

IPO-Bewertung von Internetfirmen

Bachelorarbeit
in
Corporate Finance
am
**Institut für Banking and Finance der
Universität Zürich**
bei
Prof. Dr. Alexander Wagner

Eingereicht von:
Michael

Student im 6. Semester
Hauptfach: Wirtschaftswissenschaften
Schwerpunkt: Banking and Finance

Abgabedatum: 26.06.2013

Executive Summary

Problemstellung

Die Bewertung von Internetfirmen war während der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende ein heiss diskutiertes Thema. Studien wie die von Schwartz und Moon (2000) versuchten angemessene Modelle zur Bewertung von Internetfirmen zu bilden, während beispielsweise Bartov, Mohanram und Seethamraju (2002) Unterschiede in bewertungsrelevanten Informationen zwischen Internetfirmen und Nicht-Internetfirmen untersuchten. Trotz der neugewonnenen Erkenntnisse erlitten danach viele Internetfirmen einen Preiszerfall nach dem Initial Public Offering [IPO]. So verlor beispielsweise per 20. Februar 2013 der Aktienpreis von Renren Inc. 84 Prozent, der von Groupon Inc. 80 Prozent, der von Zynga Inc. 72 Prozent und der von Yandex N.V. und Facebook 32 Prozent gegenüber dem Eröffnungspreis beim Börsengang. Folglich stellt sich die Frage, ob Internetfirmen zum Zeitpunkt des IPO immer noch überbewertet sind und durch welche Ursachen diese allfälligen Überbewertungen zustande kommen. Die vorliegende Arbeit untersucht die möglichen Gründe und Probleme, die zu einer Überbewertung von Internetfirmen zum Zeitpunkt des IPO führen können.

Vorgehen

Die Ursachen für die angesprochene Bewertungsproblematik von Internetfirmen zum Zeitpunkt des IPOs soll anhand zweier Fallstudien untersucht werden. Der erste Teil dieser Arbeit verschafft einen Überblick über die bisherige Literatur zu diesem Thema und umfasst nicht nur die Bewertungsproblematik im Allgemeinen, sondern auch den Anreizkonflikt zwischen den involvierten Parteien beim IPO. Das Studium dieser Literatur zeigt, dass sich die Discounted Cash-flow Methode [DCF-Methode] sehr gut eignet, um Internetfirmen beim IPO zu bewerten. Beide Fallstudien werden mittels der oben genannten DCF-Methode zum Zeitpunkt des IPOs bewertet. Bei den untersuchten Internetfirmen handelt es sich um Groupon Inc. [GRPN] und Yandex N.V. [YNDX]. Es wird bewusst ein jüngeres Unternehmen (GRPN) und ein reiferes Unternehmen gewählt (YNDX), um auch Schwierigkeiten in der Bewertung festzustellen, die durch das Unternehmensalter verursacht werden. Um den IPO-Ausgabepreis des Prospectus möglichst genau nachvollziehen zu können, werden die Initialbewertungen mit den Daten aus dem IPO Prospectus der jeweiligen Firma durchgeführt. Folglich beruhen die Bewertungen hauptsächlich auf historische Zahlen und Prognosen. Durch eine Sensitivitätsanalyse der in diesen Fallstudien berechneten IPO-Ausgabepreise sollen auch andere mögliche Werte in Betracht gezogen werden. Danach werden allfällige Differenzen zwischen der Bewertung, dem Ausgabepreis des IPO Prospectus und dem Eröffnungspreis beim Börsengang analysiert. In einem weiteren Schritt wird dann der Verlauf des Aktienkurses nach dem Börsengang untersucht und mit der Entwicklung der Gewinnprognosen der IBES Analysten verglichen, um Erklärungen für den Aktienpreiszerfall zu finden. Durch eine zusätzliche, aktuelle Bewertung beider Fallstudien wird überprüft, inwieweit zu diesem aktuellen Zeitpunkt ein Fair Value des Aktienpreises gegeben ist. Zuletzt sollen in den Fallstudien die Werte und Prognosen der Bewertung mit den tatsächlichen Zahlen der Jahre 2011 und 2012

sowie den aktuellen Analystenprognosen verglichen werden, um Gründe für die Bewertungsproblematik von Internetfirmen beim IPO zu finden.

Resultate und allgemeine Beurteilung

Der hier berechnete IPO-Ausgabepreis ist in beiden Fallstudien tiefer als der IPO-Ausgabepreis des finalen Prospectus. Trotzdem zeigen Sensitivitätsanalysen, dass sich durch optimistischere Annahmen bezüglich des zukünftigen Wachstums und/oder mit der Annahme eines tieferen WACC für beide Firmen der IPO-Ausgabepreis rechtfertigen lässt. Der noch höhere Eröffnungskurs beim Börsengang beider Firmen lässt sich jedoch mit einer DCF Bewertung auch mit vernünftigen, angepassten Annahmen nicht nachvollziehen.

Die Fallstudie von GRPN zeigt, dass es schwierig ist, erwartungsgerechte Prognosen für Umsätze und Kosten zum Zeitpunkt des IPO zu stellen. Nichtsdestotrotz liegen im Falle von GRPN die prognostizierten Umsätze sehr nahe bei den tatsächlichen Umsätzen der Jahre 2011 und 2012 und den aktuellen Umsatzprognosen der IBES Analysten für die Jahre 2013 bis 2016. Die tatsächlichen Kosten sind jedoch wesentlich höher als in der Initialbewertung angenommen und sind sicher ein Grund für einen Teil des Preiszerfalls von GRPN. Ein weiterer Grund sind die kontinuierlich nach unten angepassten Gewinnprognosen der IBES Analysten.

Die YNDX-Fallstudie zeigt, dass dieses Unternehmen aufgrund seiner Reife wesentlich einfacher zu bewerten ist. Die prognostizierten Umsätze und Gewinne der Initialbewertung sind leicht zu pessimistisch im Vergleich zu den tatsächlichen Zahlen der Jahre 2011 und 2012 und den aktuellen Prognosen der IBES Analysten für die Jahre 2013 bis 2015. Um jedoch den IPO-Ausgabepreis des finalen Prospectus rechtfertigen zu können, mussten die Annahmen von YNDX und dem Finanzmarkt beim IPO wesentlich optimistischer sein als die aktuellen Analystenprognosen und die tatsächlichen Zahlen der Jahre 2011 und 2012. Die Gewinnprognosen der IBES Analysten wurden nämlich auch in diesem Fall im Verlauf der Zeit nach unten angepasst.

Der Grund für den hohen Eröffnungspreis beim Börsengang beider Firmen kann am besten mit der Theorie von Miller (1977) erklärt werden. GRPN und YNDX beschränkten den Anteil an handelbaren Aktien beim IPO auf fünf bzw. 16 Prozent. Durch ein Unterangebot an Aktien kommen möglicherweise nur die optimistischsten Investoren zum Zug, die auch bereit sind einen hohen Preis zu zahlen und so den Kurs der Aktie in die Höhe treiben. Erst mit der Zeit konvergieren die Erwartungen der Investoren und der Aktienpreis fällt langsam auf ein Fair Value Niveau zurück, wie der Kursverlauf und eine aktuelle Bewertung beider Firmen zeigen.

Diese Arbeit sollte weitere Erkenntnisse für die Berechnung des IPO-Preises von Internetfirmen liefern. Die Kombination von zu optimistischen Erwartungen der Internetfirmen selbst als auch der Analysten sowie ein Unterangebot an Aktien zum Zeitpunkt des IPO verursachen eine Überbewertung, die anschliessend eine Kurskorrektur auslöst, bis ein Fair Value erreicht wird. Ob dies auf die meisten Internetfirmen zutrifft, kann in dieser Arbeit nicht abschliessend beantwortet werden, da nur zwei Internetfirmen analysiert wurden. Jedoch hat diese Arbeit mögliche Ursachen und Schwierigkeiten der IPO-Bewertung von Internetfirmen aufgedeckt, die in zukünftigen Studien auf ihre Gültigkeit für andere Internetfirmen überprüft werden können.