. Jedoch muss erwähnt sein, dass der Markt unberechenbar ist, dieser Faktor kann nicht kontrolliert werden. Lediglich die Analyse des IPO Marktes zum Zeitpunkt des Börsengangs kann eine beschränkte Hilfestellung bieten. Die Untersuchung ergibt, dass LinkedIn den erfolgreichen Börsengang während einer schlechteren Marktsituation als Facebook gemacht hat. Daraus folgt, dass die Marktlage weniger entscheidend ist.