

2019

# Schibsted

## Inhalt

- STAMMDATEN ..... 3**
- GESCHÄFTSMODELL / KURZHISTORIE ..... 5**
  - SCHIBSTED NACH DEM SPIN-OFF VON ADEVINTA..... 10
- INDUSTRIE PRIMER: ONLINE CLASSIFIED PORTALE..... 12**
- WEITERES ÜBERGEORDNETES THEMA: IN-MARKET KONSOLIDIERUNG..... 23**
- A. SCHIBSTED ..... 25**
  - NORDIC MARKETPLACES (23% VOM UMSATZ, 53% VOM EBITDA SCHIBSTED STAND-ALONE) ..... 26
  - NEWS MEDIA (58% VOM UMSATZ, 29% VOM EBITDA SCHIBSTED STAND-ALONE) ..... 32
  - FINANCIAL SERVICES (8% VOM UMSATZ, 14% VOM EBITDA SCHIBSTED STAND-ALONE)..... 35
  - GROWTH (11% VOM UMSATZ, 4% VOM EBITDA SCHIBSTED STAND-ALONE) ..... 36
- B. ADEVINTA..... 37**
  - FRANKREICH (50% VOM UMSATZ, 74% VOM EBITDA ADEVINTA STAND-ALONE) ..... 43
  - SPANIEN (26% VOM UMSATZ, 20% VOM EBITDA ADEVINTA STAND-ALONE) ..... 48
  - BRASILIEN (50/50 JV MIT NASPERS, 5% VOM UMSATZ, 0% VOM EBITDA ADEVINTA STAND-ALONE)..... 50
- FINANCIALS UND BEWERTUNG ..... 52**
  - PEERGROUP ..... 55

*Disclaimer: Diese Unterlage richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Eine Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.*

*Wichtiger Hinweis: Patient Capital ist ein EU-richtlinienkonformer Investmentfonds, der gemeinsam mit Covesto Asset Management aufgelegt wurde. Die Covesto Asset Management GmbH handelt als vertraglich gebundener Vermittler im Sinne des § 2 Abs. 10 Kreditwesengesetz (KWG) ausschließlich namens und auf Rechnung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, soweit sie Dienstleistungen erbringt, die der Anlageberatung im Sinne des § 1 Abs.1a Nr. 1a KWG zuzurechnen sind. Covesto Asset Management GmbH ist als vertraglich gebundener Vermittler der NFS Netfonds Financial Service GmbH in das öffentliche Register eingetragen, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geführt wird. Das Register können Sie einsehen unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de).*

*Die zur Verfügung gestellte Präsentation der NFS Netfonds Financial Service GmbH ist kostenlos. Sie enthält Inhalte externer Dritter, auf deren Inhalte die NFS Netfonds Financial Service GmbH keinen Einfluss hat. Die Inhalte der hier zusammen getragenen Darstellungen werden mit größter Sorgfalt zusammengetragen und erstellt. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier gepflegten Daten, ihres gesetzeskonformen Umfangs und ihrer Darstellung übernimmt die NFS Netfonds Financial Service GmbH indes keine Haftung. Die abgebildeten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch sollten allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Sie stellen insbesondere **keine Empfehlung**, kein Angebot, keine Aufforderung zum Erwerb/Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit von Transaktionen und auch nicht zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt als Werbemitteilung ausdrücklich **keine Finanzanalyse** dar. Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen.*

*Der Erwerb der hierin beschriebenen Wertpapiere kann und sollte ausschließlich auf Basis der im jeweiligen Prospekt enthaltenen Informationen erfolgen. Der Erwerb von Wertpapieren beinhaltet bestimmte Risiken, unter anderem Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle diese Risiken verstehen, bevor sie sich entschließen, in die hierin beschriebenen Wertpapiere zu investieren. Anleger sollten insbesondere unter Berücksichtigung ihrer Erfahrung, Ziele, finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Situation sorgfältig prüfen, ob die Wertpapiere für sie individuell geeignet sind. Bei Zweifeln sollten Anleger vor einem Investment entsprechende professionelle Beratung in Anspruch nehmen.*

*WARNHINWEIS: Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit erlaubt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Anlage in den Fonds unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere dem Wertpapierisiko. Der Wert einer Vermögensanlage kann sowohl steigen als auch fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Anleger den von ihnen investierten Betrag nicht vollständig zurückerhalten. Hinsichtlich einer ausführlichen Darstellung der mit einer Anlage in den Fonds verbundenen Risiken wird auf den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen verwiesen, die unter <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/> elektronisch zur Verfügung stehen.*

*Die NFS Netfonds Financial Service GmbH kann eigene wirtschaftliche Interessen an den Wertpapieren oder anderen in diesem Dokument beschriebenen Finanzinstrumenten oder mit diesen in Beziehung stehenden Finanzinstrumenten haben. Herausgeber ist die NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg.*

Weitere Informationen unter: [www.patient-capital.de](http://www.patient-capital.de)

## STAMMDATEN

Kerntätigkeit: Schibsted ist ein norwegischer Medienkonzern, dessen ursprüngliches Kerngeschäft in der Herausgabe der reichweitenstärksten Zeitungen Norwegens (Aftenposten und VG) und Schwedens (Aftonbladet) bestand. Seit der Jahrtausendwende hat sich Schibsted zu einem wichtigen Player im Bereich der europäischen Online-Classified-Portale gewandelt. Den Ausgangspunkt dieser Neuausrichtung markiert die Gründung von Finn (Norwegen) im Jahr 2000. Finn ist ein Online-Classified-Portal, das in Schibsteds Heimatmarkt Norwegen operiert und organisch aufgebaut wurde. Finn sollte Teile des historischen Print-Kerngeschäfts kannelalisieren, bevor dies ein externer Wettbewerber tun würde. Begleitet von deutlichem internen Widerstand zu Beginn des Projekts entwickelte sich Finn zum Monopolisten in Norwegen für sämtliche Classified-Verticals (sprich Real Estate, Cars, Jobs und C2C/Generalist). Dieser Aufstieg wurde begünstigt durch gekürzte Investitionen konkurrierender Anbieter nach dem Platzen der Dotcom-Blase ab März 2000. Nachdem Schibsted in Finn einen Gegenpol zum schrumpfenden Print-Geschäft erkannt hatte, begann das Unternehmen in weiteren europäischen Ländern marktführende Classified-Portale aufzukaufen oder aufzubauen (insbesondere in Schweden, Frankreich, Spanien und Brasilien). 2019 erfolgte dann ein Spin-Off sämtlicher Classified-Angebote – inklusive der drei Marktplätze Skandinaviens (Finn, Blocket, Tori) – in eine neue börsennotierte Gesellschaft mit dem Namen Adevinta, an der Schibsted 59,3% der Anteile hält. Das verbleibende Geschäft Schibsteds umfasst die folgenden vier Segmente a.) Nordic Marketplaces wie Finn und Blocket (53% EBITDA-Anteil Schibsted stand-alone) b.) News Media wie VG und Aftonbladet (29% EBITDA-Anteil Schibsted stand-alone), c.) Financial Services wie die Konsumentenkredit-Vergleichsplattform Lendo (14% EBITDA-Anteil Schibsted stand-alone) und d.) das Growth-Segment (4% EBITDA-Anteil Schibsted stand-alone), das insbesondere das historisch gewachsene Distributionsgeschäft beinhaltet, das früher für die Belieferung der Abonnenten in Norwegen mit Zeitschriften zuständig war (=Zeitungslieferanten), mittlerweile aber unter der Marke „helthjem“ immer stärker dazu genutzt wird, Pakete auszuliefern und abholen zu lassen. helthjem arbeitet in enger Kooperation mit dem von Finn betriebenen C2C-Marktplatz (der vergleichbar ist mit eBay-Kleinanzeigen in Deutschland) und soll den Nutzen für die Kunden erhöhen, die über den Marktplatz verkaufte/gekaufte Produkte von „helthjem“ abholen lassen/geliefert bekommen können.

Umsatz 2018 reported (Adevinta at 100%)	18,2 Mrd. NOK (1,9 Mrd. Euro)
davon Schibsted	12,5 Mrd. NOK (1,3 Mrd. Euro, 68% Umsatzanteil)
davon Adevinta	5,7 Mrd. NOK (0,6 Mrd. Euro, 32% Umsatzanteil)
Umsatz 2018 pro-forma (Adevinta at 59,3%)	16,1 Mrd. NOK (1,7 Mrd. Euro)
EBITDA 2018 reported (Adevinta at 100%)	3,3 Mrd. NOK (0,3 Mrd. Euro, 18% Marge)
davon Schibsted	1,8 Mrd. NOK (0,2 Mrd. Euro, 56% EBITDA-Anteil)
davon Adevinta	1,5 Mrd. NOK (0,2 Mrd. Euro, 44% EBITDA-Anteil)
EBITDA 2018 pro-forma (Adevinta at 59,3%)	3,0 Mrd. NOK (0,3 Mrd. Euro)
EBIT 2018 (ex. impairment loss)	2,5 Mrd. NOK (0,3 Mrd. Euro, 14% Marge)
Levered FCF 2018	1,0 Mrd. NOK (0,1 Mrd. Euro, 5% Marge)
Aktienanzahl Schibsted Class A	107,7 Mio. Stücke
Aktienanzahl Schibsted Class B	130,7 Mio. Stücke
Kurs Class A	274 NOK

Kurs Class B	259 NOK
Marktkapitalisierung	63,4 Mrd. NOK (6,3 Mrd. Euro)
net debt	cash-neutral
NI 2020e own estimate	1,5 Mrd. NOK (0,2 Mrd. Euro)
NI 2020e consensus	2,1 Mrd. NOK (0,2 Mrd. Euro)
Fwd. P/E 2020	42,3x (own estimate), 30,7x (consensus)
EBITDA CAGR19-23e own estimate	13% p. a.

## GESCHÄFTSMODELL / KURZHISTORIE

Die Gründung des Schibsted-Konzerns geht auf das Jahr 1839 zurück. Ursprünglich betrieb das Unternehmen eine (Zeitungs-)Druckerei, wandelte sich jedoch über vertikale Integration zu einem Herausgeber und Medienhaus. Ein Meilenstein in der Unternehmensgeschichte von Schibsted ist die Gründung der norwegischen Zeitung Aftenposten in 1860 durch Christian Schibsted. Aftenposten ist die heute reichweitenstärkste norwegische Zeitung mit einer Printauflage von 130 Tsd. Exemplaren ggü. der ebenfalls zu Schibsted gehörenden norwegischen #2 VG mit einer Printauflage von 65 Tsd. Exemplaren, die online jedoch deutlich mehr Abonnenten und Besucher zählt als Aftenposten. VG wurde 1966 akquiriert und entspricht vom Stil und Aufmachung her am ehesten der deutschen Bild-Zeitung. Eine weitere größere Akquisition im klassischen Medienbereich war die Übernahme der reichweitenstärksten Zeitung Schwedens Aftonbladet in 1996.

Nach fünf Generationen in Familienbesitz wurde Schibsted 1992 an die Börse gebracht. Nachfolger der Gründerfamilien halten heute über den **Tinius Trust** noch insgesamt 24,2% am Unternehmen und sind damit größter Aktionär von Schibsted.<sup>1</sup>

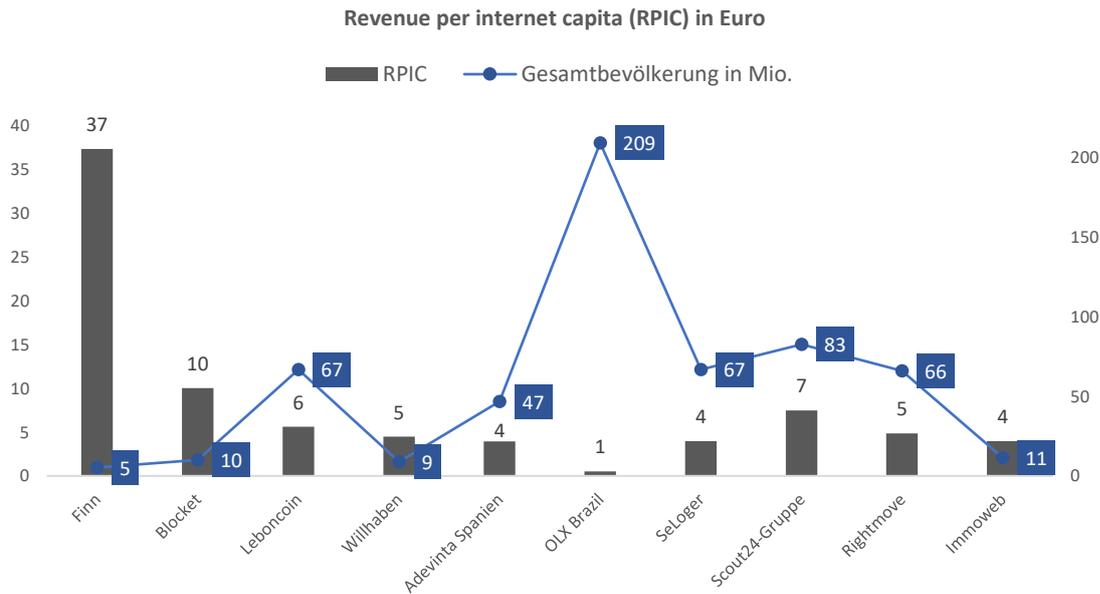
Um die Jahrtausendwende herum war Schibsted im Wesentlichen ein Printkonzern, dem ferner Randaktivitäten in der TV- und Filmproduktion gehörten sowie der skandinavische Internetseiten-Klon des amerikanischen Portals AOL mit dem Kürzel SOL (Scandinavia Online).

Das **Jahr 2000 stellt aus meiner Sicht einen wichtigen Wendepunkt in der strategischen Ausrichtung Schibsteds** dar, da hier zum einen das heute führende Classified-Portal Norwegens (Finn.no) von Schibsted gegründet wurde und zum anderen nach einem sich abzeichnenden Erfolg des ersten eigenen Classified-Portals und einem simultanen Rückgang des Printgeschäfts das Management die Notwendigkeit erkannte, in disruptive, digitale Geschäftsmodelle zu investieren und dafür Kapital aus Randaktivitäten freizusetzen. Ganz praktisch veräußerte Schibsted im Zuge eines IPOs seinen Anteil an Scandinavia Online (die Bewertung für SOL lag im Jahr 2000 bei einem Umsatz von 12 Mio. Euro bei über 600 Mio. Euro Marktkapitalisierung), vollzog einen Exit aus den Randaktivitäten lineares Fernsehen und Filmproduktion, verkaufte kleinere Tochtergesellschaften zuzüglich Immobilienvermögen in Skandinavien.

Die Gründung Finns ist rückblickend als großer Erfolg zu werten. 2018 erwirtschaftete Finn einen Umsatz von 190 Mio. Euro bei einer EBITDA-Marge von 45%. Damit weist Finn nach der – zugegeben kruden Vergleichskennzahl „Umsatz pro Internetnutzer“ – mit 37 Euro die höchste Monetarisierung seiner Nutzerschaft unter den gängigen europäischen Classified-Portalen auf (siehe Diagramm auf der nächsten Seite).

---

<sup>1</sup> Um genau zu sein, hält der Tinius Trust 26,2% der insgesamt 107,7 Mio. Class A Shares (10 Stimmrechte pro Aktie) und 22,6% der insgesamt 130,7 Mio. Class B Shares (1 Stimmrecht pro Aktie). Per Satzung darf kein einzelner Investor über mehr als 30% der Stimmrechte verfügen. Wer über 25% der Class A Aktien hält – dies ist derzeit nur für den Tinius Trust zutreffend – darf direkt einen Direktor ins Board of Directors entsenden



Der Umsatz pro Nutzer oder auch der Umsatz pro professionellem Kunde liegt bei Finn häufig >3x dem Niveau eines europäischen Wettbewerbers, wofür es im Wesentlichen drei Gründe gibt:

- Immobilienmakler oder Autohändler müssen in den meisten Ländern auf 2 bis 3 starken Classified-Portalen inserieren. In Norwegen hat Finn dagegen fast 100% Marktanteil und es gibt keine starke #2
- Ferner dominiert Finn nicht nur ein Vertical (wie Rightmove das Real Estate-Vertical in UK), sondern ist unangefochtener Marktführer in allen vier wichtigen Classified-Kategorien (sprich Jobs, Cars, Real Estate und Generalist/C2C)
- Zuletzt ist Norwegen ein Land mit hohen Immobilienpreisen und hohem GDP per capita

Finns Gründung war innerhalb des Konzerns zu Beginn sehr umstritten und fiel in die Zeit, in der Schibsted außerhalb des traditionellen Mediengeschäfts mit Online-Geschäftsmodellen zu experimentieren begann. Der damalige CEO von Schibsted, Kjell Aamot (CEO von 1989 – 2010), trieb das Vorhaben jedoch stetig voran und beteiligte alle norwegischen Zeitungen innerhalb des Schibsted-Konzerns am neuen Start-Up, sodass diese im Falle einer erfolgreichen Kannibalisierung ihres Kleinanzeigengeschäfts durch die Anteile an Finn einen Ausgleich erfahren würden. Zunächst war Finn lediglich eine PDF-Version der Anzeigenteile aus den Print-Zeitungen, die online verfügbar gemacht wurde. Sie war weder durchsuch- noch modifizierbar und weit entfernt von den Funktionalitäten des heutigen Portals. Um die neue Marke Finn bekannter zu machen, druckten sämtliche norwegische Zeitungen innerhalb des Schibsted-Konzerns das Finn-Logo auf ihre Anzeigensektionen. Auch heute nutzt Schibsted regelmäßig die Reichweite seiner Zeitungen und Classified-Portale, um neue Venture-Marken bekannt zu machen.

Die Gründungsgeschichte von Finn ähnelt einem bekannten Muster beim Aufbau später starker Geschäftsmodelle, nämlich der **Etablierung eines neuen Marktführers durch ein Konsortium**

**eigentlich konkurrierender Unternehmen.**<sup>2</sup> Die Ausgangsbasis für solch eine Allianz unter Konkurrenten ist, dass alle beitragenden Unternehmen bei Gründung signifikant am neuen Unternehmen beteiligt werden. Ein Beispiel für ein solches Projekt ist neben Finn z. B. auch die Pionierzeit VISAs (die Umwandlung von closed-loop (BankAmericard) zu open loop) sowie die Gründung Markits, Rightmoves oder Verisks. Nach jahrelangem Schutz des neu gegründeten Unternehmens vor sonstigen Konkurrenten durch die beitragenden Unternehmen sind die Netzwerkeffekte und der Nutzen des neu geschaffenen Angebots so hoch, dass die ursprünglich beteiligten Unternehmen häufig einen lukrativen Exit via IPO vollziehen. Anschließend nehmen sie nur noch die Rolle der Lieferanten ein und nicht mehr die der Eigentümer.

Das nach einem IPO freier agierende Unternehmen erhöht im nächsten Schritt rasch die Preise bis zu einem Punkt, wo sich die beitragenden Unternehmen aus Protest zur Formierung eines neuen Konkurrenzangebots entscheiden (siehe hierzu u. a. die Praxisfälle onthemarket.com oder CurrentC, weiter unten). Während solche Neugründungen dann häufig in kurzer Zeit die Angebotsseite eines zweiseitigen Netzwerks sehr gut kopieren, bleibt die Nutzerzahl/Audience auf der Nachfrageseite regelmäßig hinter den Erwartungen zurück. Die Nachfrageseite sieht häufig keinen Anreiz, zu einem technisch maximal gleich guten Konkurrenzprodukt zu wechseln.

Aus diesem Zusammenhang heraus floriert der Marktführer häufig auch dann weiter, wenn „genervte“ Alteigentümer ihr Angebot auf einer Alternativplattform bündeln und drohen, es dem bestehenden Marktführer zu entziehen. Prominente Beispiele hierfür sind das 2015 in UK gestartete Immobilien-Classified onthemarket.com, das von denselben Maklern gegründet wurde, die zuvor Rightmove gegründet hatten und beim Rightmove-IPO ihre Anteile veräußerten. Onthemarket.com erreichte zwar schnell genauso viele Inserate wie Rightmove, konnte jedoch kaum Wohnungssuchende auf die Plattform bringen. Ähnlich voraussehbar scheiterte das von den größten Einzelhändlern der USA initiierte Zahlungssystem CurrentC, das einzig und allein den Zweck verfolgte, die Payment-Kosten für Händler zu senken, für Kunden jedoch keine Vorteile mit sich brachte.

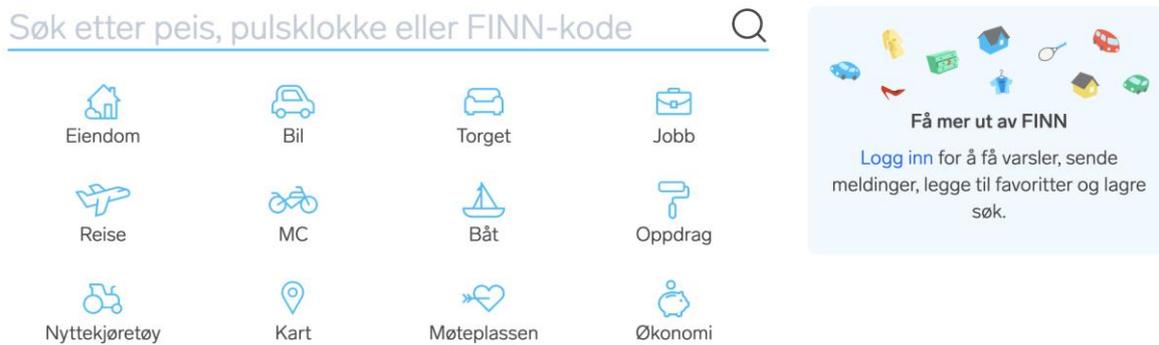
In meinem Gespräch mit Schibsted wurden bezüglich der positiven Entwicklung von Finn einige organisatorische Schritte angemerkt, die den Erfolg des disruptiven Geschäftsmodells begünstigten. So residierte Finn ursprünglich als Tochtergesellschaft von Schibsteds größter Zeitung im selben Bürogebäude wie Aftenposten, wobei es hier bei zunehmender Größe des Start-Ups die erwartbaren Probleme ohne lokale Trennung vom Konzern gab (Neid, Verteilungskämpfe, ineffiziente Meetings, keine freie Entfaltungsmöglichkeit des Start-Ups usw.).

Aus diesem Grund wurde Finn nach einiger Zeit in ein eigenständiges Büro verlagert. Da nach dem Platzen der Dotcom-Blase einige Konkurrenten in dem strategisch eher unwichtigen norwegischen Markt mit lediglich 5 Mio. Einwohnern ihre Marketing-Investitionen zurückfuhren, während Finn diese erhöhte, etablierte sich Finn immer stärker als Marktführer in sämtlichen vier Classified-Kategorien (C2C/Generalist, Jobs, Autos, Real Estate) mit heute

---

<sup>2</sup> In diesem Fall den traditionellen (Zeitungs-)Verkäufern von Kleinanzeigen

nahezu 100% Marktanteil (Screenshot der Website mit Auswahlmöglichkeiten für die Verticals siehe nachfolgend).



Populære annonser



Finn scheint meiner Recherche nach eine vernünftige Unternehmenskultur entwickelt zu haben. Finn hat zeitnah nach Gründung eine interne App (Finnopp) entwickelt, um Ideen der Mitarbeiter besser selektieren und voranzutreiben zu können. Am Markt verfügbare Softwareprodukte waren für Finn zu Beginn teilweise zu teuer oder boten nicht den benötigten Funktionsumfang. Gute Vorschläge von Mitarbeitern können innerhalb der App „hochgevotet“ werden und die beste Idee zur Verbesserung des Kundenerlebnisses erhält jedes Jahr einen signifikanten Bonus in Höhe von 0,5 Mio. Euro für die „innovation of the year“ (siehe nachfolgendes Zitat aus dem Mitarbeiterstab).

*„Twice a year every individual gets feedback based on how they have adhered to Finn’s four values (Precision, Drive, Spirit, Tolerance). Feedback is given by colleagues in the same team and the team manager, both in writing and orally. Oral feedback is given in group sessions facilitated by an external consultant. Every team member gets feedback from the rest of the team on what is good and what should be improved. The value “Tolerance” is used to create a good atmosphere for constructive feedback.*

*Once a year we organize a party called FINN Awards where prizes are given to teams or individuals in different categories, one being “Innovation of the year”. The values are used as a part of the evaluation criteria in every category.*

*To have an external benchmark on how we succeed in building a healthy corporate culture we have participated in Great Place to Work for the last eight years. GPTW measures elements like autonomy, freedom and influence, important building blocks for an innovative culture. We have succeeded in becoming the Greatest Place to Work twice (2011 and 2012) in Norway and have been listed top 4 in 2006-2010. 95% of all employees say they are looking forward to go to work every day.”*

Finn schreibt offene Stellen zum Teil unter der Position des „Innovationskatalysators“ aus und beschäftigt sich regelmäßig damit, welche künftigen Entwicklungen für Finn selbst zum Problem werden könnten.

Nach dem Erfolg von Finn versuchte Schibsted umgehend, das Portal in das Nachbarland Schweden auszurollen. **Dort konnte Finn jedoch den Traffic-Marktführer Blocket nicht übertrumpfen.** Blocket war eine *sehr* simpel gestaltete Kleinanzeigen-Seite ähnlich zu Craigslist in den USA und wurde von einer einzelnen Person, Henrik Nordström, in einer entlegenen Region Schwedens programmiert. Dennoch war der Traffic-Vorteil von Blocket in Schweden bereits so groß, dass es Schibsted nicht möglich war, organisch im Nachbarland zur #1 aufzusteigen. Da Schibsted Blocket nicht überholen konnte, akquirierte der Konzern das schwedische Unternehmen in 2003 und nutzte es anschließend als Blaupause für einen Rollout in Dutzende neue Länder.<sup>3</sup>

Motiviert durch den Erfolg von Finn und Blocket in Skandinavien zwischen 2000 und 2003 startete Schibsted eine Classified-Offensive. Neue Portale auf Basis des Blocket-Konzepts wurden in 38 neuen Märkten ausgerollt. Heute existieren davon noch etwa die Hälfte der Webseiten und Schibsted musste einige kostspielige Lektionen im globalen Wettbewerb erfahren. Während es heute „common sense“ ist, dass ein führendes Portal (i.e. >2x Traffic vs. #2) quasi niemals von einem neu in den Markt kommenden Portal überholt wird, versuchte Schibsted zu Beginn mitunter bereits etablierte Marktführer anzugreifen und fuhr dadurch Millionenverluste in diesen Märkten ein. Heute würde Schibsted organisch in keinen Markt mehr eintreten, wo bereits ein sehr etablierter Marktführer vorherrscht.

Diese erhöhte Rationalität zeigte sich zuletzt in 2014 im brasilianischen Markt, wo sich das Unternehmen jahrelang mit Naspers in einem Ausgabenkampf um die Marktführerschaft in dem bevölkerungsreichen Land mit 209 Mio. Einwohnern befand, der erst durch die Gründung eines JV in 2014 beendet wurde. Heute gibt es außerhalb Skandinaviens im Grunde keine Risikomärkte im Portfolio mehr. Die jahrelangen Start-Up-Verluste auf Konzernebene haben sich *massiv* reduziert (2016: -80 Mio. Euro, 2018: -40 Mio. Euro, 2019e: -10 Mio. Euro). Von den ehemals 38 penetrierten Märkten, ist Adevinta heute in noch 16 Märkten aktiv und hat seine Aktivitäten überall dort eingestellt, wo die Chancen nicht ausreichend groß waren. Der Chairman von Schibsted gibt an, **Credo des Unternehmens sei es stets gewesen, nach Möglichkeiten zu suchen, zweistellige Mio.-Beträge (Euro) in Fehlschläge zu investieren, solange daraus gleichzeitig dreistellige Mio.-Gewinne resultieren** wie beispielsweise in Frankreich.

Im französischen Markt landete Schibsted mit dem Roll-out einer umbenannten Blocket-Version in 2006 unter dem Brand leboncoin einen großen Überraschungserfolg. Die Seite wurde bis 2010 als Joint Venture mit Spir Communication betrieben, bevor dieser Partner herausgekauft wurde und hat sich seitdem zum eindeutig führenden Classified-Portal in Frankreich entwickelt. Betrachtet man die monatliche Besucherzahl in Frankreich, so wird

---

<sup>3</sup> der größte Erfolg Schibsteds außerhalb Skandinaviens in Form der Etablierung von leboncoin als Marktführer in Frankreich geht auf die Code-Basis von Blocket zurück

leboncoin lediglich von den vier Seiten Wikipedia, YouTube, Facebook und Google übertrumpft. Leboncoin hat in Frankreich gleich viele monatliche Besucher wie Amazon.

Schibsteds CFO geht davon aus, dass leboncoin seinen derzeitigen RPIC langfristig auf das Niveau von Blocket steigern wird (entspricht Faktor 2x gegenüber dem 2018er-Wert von 5,5 Euro). Diese Entwicklung bei leboncoin würde bei einem konstanten 59,3%-Anteil Schibsteds an Adevinta m. E. allein einen Anstieg des den Schibsted-Aktionären zurechenbaren EBITDA von 320 Mio. Euro in 2019e um 100 Mio. Euro auf 420 Mio. Euro (+31%) implizieren.

Großes Wachstumspotenzial besteht ferner in Brasilien seit der Verbrüderung mit dem ehemals schärfsten Widersacher Naspers. Das Land hat mit 209 Mio. Einwohnern etwa 20x die Größe Schwedens bei einem GDP per Capita auf Höhe von etwa 1/5 des schwedischen Niveaus (10 Tsd. USD per Capita in Brasilien vs. 50 Tsd. USD per Capita in Schweden). Sollte sich der RPIC langfristig 1/5 des Werts von Blocket annähern, würde diese Entwicklung bei OLX Brasilien unter Annahme eines konstanten 59,3%-Anteils Schibsteds an Adevinta einem Anstieg des den Schibsted-Aktionären zurechenbaren EBITDA von 320 Mio. Euro in 2019e um 60 Mio. Euro auf 380 Mio. Euro (+19%) gleichkommen.

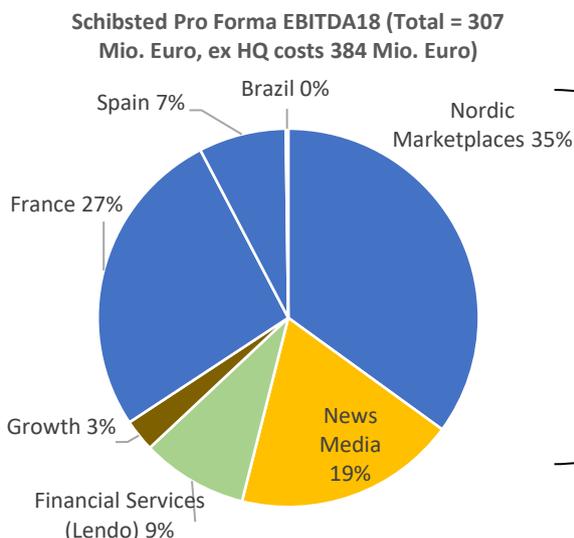
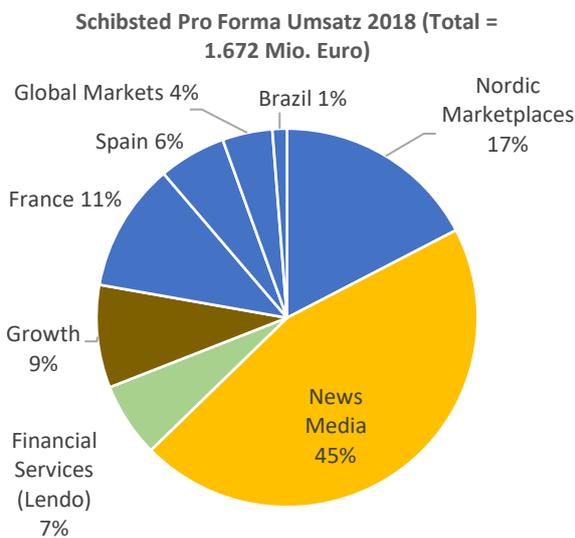
**Damit haben die beiden Länder Brasilien und Frankreich durchgerechnet auf die EBITDA-Ansprüche der Schibsted-Aktionäre das Potential, das EBITDA mittel- bis langfristig von 320 Mio. Euro in 2019e um 160 Mio. Euro (+50%) auf 480 Mio. Euro zu erhöhen.** Meine Erwartung an das Pro Forma EBITDA in 2023 von Schibsted beträgt inklusive der restlichen Aktivitäten rd. 500 Mio. Euro, was einer **EBITDA-CAGR19-23 von 13% entspricht und einem Schibsted Fwd. P/E für das Jahr 2023e von 24,8x.**

In einem kurzen Zwischenfazit kann man an dieser Stelle festhalten, dass 1.) die guten Entwicklungsmöglichkeiten des Unternehmens vielen Marktteilnehmern bereits bekannt sind und außerdem zur Kenntnis nehmen, dass 2.) **Schibsted in der jüngeren Vergangenheit erfolgreich Reallokationsentscheidungen getroffen hat** und ab 2000 umfangreich Kapital aus Randaktivitäten freisetzte, um neben Naspers zu einem der globalen Online-Classified-Marktführer aufzusteigen.

### Schibsted nach dem Spin-Off von Adevinta

Im April 2019 hat Schibsted sämtliche Classified-Aktivitäten außerhalb Skandinaviens in die neue börsennotierte Gesellschaft Adevinta eingebracht. An Adevinta hält Schibsted 59,3% der Aktien. In der neuen Schibsted-Einheit verbleibt vor allem das Geschäft mit den drei skandinavischen Classified-Portalen Finn, Blocket und Tori sowie das Zeitungsgeschäft. Adevinta beinhaltet im wesentlichen leboncoin in Frankreich, Infojobs und Coches in Spanien sowie OLX Brazil, das 50/50 Joint Venture mit Naspers (siehe Tabelle auf der nächsten Seite).

Konzernaufstellung Schibsteds nach Spin-Off Adevinta in 2019, 2018er-Zahlen		
	<b>Schibsted</b>	<b>Adevinta</b>
main operating units	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nordic Marketplaces (Finn, Blocket, Tori)</li> <li>News Media</li> <li>Venture-Portfolio inklusive der Konsumentencredit-Vergleichsplattform Lendo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>36 Online-Classified-Portale in 16 Ländern mit einer Gesamtbevölkerung von 800 Mio., wichtigste Assets sind leboncoin in Frankreich, Infojobs und Coches in Spanien sowie OLX in Brasilien</li> </ul>
ownership Schibsted	100%	59,3%
Umsatz stand-alone	1.302 Mio. Euro	590 Mio. Euro
EBITDA stand-alone	191 Mio. Euro	151 Mio. Euro
EBITDA-Margin	15%	25%
normalized D&A	4% of sales	4% of sales
<b>EBIT-Margin</b>	<b>11%</b>	<b>21%</b>
<b>reported figures 2018</b>		
Umsatz	1.892 Mio. Euro (Adevinta at 100%)	590 Mio. Euro
EBITDA	342 Mio. Euro	151 Mio. Euro
EBITDA-Margin	18%	25%
<b>pro forma figures 2018</b>		
Umsatz	1.672 Mio. Euro (Adevinta at 59,3%)	624 Mio. Euro
EBITDA	307 Mio. Euro	195 Mio. Euro
EBITDA-Margin	18%	32%



ca. 70% of profits aus Classifieds  
20% aus News

### INDUSTRIE PRIMER: ONLINE CLASSIFIED PORTALE

Führende Online-Classified-Geschäftsmodelle sind häufig sehr profitable Unternehmungen, da sie im klassischen Sinne von **Netzwerkeffekten auf regionaler Ebene** profitieren. Der First Mover in einer bestimmten Kategorie schafft es häufig, seine Marke im Bewusstsein der Konsumenten fest zu verankern, sodass diese über einen langen Zeitraum hinweg als Referenzmarktplatz für die jeweilige Kategorie angesehen wird.

Ganz praktisch denken Wohnungssuchende in UK intuitiv an Rightmove, wenn ein Umzug bevorsteht. In Deutschland denken sie an Immobilienscout24 und in Frankreich an Leboncoin. Die Marktführerschaft beim Traffic inne zu haben, bedingt, dass die meisten Makler auf dem führenden Portal inserieren wollen, da sie hier die meisten aktiv auf Wohnungssuche befindlichen Nutzer finden. Die meisten Interessenten suchen wiederum auf dem Portal, wo die meisten Listings vorhanden sind und außerdem die Usability gut ist. Diese wechselseitige Beziehung zwischen den Interessen der Makler auf der einen und den Suchenden auf der anderen Seite zementiert häufig die Marktführerschaft desjenigen Classified-Portals, das frühzeitig einen signifikanten Traffic-Vorsprung aufbauen kann (gemeint ist damit ein Vorsprung der #1 um >1,7x-2,0x vs. #2). Vergleicht man die **Bedeutung der beiden Netzwerkseiten (Suchende und Anbieter, Nachfrage und Angebot) hinsichtlich Liquidität und Attraktivität des Marktplatzes, so gilt → Traffic ist wichtiger als Listings.**

Five Forces im Classified-Geschäft am Beispiel des Real-Estate Verticals	
Lieferanten	Lieferanten sind die Nutzer, die die Leads für die Makler darstellen. Fragmentiert. Im Prinzip haben die Lieferanten keine (monetären) Wechselkosten. In der Praxis gibt es durch die Marktführerschaft bei der Anzahl an Listings jedoch einen Anreiz, als primäre Station bei der Immobiliensuche das führende Classified-Portal anzusteuern (in Deutschland Immobilienscout24, in UK Rightmove und in Frankreich leboncoin). In Deutschland besuchen nach Schätzungen des Scout24-Managements 50% aller Endkunden, die an Immobilien interessiert sind, ausschließlich IS24. 20% besuchen ausschließlich die #2 im Markt Immowelt und 30% besuchen beide Portale. Rightmove geht davon aus, dass das eigene Portal etwa 75% der insgesamt auf den Top-4-Portalen verbrachten Zeit repräsentiert. Frankreichs #1-Portal (bezogen auf den Traffic) ist leboncoin mit rd. 11 Mio. UMV ggü. 5 Mio. UMV bei SeLogger
Kunden	Immobilienmakler. Fragmentiert. Etwa 30.000 Makler gibt es in Deutschland, davon rd. 18.000 mit relevanter Größe (>5 Listings). In UK und Frankreich gibt es jeweils ca. 25.000 Immobilienmakler. Die regionalen Traffic-Marktführer wie RMV, IS24 oder LBC stellen für Makler den wichtigsten Kanal dar, um Internetnutzer, die auf der Suche nach einer Immobilie sind, effizient zu adressieren. Jedes Listing der Makler wird bei IS24, RMV oder LBC von mehr Nutzern gesehen als auf irgendeiner konkurrierenden Classified-Seite
Wettbewerb	Typischerweise ist der relevanteste Wettbewerber für die Traffic-Marktführer das am zweitmeisten besuchte Classified-Portal. Die #2 im deutschen Markt ist das Portal Immowelt, das vor dem Zusammenschluss mit Immonet durch groß angelegte Werbekampagnen auffiel. An der relativen Traffic-Positionierung zur #1 hat dies bislang jedoch nichts geändert (IS24 hat weiterhin ca. 1,8x so viele UMV wie IWH). Springer hat Ende 2016 das Ziel kommuniziert, bei IWH die EBITDA-Marge von 20% auf 40% in 2019 zu erhöhen. Die

	<p>Voraussetzung dafür muss ein Umfeld steigender ARPUs sein und in der Tat konnte Immowelt (ARPU in 2016: 252 Euro ggü. 332 Euro in 2018, CAGR: +15%) nicht nur den Umsatz pro Kunde erhöhen, sondern ebenfalls das Margenziel von 40% ein Jahr früher als prognostiziert erreichen (IWH EBITDA-Marge in 2018: 42% ggü. 68% bei IS24). Die #2 bezogen auf den Real Estate-Traffic in UK ist Zoopla und in Frankreich SeLogger (SeLogger ist dabei <b>das einzige mir bekannte Real Estate-Portal das trotz signifikant weniger Traffics mehr Umsatz als der Traffic-Marktführer generiert</b>). Neben den genannten vertikalen „Runner-Up“-Portalen sind weitere relevante Wettbewerber für die Marktführer horizontale Portale wie eBay Kleinanzeigen in Deutschland, Craigslist in den USA oder Facebook-Marketplace in diversen europäischen Märkten wie Spanien oder Frankreich. In Bezug auf die Anzahl professioneller Immobilien-Listings spielen horizontale Anbieter jedoch häufig keine bedeutende Rolle. Sie fokussieren sich vielmehr auf P2P-Transaktionen zwischen ihrer bestehenden Nutzerbasis und forcieren nicht den Aufbau eines eigenen Vertriebsteams zur Penetration gewerblicher Makler. Zusammenschlüsse von Maklern (wie in Deutschland geschehen unter <a href="http://ivd24immobilien.de">ivd24immobilien.de</a> oder in UK unter <a href="http://onthemarket.com">onthemarket.com</a>) haben m. E. nur geringe Erfolgchancen, wenngleich sie eine Seite des Netzwerkeffekts (Listings) häufig hervorragend erschließen</p>
<p>Substitute</p>	<p>Eine mögliche Gefahr für die Profitabilität im Kerngeschäft eines Classified-Portals stellt die Tendenz zu immer stärkerer Aggregation im Tech-Bereich dar. Ein Substitut für den Erstbesuch auf <a href="http://immobilienscout24.de">immobilienscout24.de</a>, <a href="http://rightmove.co.uk">rightmove.co.uk</a> oder <a href="http://leboncoin.fr">leboncoin.fr</a> könnte der Besuch eines Crawlers / Aggregators nach der Funktionsweise des Unternehmens Trovit oder Indeed (im Job-Bereich) sein. Final wäre es auch für die globalen Tech-Unternehmen wie Alphabet (siehe Google for Jobs), Facebook (siehe Zumper-Integration in FB Marketplace) oder Amazon (Rezensionen für Automodelle als erster Schritt zur Verlagerung des Nutzerverhaltens beim Gebrauchtwagenkauf) möglich, die heute führenden Classified-Portale anzugreifen</p>
<p>Eintrittsbarrieren</p>	<p>Mittel bis Hoch. Es sind zwei Seiten nötig, um einen gleichermaßen liquiden Marktplatz anzubieten wie IS24, RMV oder LBC – die Makler aber eben auch die monatlichen Besucher. Während z.B. der Maklerzusammenschluss <a href="http://onthemarket.com">onthemarket.com</a> nach dem Start in 2015 rasch eine respektable Anzahl an Listings aggregiert hat, gibt es für die Nutzer keinen triftigen Grund, ihre Gewohnheit zu ändern und nicht mehr beim Marktführer zu suchen, solange der neue Wettbewerber keinen hinreichend großen Mehrwert aufzeigen kann (hier unterscheidet sich CarGurus Eintritt in den USA, die nicht einfach nur einen Listing-Klon aufgebaut haben, sondern als wesentlichen USP das neue Feature des Deal Indicators / Instant Market Values zeigen). Der Traffic als zweites wichtiges Element bleibt bei Neugründungen häufig signifikant hinter den Erwartungen zurück. Letztlich gilt für den Erfolg die Beziehung, dass der Traffic wichtiger ist als die Listings und hier genießen die Platzhirsche den Vorteil, dass sie ihre Marke teils über fast zwei Jahrzehnte bei den Konsumenten bekannt machen konnten. Aufgrund der höheren Profitabilität können sie deutlich mehr in Werbung und eine bessere Usability investieren und dadurch mehr Kontaktpunkte zum eigenen Produkt schaffen als neu in den Markt kommende Unternehmen. <a href="http://onthemarket.com">onthemarket.com</a> hat zwar laut CFO von</p>

	RMV sogar leicht <i>mehr</i> Listings als RMV, aber keinerlei Traffic-Bedeutung, da das Portal für die Nutzer keinen Mehrwert aufzeigen kann und primär aus der Überlegung heraus geschaffen wurde, die Kosten für die Makler zu senken
--	---

## Vergleich führender Real Estate-Classifieds in Grafiken

*"We haven't discovered a single instance where a market leader in a classifieds segment – once established – has been displaced."*

- Blake Kleinman, Partner bei Hellman&Friedman<sup>4</sup>

Wenngleich es meines Erachtens einen Ausreißer aus der Beobachtungsreihe von Hellman&Friedman gibt,<sup>5</sup> kam es in der Vergangenheit in der Tat reihenweise zu gescheiterten Markteintrittsversuchen hochdekoriert globaler Tech-Unternehmen, die sich lokalen Classified-Seiten geschlagen geben mussten. Hierzu zählen u. a.:

- die Kapitulation von EBay vor leboncoin in Frankreich. EBay hatte die Marketingausgaben in Frankreich während der Finanzkrise heruntergefahren und musste 2013 den uneinholbaren Netzwerkeffekt-Vorteil von leboncoin eingestehen und schloss in der Konsequenz die französische Kleinanzeigensektion komplett
- Im Dezember 2009 veröffentlichte **Google UK die Meldung, man würde künftig Immobilieninserate auf Google Maps anzeigen. Die RMV-Aktie verlor daraufhin innerhalb eines Tages 10%** und Marktbeobachter gingen davon aus, dass die Auswirkungen auf RMV massiv sein würden: *„It will certainly blow Rightmove out of the water. You can only get your property listed on that site if you are an estate agent - what Google will do is level the playing field and they are doing it for free“*. Tatsächlich ist der Versuch von Google in UK komplett gescheitert und konnte den Wohnungsinteressenten keinen echten Mehrwert zu RMV aufzeigen
- Google Trader – ein Kleinanzeigenservice in Ghana, Nigeria, Kenia und Uganda – wurde in 2013 eingestellt. Google gab jedoch an, sich in diesen Märkten lieber auf das Kerngeschäft (Search) fokussieren zu wollen und nach eigenen Angaben zielte der Classified-Markteintritt von vornherein nur darauf ab, die im Traffic leicht führenden Classifieds wie Tonaton in Ghana (Kinnevik) oder OLX in Nigeria (Naspers) zu Marketing- und Entwicklungsinvestitionen in ihre Angebote anzuregen (um die Internetnutzung in afrikanischen Märkten generell zu kultivieren). Nachdem dies passierte, zog sich Google zurück
- Neben potenten Tech-Unternehmen scheitern regelmäßig Händlerverbände in ihren Bestrebungen, die Marktführer abzulösen (ivd in Deutschland, onthemarket.com in UK, Gebrauchtwagenhändlerverband in Schweden u. a.)

Die Wettbewerbsstärke führender Online-Classifieds hat sich bisher häufig als höher herausgestellt, als viele Marktbeobachter dies in der Vergangenheit annahmen. Für die bekanntesten marktführenden Classified-Portale im Immobilienbereich lassen sich im globalen Vergleich einige Gemeinsamkeiten feststellen aber auch Unterschiede (siehe nachfolgende Grafiken).

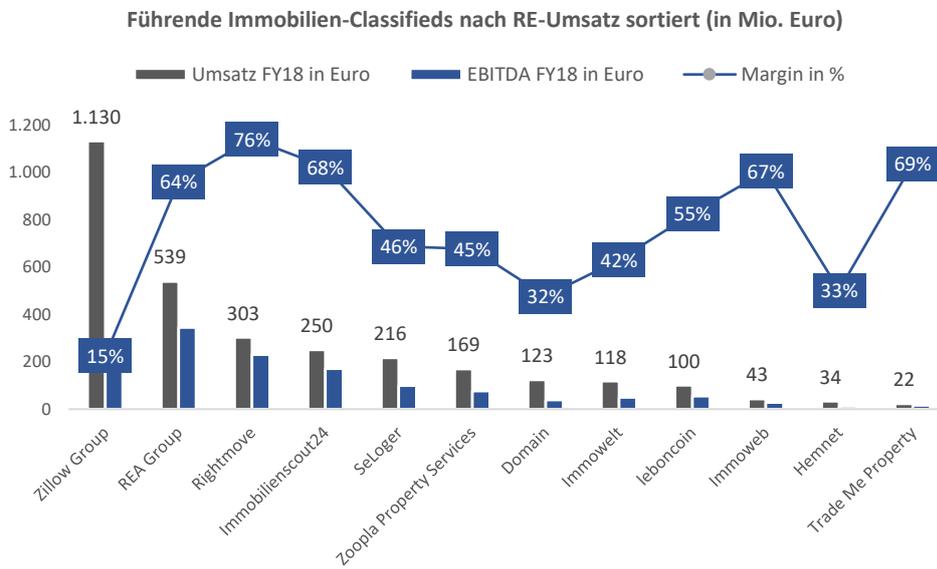
---

<sup>4</sup> ehemaliger PE-Eigentümer von Scout24 sowie 2018 erfolglos im Übernahmeveruch der Trade Me Group und 2019 bei einer erneuten avisierten Übernahme von Scout24)

<sup>5</sup> in Form der Traffic-Wachablösung von Autotrader USA durch CarGurus

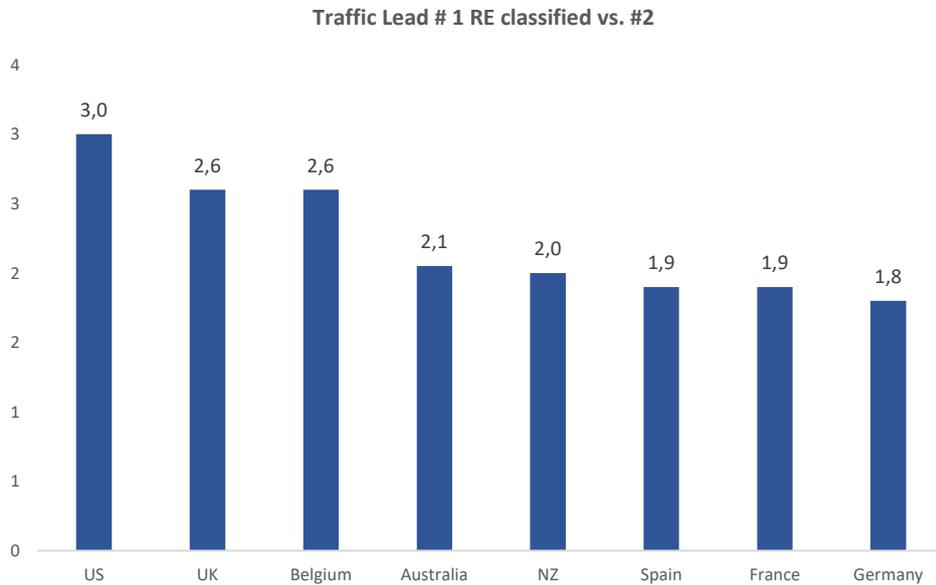
**Umsatz**

Beim Umsatz zeigt sich Zillow im globalen Vergleich mit über 1 Mrd. Euro Umsatz im Kerngeschäft (Immobilien-Classified-Marktführer in den USA) als das umsatzstärkste Portal. Das Geschäftsmodell wird derzeit jedoch durch den Einstieg in den An- und Verkauf von Häusern geändert und kapitalintensiver/margenschwächer. Das englische Runner-Up-Portal Zoopla erzielt im Kerngeschäft mit Immobilien-Classifieds mit 169 Mio. Euro nur noch rd. 50% seines Konzernumsatzes, während die verbleibenden 50% aus akquirierten Tarifwechsel- und Preisvergleichsportalen stammen, die wiederum Leads aus dem Kerngeschäft erhalten. Das kleinste Classified-Portal, für das Geschäftsdaten zugänglich sind, ist das Immobilien-Vertical des horizontalen Marktführers in Neuseeland Trade Me Group (2019 übernommen durch den PE-Investor Apax Partners) mit rd. 22 Mio. Euro Umsatz im Immobilienbereich (siehe Abbildung).



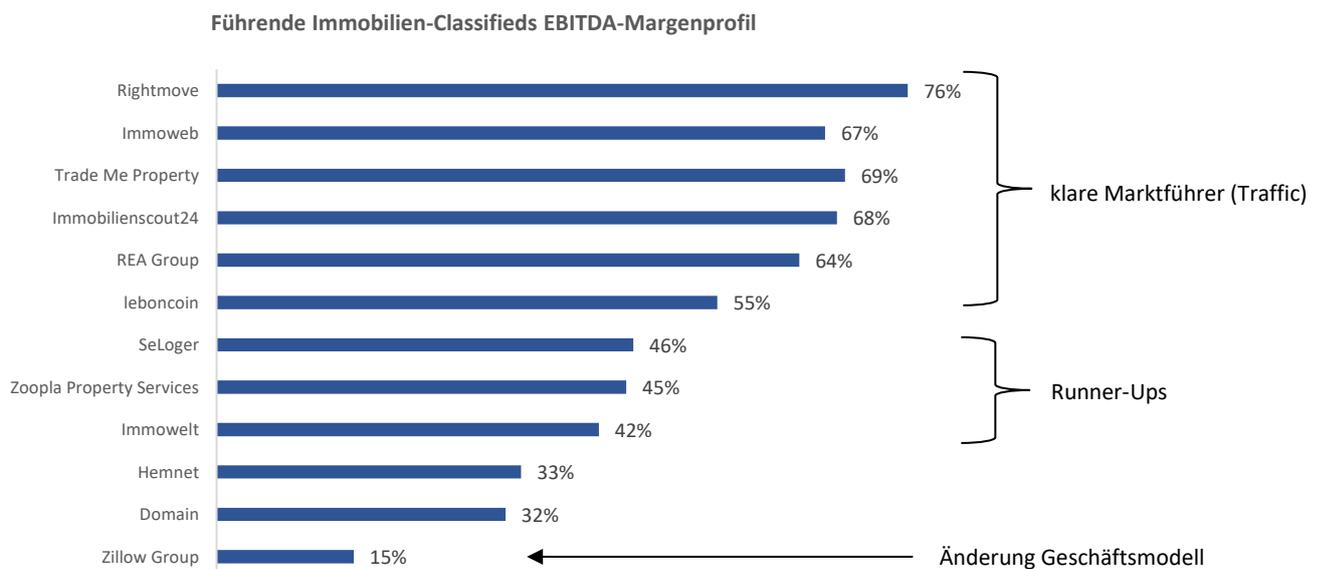
**Traffic-Vorteil**

Die klarste Marktführerschaft beim Traffic zwischen der #1 und #2 zeigt sich in den USA, UK und Belgien. Ein Abstand von mindestens 1,7x zwischen der #1 zur #2 charakterisiert häufig einen klar verteilten Markt.



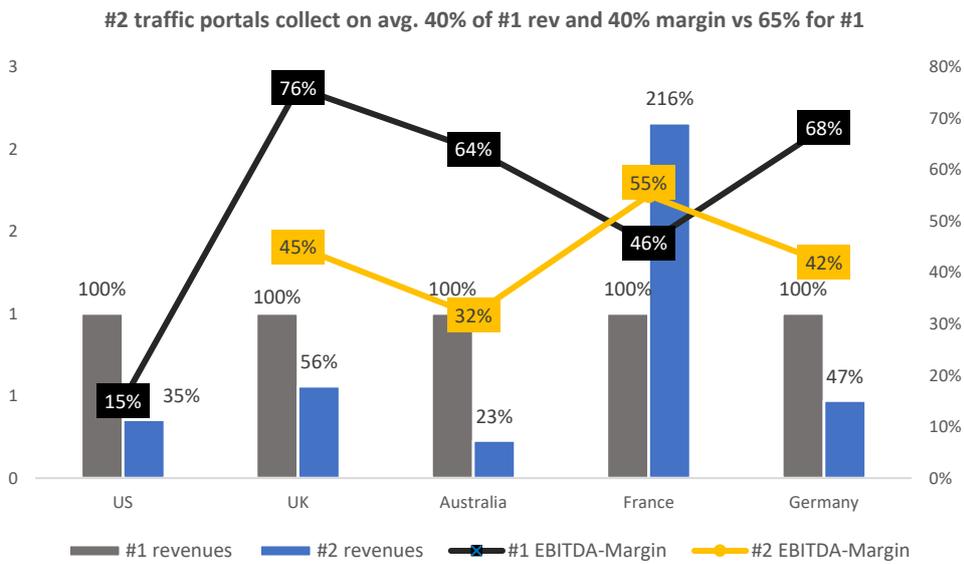
**Profitabilität**

Eine klare Marktführerschaft beim Traffic führt stets zu mehr **Leads pro Listing** und damit einer höheren Abschlusschance für den Makler (=Provisionserhalt). Diesen Vorsprung bei den Leads lassen sich die führenden Classified-Portale teuer bezahlen, sodass bei einer hohen Fixkostenstruktur die #1 einen deutlich höheren ARPU abschöpfen kann als die #2 und die EBITDA-Marge der #1 die Marge der #2 im Regelfall um mehrere 10PP übersteigt.



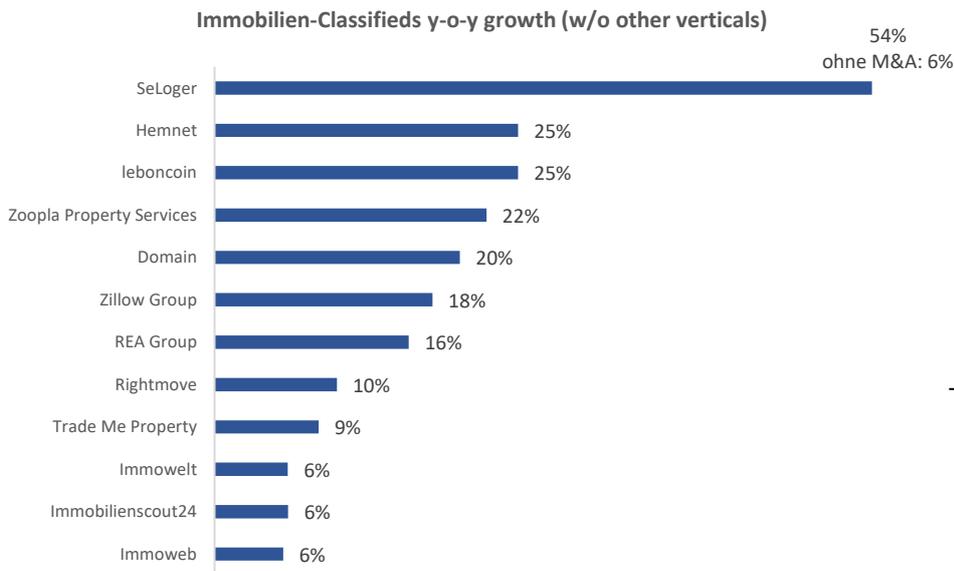
Margenunterschied #1 vs. #2

Stark verallgemeinert gilt folgende Daumenregel: die #2 erzielt aufgrund geringer Leads pro Listing und einhergehend weniger Preissetzungsmacht gegenüber den Maklern etwa 40% der Umsätze des #1-Portals. In Verbindung mit einem hohen operativen Hebel im Geschäftsmodell sowie unbedeutenden Kosten, einen inkrementellen Suchenden mit einem Anbieter zusammen zu bringen, generiert die regionale #1 regelmäßig EBITDA-Margen zwischen 65-70%, während sich die #2 im Bereich von 30-40% einpendelt. Die #3 erreicht häufig maximal den Break-Even. Frankreich ist der einzige Markt wo das Verfolger-Portal momentan deutlich mehr Umsatz erwirtschaftet als die #1.



### Wachstum

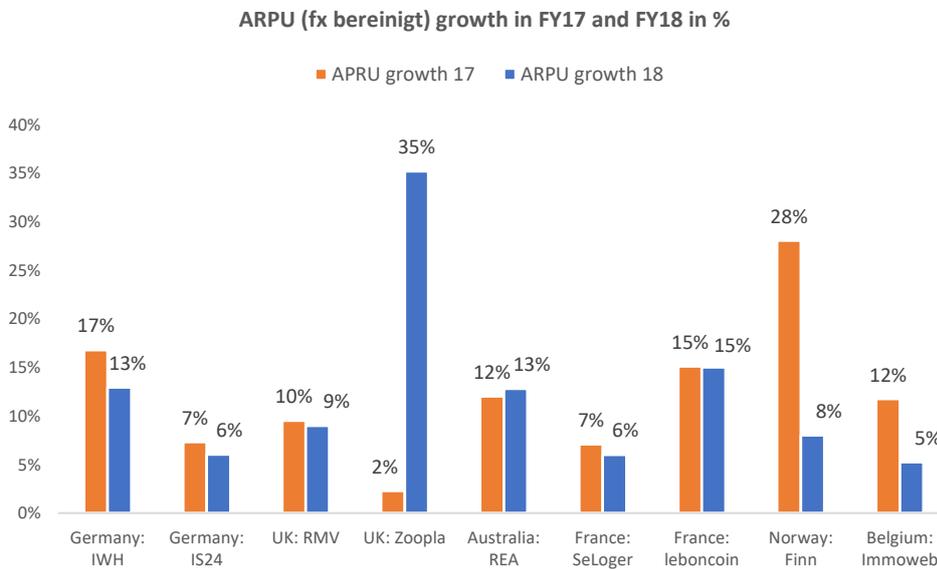
Betrachtet man die organische Wachstumsrate, so zählen leboncoin und die australischen Classifieds (REA und Domain) zu den wachstumsstärksten Immobilien-Classifieds auf der Welt. **Australien und Neuseeland sind bei ihren überdurchschnittlich hohen Wachstumsraten und ARPUs jedoch als Sonderfälle einzustufen.** In beiden Ländern zahlen die Immobilienverkäufer die Werbeausgaben komplett selbst, sodass die Makler keinen echten Anreiz haben, diese nach unten zu verhandeln. Sie reichen die Werbekosten einfach 1:1 durch an die Verkäufer, während in fast allen anderen Ländern auf der Welt die Makler die Werbekosten selbst tragen und deutlich schärfer verhandeln.



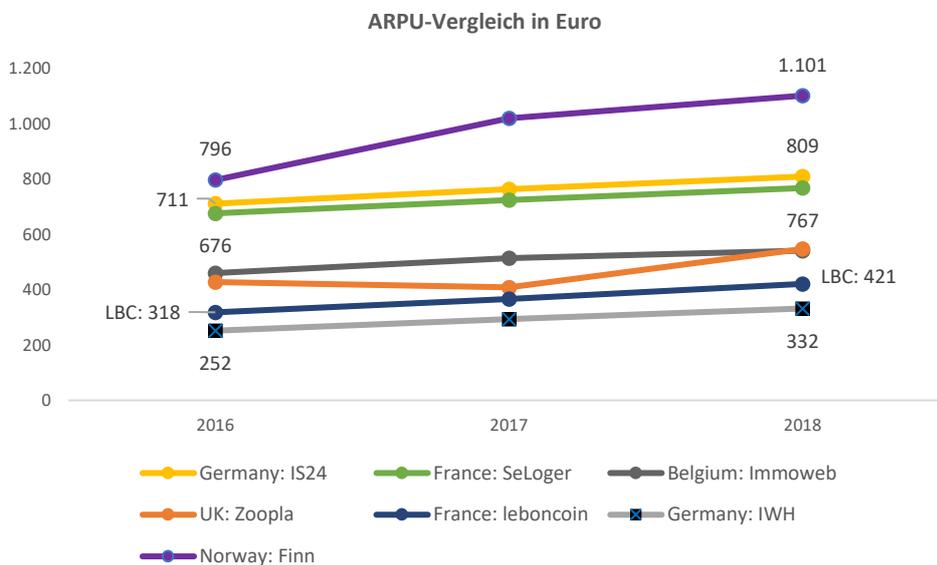
klare Marktführer in reifen Märkten mit rd. 100% Kundenpenetration haben Probleme, weiter >10% zu wachsen

ARPU

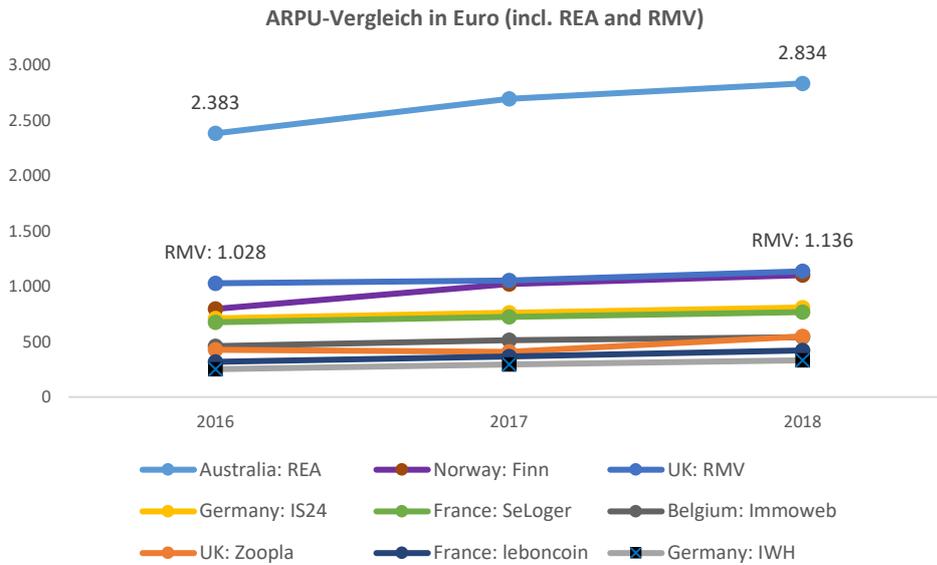
Die hohe Preissetzungsmacht der führenden Portale zeigt sich in den **jährlichen, erheblichen Preiserhöhungen** zwischen 5 und 15%. leboncoin zeigt hier konstant hohe Wachstumsraten von rd. 15% p. a.



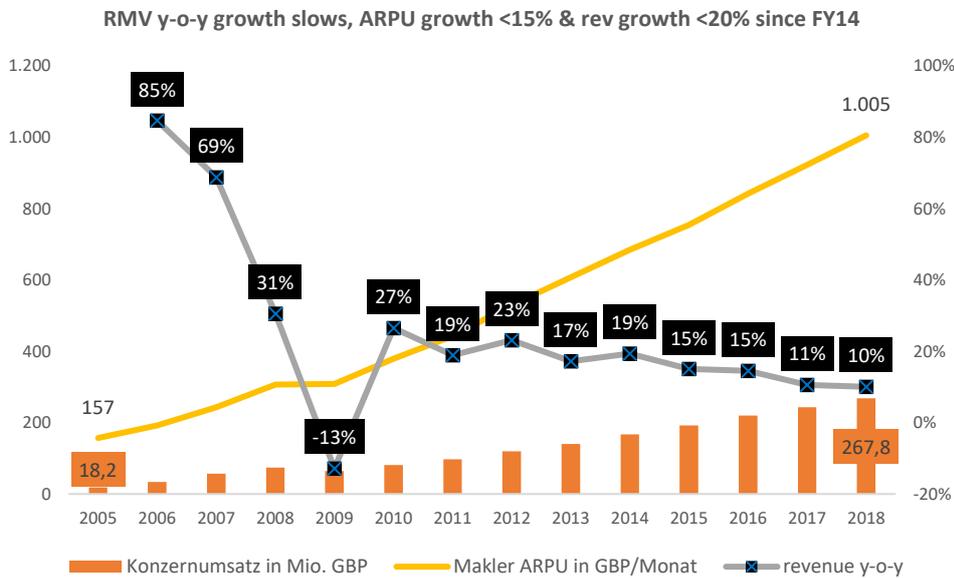
Mit 767 Euro/Monat liegt der ARPU bei SeLoger noch etwa 80% über dem von leboncoin (2018: 421 Euro).

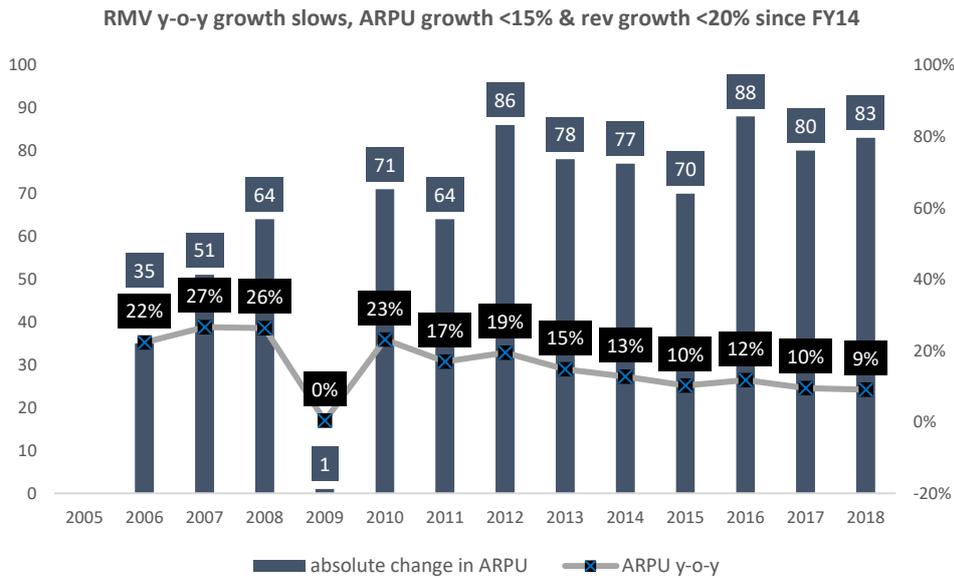


Die geringere Verhandlungsmacht der Kunden in Australien in Verbindung mit einem sehr hohen durchschnittlichen Häuserpreis führen zu einem ARPU auf Seiten von REA, der für europäische Peers nicht erreichbar ist. Die europäischen Marktführer in der Monetarisierung der Immobilienmakler sind Finn und Rightmove mit durchschnittlichen Erlösen pro Maklerbüro von >1.000 Euro.

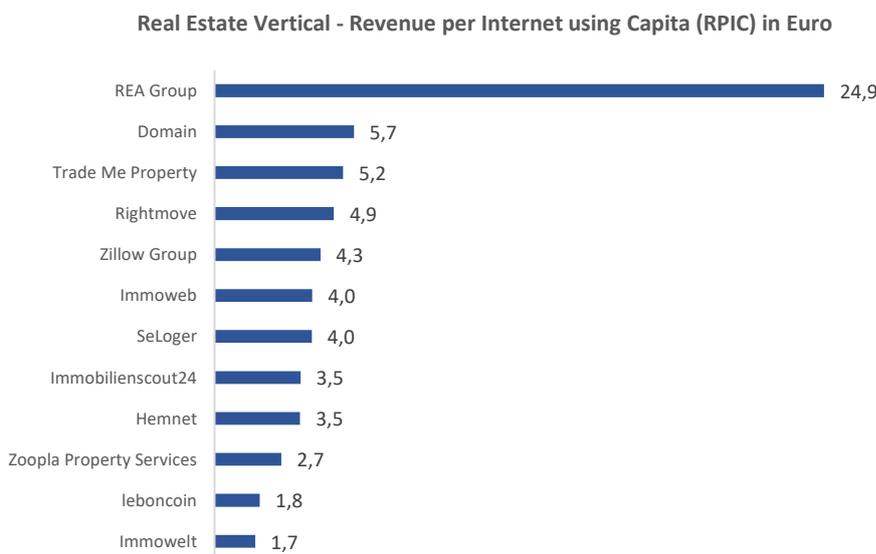


Rightmove als einer der europäischen Spitzenreiter hat den ARPU zwischen 2005 und 2018 etwa versechsfacht (CAGR: 15%), stößt mittlerweile jedoch an Grenzen, dieses Tempo fortzuführen. In den vergangenen Jahren wuchs Rightmove eher in Höhe eines *absoluten* anstatt eines *prozentualen* Delta von 80 GBP pro Jahr. Seit 2014 wächst RMV deshalb „nur“ noch mit 10-15% im Umsatz.





**Zwischenfazit:** Um den Vergleich der bedeutenden Real Estate-Portale abzuschließen, kann man festhalten, dass 1.) die Monetarisierung pro Einwohner in Australien aufgrund der beschriebenen Besonderheiten am höchsten ausfällt. 2.) Gegenüber SeLogger zeigt leboncoin m. E. deutliches Aufholpotenzial im ARPU und Umsatz. Im internationalen Vergleich sollte es leboncoin unter den Marktführern in etablierten Märkten am leichtesten fallen, weiterhin zweistellig im Makler-ARPU zu wachsen. 3.) Rightmove zeigt „nur“ noch ein ARPU-Wachstum im hohen einstelligen Prozentbereich und gehört mit einem RPIC von knapp 5 Euro zu den reiferen europäischen Portalen mit der am weitesten vorangetriebenen Monetarisierung der Kundenbasis.



## WEITERES ÜBERGEORDNETES THEMA: IN-MARKET KONSOLIDIERUNG

Eine weitere Beobachtung aus meinen Gesprächen mit Classified-Unternehmen über die vergangenen Jahre ist die sukzessiv anziehende **Aktivität im Bereich Fusionen und Übernahmen**. Während in der vergangenen Dekade die **möglichst vollständige Penetration der Kundenbasis sowie kontinuierliche Preissteigerungen die zentralen Themen** innerhalb der Industrie waren, haben viele reife Portale mittlerweile einen Punkt erreicht, wo im Grunde alle Makler oder Gebrauchtwagenhändler an das Portal angeschlossen sind und die ARPU-Steigerungsraten zurückgehen.

Würden sich in so einem Fall die #1 und #2 zu einem Merger entscheiden, wären die Kostensynergien erheblich (vor allem Marketing und Vertrieb). Aus diesem Grund gab es bereits mehrere erfolgreiche Zusammenschlüsse eines #2-Portals und #3-Portals (z. B. Immonet und Immowelt in Deutschland oder kürzlich SeLoger und Logic-Immo). Fusionen zwischen einer #1 und #2 könnten dagegen trotz eines absolut betrachtet niedrigen Umsatzniveaus von Wettbewerbsbehörden untersagt werden.<sup>6</sup> In meinem Gespräch mit Schibsted ging das Unternehmen davon aus, dass eine hypothetische Fusion zwischen leboncoin und SeLoger in Frankreich kartellrechtlich untersagt werden würde.

Die industrielle Logik für einen solchen Schritt wäre allerdings überzeugend, da die positiven Einsparungspotenziale sich in der Vergangenheit nicht nur auf dem Papier abspielten, sondern ebenfalls in der Praxis gehoben werden konnten. Im Falle von Immowelt steigerte das Unternehmen den ARPU post merger von 252 Euro auf 332 Euro innerhalb der zwei Jahre 2016 bis 2018. Die EBITDA-Marge des Verbunds erhöhte sich im selben Zeitraum von 20% auf 42%. Beim Merger der beiden führenden C2C-Portale in Russland, Avito.ru und Slando.ru kam es nach dem Merger in 2013 zu einer Verdoppelung der Umsätze in 2014 von 75 Mio. USD auf 150 Mio. USD und Erzielung einer EBITDA-Marge in 2014 von 50%, wohingegen Avito pre merger defizitär war (entspricht folglich einem 1:1 drop-through des inkrementellen Umsatzes in 2014). Ferner hat seit dem Merger von bomnegocio und OLX in Brasilien der neue Verbund den Break-Even erreicht und die Verlustzone verlassen.

Neben diesem steigenden Interesse strategischer Käufer, nimmt simultan das Übernahmeinteresse auf Seiten von **Private-Equity-Käufern zu, die zuletzt bereit waren, 20x EV/EBITDA bzw. >30x LTM P/E für Akquisitionen in diesem Bereich zu bezahlen** (siehe Tabelle auf der nächsten Seite). Damit steigt die Anzahl potentieller Käufer im gesamten Sektor.

---

<sup>6</sup> In Deutschland fallen Fusionen zweier Marktführer mit kumuliert unter 500 Mio. Euro Umsatz unter keinerlei Prüfungspflicht durch das Kartellamt

M&A-Aktivität im Classified-Sektor steigt						
Jahr	Target	Käufer	EV in Mio. Euro	EV/rev TTM	EV/EBITDA TTM	Kommentar
2019	Scout24	H&F	5.700	10,7x	19,7x	Zweites Angebot nicht erfolgreich
2019	Avito	Naspers	3.427	12,1x	20,1x	Naspers kauft 29%-Anteil von Minderheiten
2019	Schibsted Spanien	Schibsted	980	6,3x	21,3x	Schibsted kauft letzten 10%-Anteil von Minderheiten
2019	Scout24	H&F	5.300	9,9x	18,3x	Erstes Angebot nicht erfolgreich
2018	Trade Me Group	Apax Partners	1.617	10,9x	16,7x	Übernahme + Delisting
2018	Zoopla	Silver Lake	2.500	9,0x	22,8x	Übernahme + Delisting
2017	Logic-Immo	Axel Springer	105	1,4x		
2017	AvendreAlouer	Schibsted				
2017	Habitaclia	Schibsted				
2017	OLX Brazil	Schibsted				Kauft weiteren 25%-Anteil für 450 Mio. Euro
2016	Car & Boat Media	Axel Springer				Springer kauft 39%-Anteil von SPIR
2015	Avito		2.700		22,0x	Naspers stockt um 60%-Anteil auf
2015	ImmoWeb	Axel Springer	238	7,2x	10,8x	
2014	Yad2	Axel Springer	165	9,0x		
2014	Car & Boat Media	Axel Springer	141			Springer kauft 51% von SPIR
2012	Totaljobs	Axel Springer	132			
2012	SeLoger	Axel Springer	641	7,8	14,6x	
2011	Leboncoin	Schibsted	400		18,8x	
2010	Car & Boat Media	SPIR	120		9,0x	
2009	Stepstone	Axel Springer	311	2,5x	19,8x	

## A. SCHIBSTED

Nach der vorangestellten Einführung in die Industrie und die Stimmungslage im M&A-Umfeld, dienen die nachfolgenden Abschnitte der Beleuchtung der Konzernaktivitäten innerhalb von Schibsted. Auf Teil A. Schibsted folgt später Teil B. Adevinta, der die operativen Tätigkeiten innerhalb der kürzlich abgespaltenen Einheit Adevinta skizziert.

Schibsted stand-alone adressiert mit seinen Tochtergesellschaften exklusive Adevinta primär die Bevölkerung in Skandinavien (ca. 20 Mio. Einwohner). Seit dem Spin-Off von Adevinta verbleiben innerhalb von Schibsted wesentlich die beiden Online-Classified-Portale Finn (Norwegen) sowie Blocket (Schweden) als Umsatz- und Ergebnistreiber (siehe nachfolgende Abbildung).

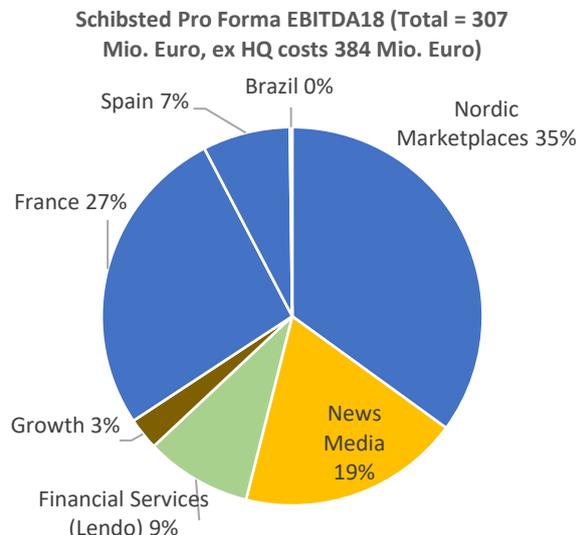
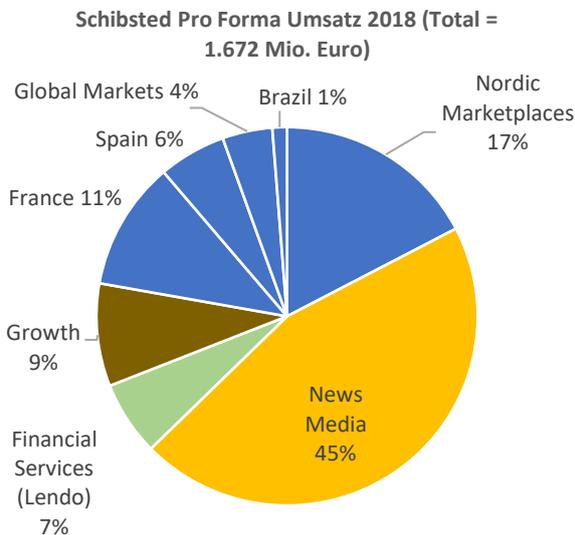
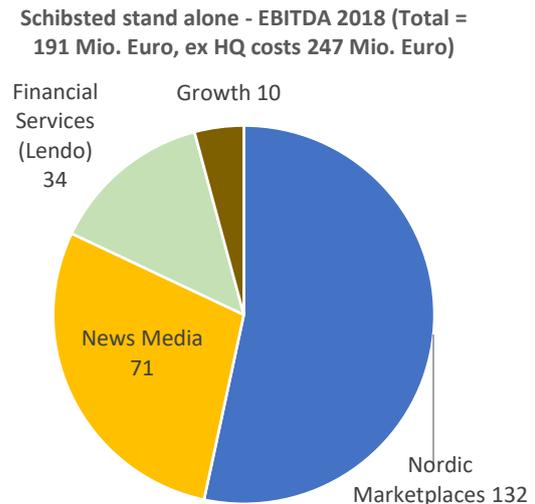
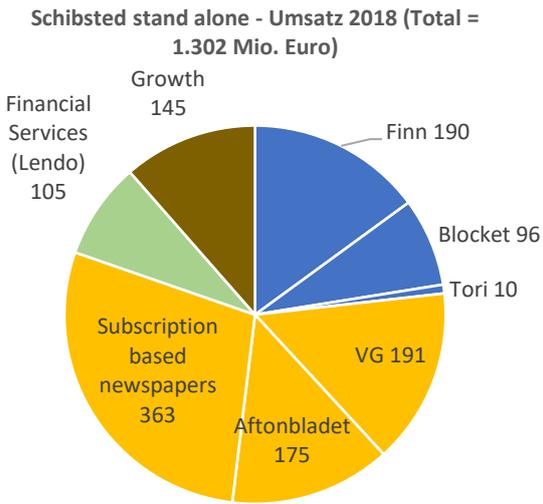
Schibsted's business areas

Nordic Marketplaces	News Media	Next	
Finn.no, Blocket.se and Tori.fi - the clear leaders in digital marketplaces in the Nordics with deeply entrenched market positions in verticals, generalist marketplaces and adjacent business areas	VG, Aftenposten, and other regional and local news organizations in Norway (e.g. Bergens Tidende, Stavanger Aftenblad and Fædrelandsvennen)  Aftonbladet and Svenska Dagbladet in Sweden	<b>Financial Services</b>	<b>Growth</b>
		Lendo, Bynk, Hypoteket and other operations within personal finance and fintech, with international potential	Exciting portfolio of digital services ventures aiming to disrupt existing and future markets (e.g. Mittanbud, Prisjakt, Servicefinder, Hygglo)

Schibsted hat ab dem Jahr 2000 umfangreich Kapital durch den Verkauf von Randaktivitäten freigesetzt, um nach dem initialen Erfolg von Finn das Portfolio an Online-Classified-Geschäftsmodellen anorganisch (z. B. in Form der Blocket-Übernahme in 2003) und organisch (z. B. in Form des Roll-outs von leboncoin auf Basis von Blocket in 2006) zu vergrößern. Heute allokiert das Unternehmen seine Entwicklungsressourcen nach dem Google-Modell 70/20/10, i. e. 70% in das Kerngeschäft mit Kleinanzeigen, 20% in angrenzende Bereich wie zugehörige Services (Finanzierungsangebote, Preisvergleichsplattformen) und 10% in gänzlich neue Ventures.

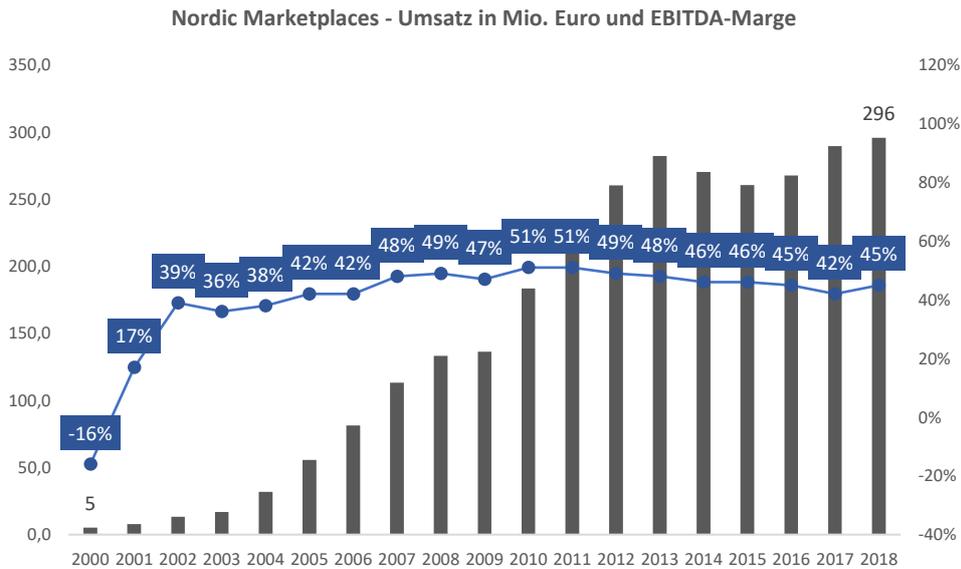
Das verbleibende Geschäft von Schibsted exklusive Adevinta umfasst heute vier Segmente (siehe Diagramm auf der nächsten Seite):

- Nordic Marketplaces wie Finn und Blocket (53% EBITDA-Anteil von Schibsted stand-alone)
- News Media wie VG und Aftonbladet (29% EBITDA-Anteil von Schibsted stand-alone)
- Financial Services wie die Konsumentenkredit-Vergleichsplattform Lendo (14% EBITDA-Anteil von Schibsted stand-alone)
- Growth, das insbesondere das historisch gewachsene Distributionsgeschäft beinhaltet, das früher für die Belieferung der Abonnenten in Norwegen mit Zeitschriften zuständig war (=Zeitungslieferanten), mittlerweile aber unter der Marke „helthjem“ immer stärker dazu genutzt wird, Pakete auszuliefern und abzuholen (4% EBITDA-Anteil von Schibsted stand-alone)



**Nordic Marketplaces (23% vom Umsatz, 53% vom EBITDA Schibsted stand-alone)**

Die Classified-Portale in Skandinavien repräsentieren einen Umsatz von 296 Mio. Euro in 2018 und erwirtschafteten im abgelaufenen Geschäftsjahr ein EBITDA von 132 Mio. Euro (45% EBITDA-Marge). Sie machen damit 53% vom EBITDA vor Zentralkosten von Schibsted stand-alone aus. Im Hinblick auf das Pro Forma EBITDA von Schibsted inklusive einem 59,3% Anteil an Adevinta machen die **Nordic Marketplaces 35% des Ergebnisses aus und sind damit per abgelaufenem Geschäftsjahr ein gleich großer Werttreiber wie sämtliche Classified-Angebote von Adevinta, die in Summe ebenfalls 35% des Pro Forma Ergebnisses ausmachen.** Innerhalb der Nordic Marketplaces ist Finn (Norwegen) der größte Umsatzbringer mit 65% Umsatzanteil, gefolgt von Blocket in Schweden mit 32% Umsatzanteil. Tori spielt nur eine untergeordnete Rolle mit 3% Umsatzanteil. Seitdem Finn und Blocket eine kritische Größe erreicht haben, bewegt sich die EBITDA-Marge der Nordic Marketplaces beständig zwischen 45% und 50% (siehe nachfolgende Abbildung).



Der oben gezeigte Umsatzrückgang (in Euro) ab 2013 resultiert allein aus dem Umrechnungseffekt durch Abwertung der Norwegischen Krone in den vergangenen Jahren (2013 1 Euro = 7,8 NOK, 2018 1 Euro = 9,6 NOK). In lokaler Währung wäre der Gesamtumsatz der Nordic Marketplaces in jedem Jahr leicht gestiegen (2014: +2%, 2015: +3%, 2016: +7%, 2017: +9%, 2018: +5%).

In den Jahren 2014 und 2015 kam es unter Investoren zu der Besorgnis, dass nach über 15 Jahren im Markt Blocket und Finn eine Sättigung erreicht hätten und weitere Preiserhöhungen schwer durchsetzbar seien. In der jüngeren Vergangenheit haben jedoch sowohl Blocket als auch Finn angrenzende Kunden-Services wie Finanzierungsangebote mit in ihr Angebot integriert und konnten dadurch wieder steigende Umsatzraten zeigen.

Die Grundstrategie der skandinavischen Classified-Portale ist dieselbe, die Schibsted bzw. Adevinta heute ebenfalls in aufstrebenden Märkten verfolgen: Zunächst wird ein kostenfreies C2C-Angebot geschaffen (vergleichbar zu Ebay-Kleinanzeigen in Deutschland), das für einen initial hohen Traffic sowie erste Listings sorgen soll. Gleichzeitig werden Anfangsverluste vor allem durch hohe Werbeausgaben in Kauf genommen. Sobald eine kritische Masse an Traffic erreicht wird, beginnt Schibsted/Adevinta vertikale Suchangebote einzuführen und implementiert einen Bezahlmechanismus für gewerbliche Händler und Makler (so jüngst geschehen in Brasilien, wo OLX erst seit 2016 Gebühren von Gebrauchtwagenhandlern und Immobilienmaklern fordert).

Das Basisangebot (C2C) bleibt dauerhaft kostenfrei, jedoch können auch Privatinsurgenten dafür bezahlen, ihr Listing zu highlighten oder weiter oben in den Ergebnissen anzeigen zu lassen (Visibilitatsprodukte). In einem reifen Stadium einer Homepage wird außerdem der Traffic durch das Schalten von Displaywerbung monetarisiert.

Die stärkste Marktposition der Classified-Portale innerhalb des Segments Nordic Marketplaces besitzt Finn, das in Norwegen als Monopolist agiert. Blocket ist das Runner-Up-Portal in Schweden im Bereich Real Estate (klarer Marktführer ist Hemnet), in allen sonstigen

Verticals jedoch der #1-Anbieter. Tori besitzt lediglich eine Randbedeutung für Nordic Marketplaces (siehe nachfolgende Abbildung).



Die Nordic Marketplaces machen insgesamt 53% des EBITDA von Schibsted stand-alone aus und pro forma zusammen mit Adevinta 70% des Konzern-EBITDA. Betrachtet man die Verticals genauer, wird deutlich, dass **Real Estate und Cars pro forma ungefähr einen gleich großen Umsatzanteil an sämtlichen Classified-Umsätzen haben von jeweils 26%** (siehe nachfolgende Tabelle).

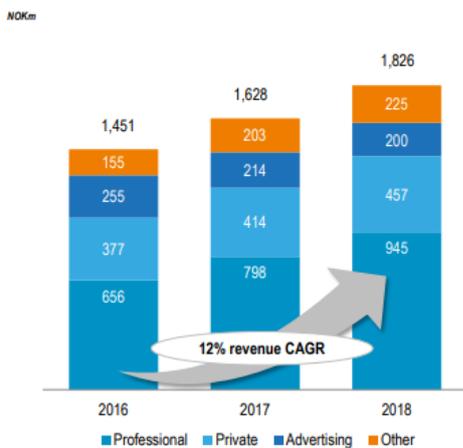
Ich persönlich halte das Real Estate Vertical allgemein für das lukrativste Vertical, da die Inserate jedes Mal einzigartig sind und der Hauskauf zudem eine teure und von hohen Wechselkosten geprägte Investitionsentscheidung ist, bei der Such- und Entscheidungsprozesse wichtiger sind als beim Autokauf. Zuletzt zeigt Real Estate wenig Gefahr durch technologische Veränderungen abgelöst zu werden (anders als das Cars-Vertical). Die Automobilangebote dürften pro forma etwa 15-18% vom Konzern-EBITDA repräsentieren, was in Bezug auf meine Risikotoleranz für dieses Geschäft akzeptabel ist.

Umsatzmix im Classified-Geschäft								
	Finn	Blocket	Schibsted	France	Spain	Brazil	Adevinta	Schibsted pro forma
Umsatz aus Classifieds	100%	100%	23%	100%	100%	100%	100%	39%
EBITDA-Anteil	100%	100%	53%	100%	100%	100%	100%	70%
<b>nachfolgend: Erlösquellen innerhalb der Classified-Umsätze (Summe = 100%)</b>								
Display	12%	22%	15%	-	-	-	23%	20%
Real Estate	22%	1%	15%	>30%	-	-	31%	26%
Cars	21%	46%	30%	-	-	-	24%	26%
Jobs	33%	10%	25%	-	-	-	13%	17%
C2C/Other	12%	21%	15%	-	-	-	9%	11%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

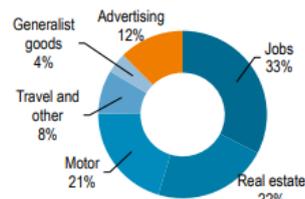
**Finn**

Außerhalb von Adevinta ist Finn der wichtigste Ergebnistreiber für Schibsted. Finn agiert wie bereits erwähnt als Monopolist in Norwegen, verzeichnet dort 201 Besuche pro Einwohner im Jahr, zählt mehr als 6 Mio. UMV<sup>7</sup> und generiert den Großteil seiner Umsätze im Jobs-Vertical (siehe nachfolgende Abbildung). Das Unternehmen erreicht einen RPIC von 37 Euro und erwirtschaftete 2018 ein EBITDA in Höhe von 85 Mio. Euro (45% EBITDA-Marge). Damit repräsentierte Finn 22% des Konzern-EBITDA (pro forma).

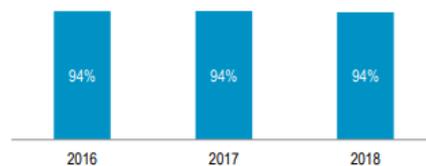
**FINN** still a growth company – even 19 years after inception



Diversified revenue base (2018)



High and predictable cash conversion<sup>1</sup>



Bezogen auf das Real Estate Vertical erwirtschaftete Finn in 2018 einen ARPU in Höhe von 1.101 Euro/Monat (zum Vergleich RMV: 1.136 Euro/Monat). Damit gehört das Portal zu den europäischen Spitzenreitern hinsichtlich der Monetarisierung seiner Makler-Basis. Der hohe ARPU erklärt sich daraus, dass die Makler in Norwegen ihre Classified-Ausgaben zum einen nicht auf zwei Anbieter verteilen müssen und zum anderen Finn in einem Hochlohnland (GDP per capita ca. 75 Tsd. USD in Norwegen ggü. ca. 40 Tsd. USD in UK) mit hohen Immobilienpreisen agiert.

Während Adevinta in Europa den gewerblichen Maklern/Händlern häufiger „all you can eat“-Abonnements anbietet,<sup>8</sup> basiert das Pricing in Skandinavien auf einer **Preis-pro-Listing-Berechnung**. Der **Preis pro Listing im Real Estate-Vertical schwankt dabei zwischen 40 und 180 Euro**.

Auf Basis des ARPU von 1.101 Mio. Euro lässt sich ermitteln, dass sich ein Großteil der gewerblichen Makler in Norwegen für eines der beiden auf der nächsten Seite gekennzeichneten Angebote entscheidet.

<sup>7</sup> was effektiv über 100% der norwegischen Bevölkerung (5 Mio. Einwohner) entspricht und somit bedeuten muss, dass auch UMV aus den Nachbarländern die Seite häufig besuchen

<sup>8</sup> mit unterschiedlicher Abo-Gebühr je nach Größe des Kunden

International real estate classified ads pricing 2018	
Advertising without Premium Profile	Advertising with Premium Profile
<input type="checkbox"/> 8 270,- NOK for 5 ads prebilled (Price per ad is 1654,-)	<input type="checkbox"/> 9 020,- NOK for 5 ads prebilled (Price per ad is 1804,-)
<input type="checkbox"/> 12 100,- NOK for 11 ads prebilled (Price per ad is 1100,-)	<input type="checkbox"/> 13 750,- NOK for 11 ads prebilled (Price per ad is 1250,-)
<input type="checkbox"/> 42 177,- NOK for 51 ads prebilled (Price per ad is 827,-)	<input type="checkbox"/> 49 827,- NOK for 51 ads prebilled (Price per ad is 977,-)
<input type="checkbox"/> 44 541,- NOK for 101 ads prebilled (Price per ad is 441,-)	<input type="checkbox"/> 59 691,- NOK for 101 ads prebilled (Price per ad is 591,-)
<input type="checkbox"/> 111 723,- NOK for 501 ads prebilled (Price per ad is 223,-)	<input type="checkbox"/> 186 873,- NOK for 501 ads prebilled (Price per ad is 373,-)

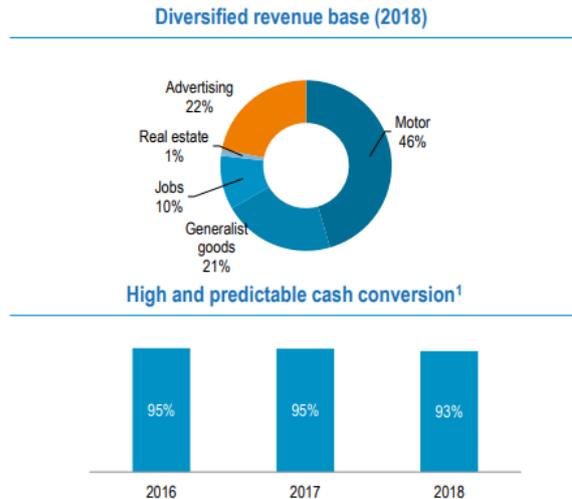
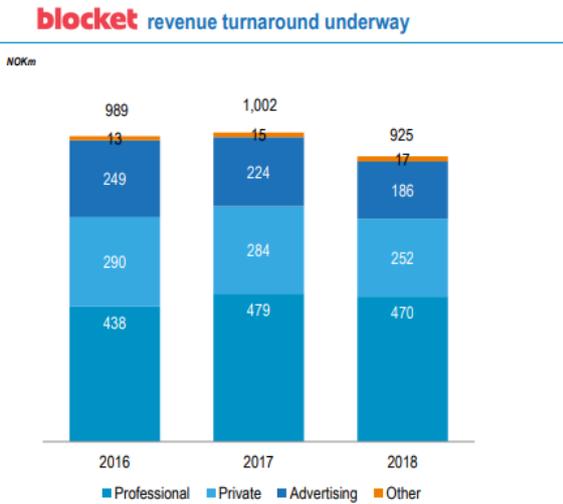
hohe Nachfrage

In meinem Gespräch mit dem Unternehmen, nach welchen Kriterien das Pricing-Modell (Preis pro Listing vs. Membership-Abonnement vs. Verkauf von Visibilitätsprodukten) je nach Land modifiziert wird, gab Schibsted an, dies würde sich primär an den Wünschen der Kunden orientieren. So würden die Makler in Norwegen weiterhin ein Preis pro Listing präferieren, für das Schibsted dann die Preise regelmäßig erhöht. Bezüglich der Preissetzungsmacht sei es hier ein Balanceakt, da die Maklerindustrie in Norwegen hoch konzentriert ist. Finn weist zwar 2.800 Makler als Kunden aus, damit sind jedoch im Wesentlichen Dependancen von lediglich 7 landesweit aktiven, großen Maklern gemeint, die sich im Besitz der heimischen Bankenindustrie befinden. Angriffe auf das Monopol wären auf der Angebotsseite daher leicht möglich (siehe onthemarket.com in UK), kamen auch schon vor, wurden bislang jedoch seitens Finn mit einem höheren Marketingbudget pariert und hatten keine nachhaltige Veränderung der Wettbewerbsposition zur Folge.

**Blocket**

Neben Finn in Norwegen ist Blocket in Schweden der zweite große Ergebnistreiber innerhalb von Schibsteds Aktivitäten exklusive Adevinta. Nachdem Schibsted in Schweden feststellen musste, dass sie mit einem Konkurrenzangebot zum simplen Onlineangebot Blocket keine Erfolge erzielen, entschied sich das Management zu einer Übernahme des Unternehmens in 2003.

In Schweden ist Blocket der klare Marktführer im Bereich C2C/Generalist sowie im Automobilbereich. Im Bereich Real Estate ist Hemnet Monopolist und Blocket quasi unbedeutend. Blocket zählt über 5 Mio. UMV und erreicht 101 Besuche pro Einwohner im Jahr. Das Unternehmen erreicht einen RPIC von 10-11 Euro und musste in 2018 einen Umsatzrückgang hinnehmen. Das starke Wachstum Finns innerhalb von Nordic Marketplaces wurde jüngst durch die schleppende Entwicklung Blockets kaschiert. Blocket erwirtschaftete 2018 ein EBITDA in Höhe von 49 Mio. Euro (51% EBITDA-Marge) und **repräsentierte damit 13% des Konzern-EBITDA (pro forma).**



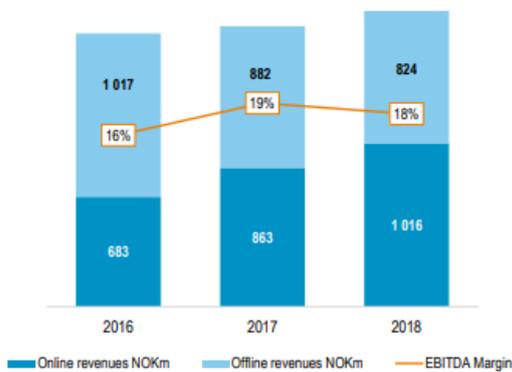
Grund für den Umsatzrückgang bei Blocket waren neben rückläufigen Umsätzen in der Displaywerbung wesentlich auch der Start einer Konkurrenzseite im Gebrauchtwagenmarkt durch einen Händlerverband. Einige Händler entschieden sich daraufhin, ihre Fahrzeuge nicht länger bei Blocket zu inserieren. Auch in diesem Fall blieb der Traffic auf der Konkurrenzseite jedoch aus und so gut wie 100% der abtrünnigen Händler kehrten innerhalb eines Jahres zu Blocket zurück, da sie über die Konkurrenzseite keine Leads erhielten. Eine zentrale Forderung der unzufriedenen Händler in Schweden war eine Umstellung des Pricing-Modells von Abonnements auf Preis pro Listing. Dieser Forderung kam Blocket nach. Eine Verbesserung der Auto-Umsätze bei Blocket sollte künftig auch das Gesamtwachstum von Nordic Marketplaces wieder erhöhen, sofern Finn seine Wachstumsrate aufrecht erhält.

**News Media (58% vom Umsatz, 29% vom EBITDA Schibsted stand-alone)**

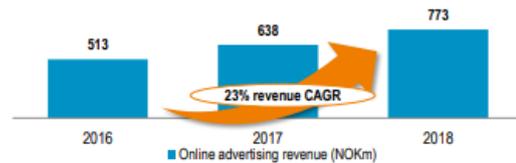
News Media umfasst das Traditionsgeschäft als Herausgeber skandinavischer Zeitungen. Zum Portfolio gehören die beiden reichweitenstärksten norwegischen Zeitungen Aftenposten (Printauflage: 130 Tsd. Exemplare) sowie VG (Printauflage: 65 Tsd. Exemplaren). Schibsted ist ferner Eigentümer der reichweitenstärksten schwedischen Zeitung Aftonbladet mit einer Printauflage von 125 Tsd. Exemplaren. Vom Gesamtumsatz im Zeitungsgeschäft in Höhe von 805 Mio. Euro entfällt mit 24% der größte Anteil auf VG gefolgt von Aftonbladet mit 22% Umsatzanteil. Insgesamt liegen die Online-Umsätze im Bereich News Media (Abonnements und Online-Werbung) bei rd. 40% der Segmentumsätze (314 Mio. Euro von insgesamt 805 Mio. Euro). VG kommt auf einen Onlineanteil von 55%, Aftonbladet auf 53%. Die Onlinepräsenz von VG ist vom Stil her vergleichbar mit der Bild-Zeitung. Aufgrund der hohen Onlineumsätze aus Abonnements und Onlinewerbung ist VG zwar bei der Printauflage schwächer als Aftenposten, erwirtschaftet jedoch einen höheren Umsatz. News Media erwirtschaftete 2018 ein EBITDA in Höhe von 71 Mio. Euro (9% EBITDA-Marge) und repräsentierte damit 19% des Konzern-EBITDA (pro forma).



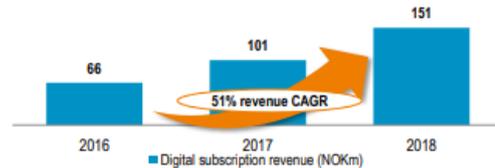
Strong growth in online revenues



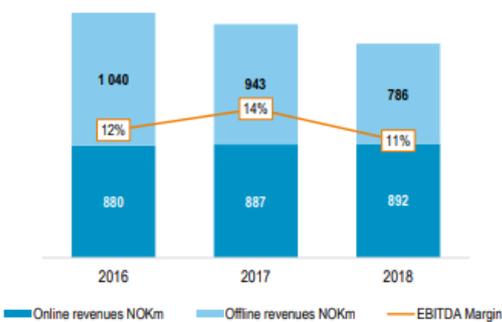
...driven by robust growth in online advertising



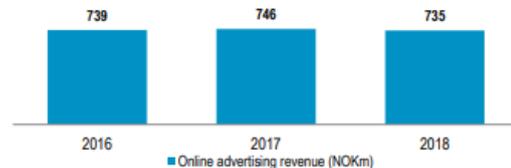
...and strong growth in digital subscription revenue



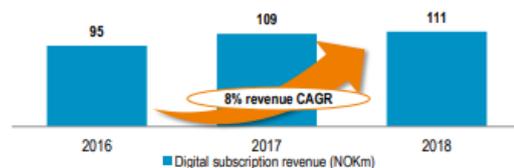
Growth in online revenues



...despite stable online advertising revenue

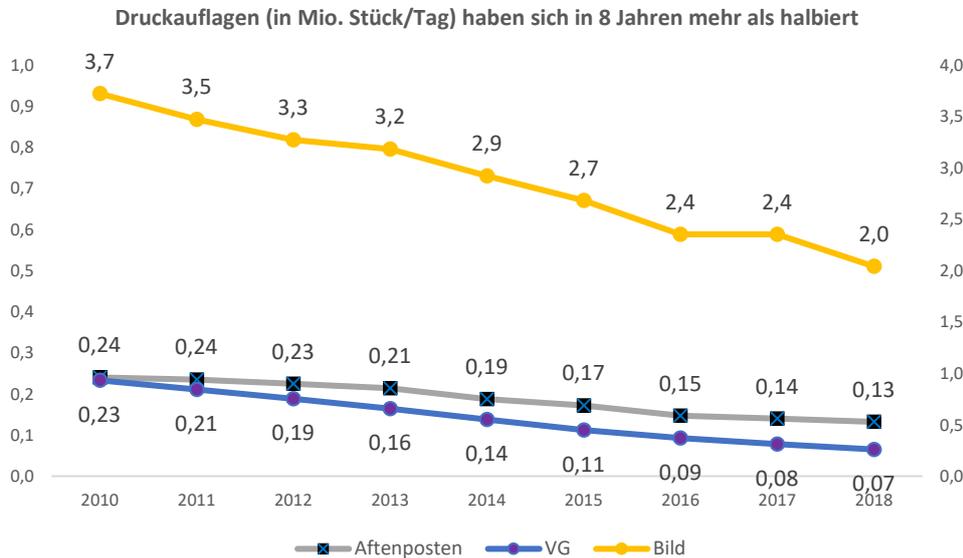


...driven by growth in digital subscription revenue

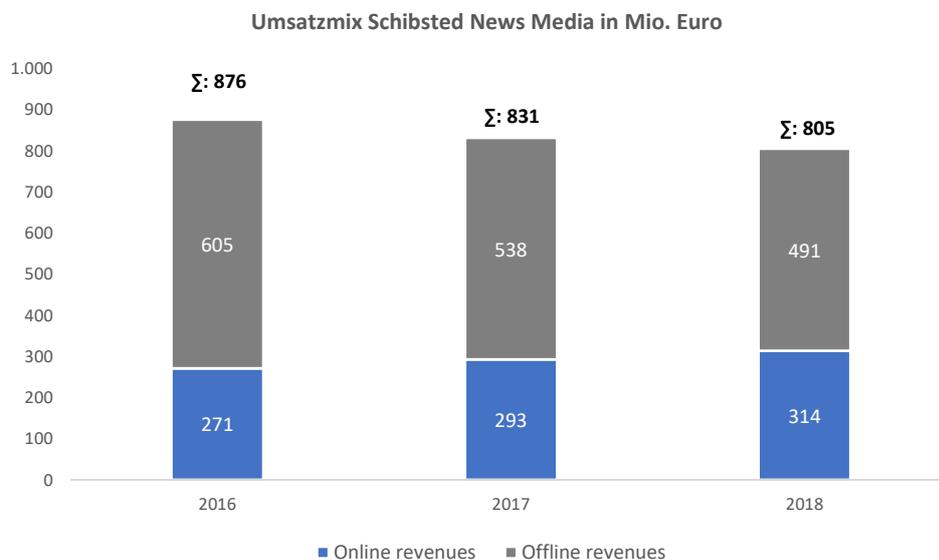


Wie alle anderen großen Zeitungsherausgeber musste auch Schibsted in den vergangenen Jahren eine stark fallende Nachfrage nach Print-Zeitungen hinnehmen und als Reaktion darauf Kosten im Traditionsgeschäft reduzieren und Personal abbauen. Die folgende

Abbildung zeigt den Rückgang der Printauflage von Aftenposten und VG in Norwegen im Vergleich zur Bild-Zeitung in Deutschland. Das Spitzenjahr im Hinblick auf die Printauflagen war für Schibsted nach eigenen Angaben das Jahr 2002.



Heruntergebrochen auf die Gesamtbevölkerung (in Norwegen 5 Mio. Einwohner, in Deutschland 83 Mio. Einwohner) ist die Auflagenstärke der Bild-Zeitung mit 2,4% Penetrationsrate vergleichbar mit der von Aftenposten in Höhe von 2,6%. Um den massiven Rückgang der Offline-Erlöse im Zeitungsgeschäft zu reduzieren, versuchen Herausgeber wie Schibsted oder Axel Springer zum einen die Anzeigenpreise für Werbekunden zu erhöhen sowie zusätzlich möglichst viele Besucher der Online-Portale in Abonnenten zu konvertieren. Die Online-Umsätze sämtlicher Zeitungsmarken von Schibsted sind in den vergangenen zwei Jahren jeweils um 8% p. a. gestiegen (siehe nachfolgende Abbildung). Dies reichte jedoch nicht aus, um die Rückgänge im Printgeschäft zu kompensieren, sodass der Umsatz in Summe über die letzten beiden Jahre leicht um jeweils 4% zurück ging.



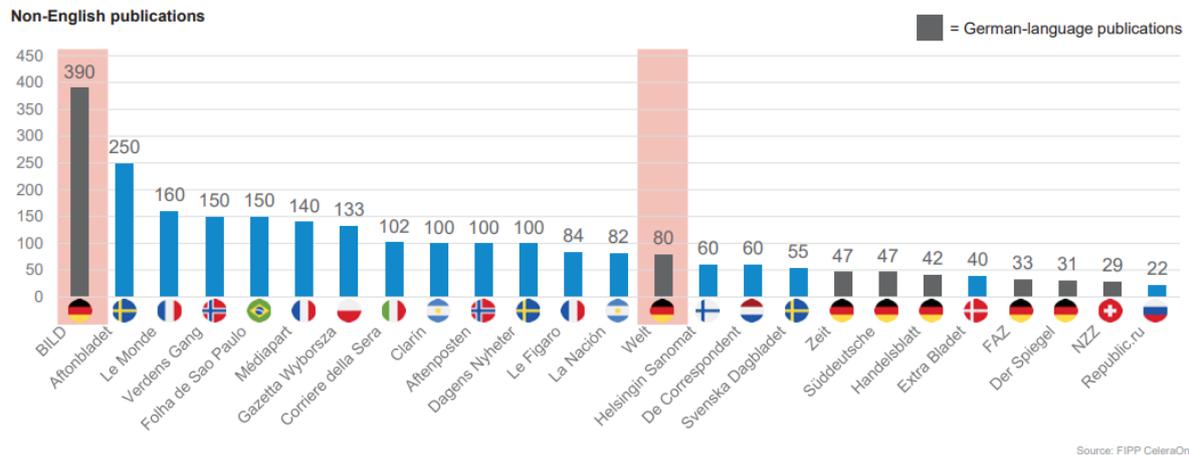
Diese gute Umsatzentwicklung im Online-Bereich verdankt Schibsted auch den günstigen Rahmenbedingungen für Qualitätsjournalismus in Skandinavien, wo die Bevölkerung eine vergleichsweise hohe Bereitschaft zeigt, für den Zugang zu Online-Zeitungsportalen zu bezahlen. Einer Umfrage von Reuters aus dem Jahr 2018 zufolge beantworteten 30% der befragten Norweger und Schweden die Frage, ob sie in den vergangenen 12 Monaten für Online-Nachrichten bezahlt hätten, mit einem „Ja“ gegenüber 8% in Deutschland und 7% in UK.

Besser quantifizieren lässt sich der operative Fortschritt Schibsteds im Bereich Online-News mit dem Verweis auf eine Aufstellung von Axel Springer, nach der **Schibsted neben der Bild-Zeitung das erfolgreichste nicht-englischsprachige Bezahlangebot im Online-Journalismus geschaffen hat.**

**BILDplus: the world’s largest paid content model in a language other than English, WELTplus #2 in Germany (Q1 2018 view)**



Total digital-only subscribers (in thousands)



Quelle: Axel Springer basierend auf FIPP CeleraOne

Für Schibsteds Angebote mit über 50% Onlinequote im Umsatzmix (VG und Aftonbladet) sieht das Management perspektivisch die Möglichkeit, allein auf Basis der Onlineumsätze den Break-Even zu erreichen (im Online-Bereich ist ein geringerer Umsatz zum Erreichen des Break-Even nötig als noch zu Printzeiten, da für das Onlineangebot diverse Herstellungs- und Distributionskosten wegfallen). Mittelfristig erwartet Schibsted genau wie Springer in diesem Bereich ein stabiles EBITDA, was für die kommenden Jahre ambitioniert erscheint.

**Financial Services (8% vom Umsatz, 14% vom EBITDA Schibsted stand-alone)**

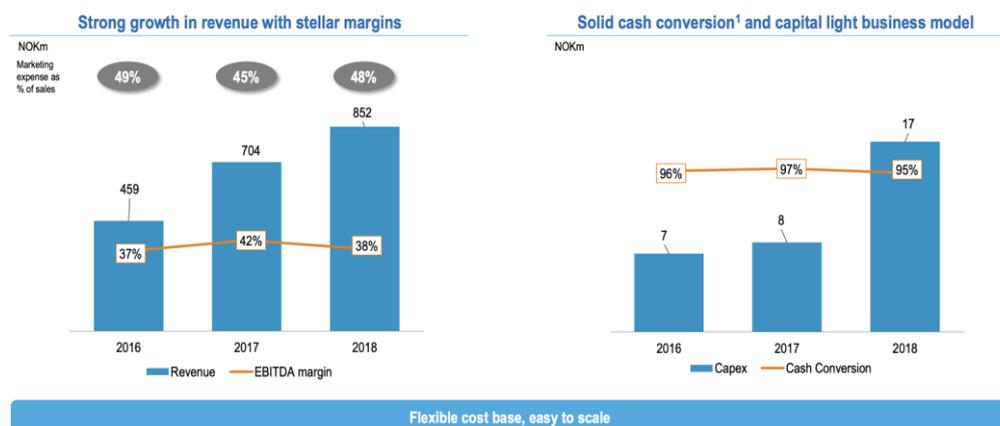
Unter Financial Services betreibt Schibsted im Wesentlichen die Konsumentenkreditvergleichsplattform Lendo (85% Segment-Umsatzanteil). Lendo ist Marktführer in Schweden und differenziert sich von Vergleichsangeboten dadurch, dass der Beantragungs- und Vergabeprozess *komplett* online durchgeführt werden kann, während ansonsten häufig mindestens ein postalischer Schritt oder eine real getätigte Unterschrift für den Abschluss des Kreditvertrags notwendig ist.

Market position <sup>1</sup>		
Current trend	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Lendo #1 by a large margin</li> <li>✓ Developing faster than #2 in a growing market</li> <li>✓ Brokers are growing faster than the total market</li> <li>✓ Fewer but more professional competitors, trying to copy key concepts from Lendo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Lendo #1 with some margin</li> <li>✓ Maintaining market share in a flattening market</li> <li>✓ Market slowdown due to regulation and weakened consumer appetite for loans</li> <li>✓ Brokers are growing faster than the total market</li> <li>✓ Some consolidation ongoing</li> <li>✓ Upside in increasing transparency and pricing</li> </ul>

Bei jeder neuen Kreditanfrage über Lendo werden die Daten des Konsumenten via API an sämtliche Partnerbanken übermittelt, die daraufhin in Echtzeit ein Angebot für die Kreditkonditionen unterbreiten können, das nach Angaben von Schibsted in der Regel um kaum nachvollziehbare 10(!) Prozentpunkte im angebotenen Zins zwischen sämtlichen teilnehmenden Banken schwanken soll.

Da für die Bank ansonsten keinerlei Akquisekosten anfallen und der Vertrag komplett auf dem Onlineweg abgeschlossen werden kann, erhält Lendo eine überraschend hohe Erfolgsbeteiligung in Höhe von 5% commission auf das Kreditvolumen. Das EBITDA-Margenniveau von Lendo liegt ohne den Rollout des Konzepts in neue Länder bei ca. 40%.

**Lendo has an impressive financial track record and capital light business model**



**Growth (11% vom Umsatz, 4% vom EBITDA Schibsted stand-alone)**

Growth enthält im Wesentlichen das Distributionsgeschäft unter der Marke helthjem ist jedoch für die Entwicklung des Gesamtkonzerns sekundär und wird an dieser Stelle nicht weiter beleuchtet.

## B. ADEVINTA

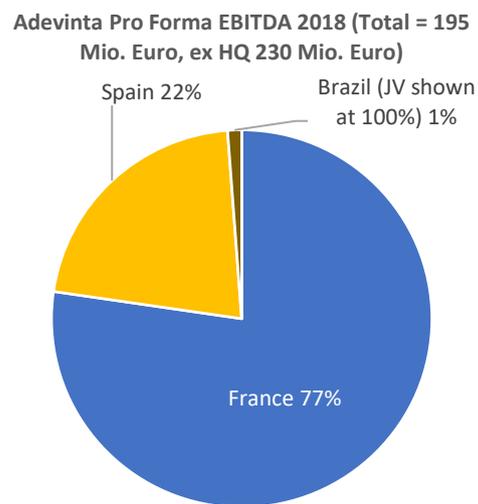
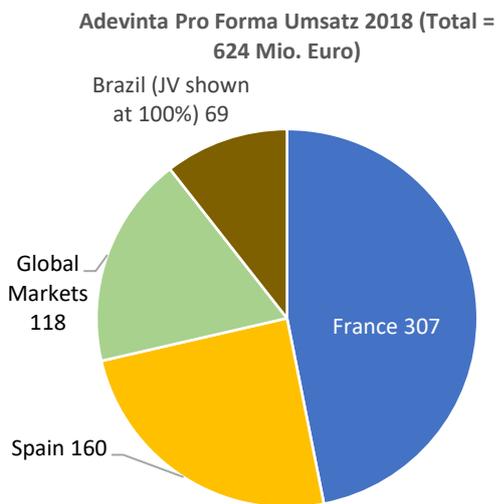
Im April 2019 wurden die Classified-Aktivitäten Schibsteds außerhalb Skandinaviens aus dem Konzern heraus gelöst und unter dem Namen Adevinta IPOed. Adevinta hat seinen Hauptsitz in Barcelona und die Anteile am Unternehmen nahmen in Q2/19 ihren Handel an der Osloer Börse auf. Im Zuge des IPOs wurde zunächst die duale Aktienstruktur Schibsteds beibehalten (A- und B-Gattung), die jedoch in H2/19 zusammengeführt wird, um das Unternehmen auch für etwaige Übernahmeinteressenten zugänglich zu machen. Sollte ein strategischer- oder Finanzinvestor Adevinta übernehmen wollen, wäre Schibsted bereit, seinen Anteil von 59,3% deutlich abzubauen.

Insgesamt sind 307,8 Mio. Adevinta A-Aktien im Umlauf sowie 373,3 B-Aktien, sodass die Marktkapitalisierung nach IPO und ersten Kursen um 90 NOK zunächst rd. 6,1 Mrd. Euro betrug. Im Mai 2019 fiel der Kurs der Adevinta A- und B-Aktien kurzzeitig auf ein Niveau von rd. 81 NOK (Stand September 2019: 106 NOK), was der neue CEO von Adevinta (und ehemalige CEO von Schibsted), Rolv Erik Ryssdal, nutzte, um eigenes Vermögen aus Schibsted-Aktien in Adevinta-Aktien umzuschichten. Zu einem Kurs von 81 NOK kaufte Ryssdal insgesamt für 0,5 Mio. Euro Adevinta-Aktien und veräußerte gleichzeitig für 0,6 Mio. Euro Schibsted-Aktien (zu Kursen um 216 NOK für Schibsted Class A). Anschließend hielt Erik Ryssdal rd. 1 Mio. Euro in Adevinta-Aktien sowie 0,9 Mio. Euro in Schibsted-Aktien.

Adevinta betreibt **36 Online-Classified-Portale in 16 Ländern mit einer Gesamtbevölkerung von 800 Mio. Einwohnern**. Die wichtigsten Assets von Adevinta sind leboncoin in Frankreich, Infojobs und Coches in Spanien sowie OLX in Brasilien. Während die meisten Portale zu 100% im Besitz von Adevinta sind, gibt es ebenfalls drei 50/50 Joint Ventures in Brasilien, Österreich (beide at-quity bilanziert) und Irland (vollkonsolidiert). Während Adevinta über die drei Kernmärkte Frankreich, Spanien und Brasilien in einem jeweils separatem Segment berichtet, werden alle sonstigen Marktplätze unter „Global Markets“ zusammengefasst (siehe Tabelle auf der nächsten Seite). Innerhalb von Global Markets sind Italien, Irland, Ungarn und Österreich die größten Umsatzbringer. Hart umkämpft aber langfristig interessant könnte ferner Segudamano in Mexiko (130 Mio. Einwohner) werden.

Adevinta Classified-Portfolio						
France		Spanien			Brasilien 50/50 JV	
Global markets (established = no longer loss making)						
Subito (Italien)		DoneDeal, Daft (Irland)	Használtautó, Jófogás (Ungarn)		Willhaben (Österreich)	Fincaraiz (Kolumbien)
Global markets (investment phase = loss making)						
Shpock (UK, Deutschland, Österreich)	Yapo (Chile)	Kufar (Belarus)	Tayara (Tunesien)	Corotos (Dom Rep)	Segunda-mano (Mexiko)	Avito (Marokko)

Adevinta erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 einen berichteten Umsatz in Höhe von 595 Mio. Euro. Pro forma – inklusive des 50% Anteils an OLX Brazil – läge der Umsatz bei etwa 624 Mio. Euro. Die Anlaufverluste innerhalb von Global Markets (insbesondere Shpock und Mexiko) betrugen in 2018 43,1 Mio. Euro, bei einem berichteten EBITDA in Höhe von 151 Mio. Euro. Pro Forma exklusive der investment losses innerhalb von Global Markets hätte Adevinta 195 Mio. Euro EBITDA erzielt, zu denen leboncoin in Frankreich als wichtigster Ergebnisbringer rd. 3/4 des Gesamt-EBITDA beisteuert (Frankreich: 169 Mio. Euro EBITDA-Beitrag (EBITDA-Marge: 55%).



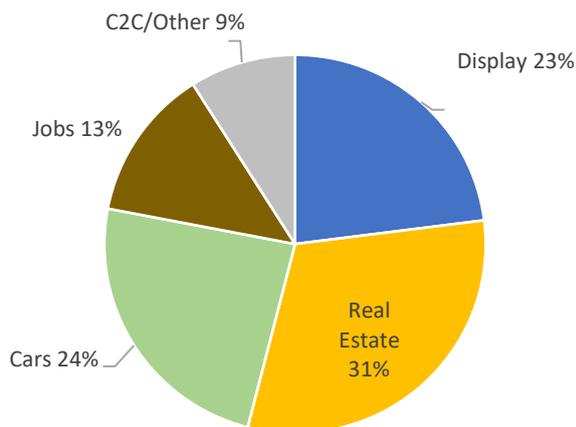
Die starke Marktstellung von leboncoin in Frankreich wird in der nachfolgenden tabellarischen Übersicht deutlich.

	France 🇫🇷			Spain 🇪🇸			Brazil 🇧🇷		
	Traffic <sup>1</sup>	Ad Listings <sup>2</sup>	Customers <sup>3</sup>	Traffic	Ad Listings	Customers	Traffic	Ad Listings	Customers
Gen. good 🎸	1 <sup>4</sup>	1 <sup>4</sup>	1 <sup>4</sup>	2 <sup>5</sup>	2 <sup>4</sup>	NA	1 <sup>9,11</sup>	NA	NA
Real estate 🏠	1	1	1	2 <sup>6</sup>	1 <sup>7</sup>	1 <sup>7</sup>	1 <sup>9</sup>	3 <sup>10</sup>	2 <sup>10</sup>
Cars 🚗	1	1	1	1 <sup>5</sup>	1 <sup>7</sup>	1 <sup>7</sup>	1 <sup>9</sup>	1 <sup>10</sup>	1 <sup>10</sup>
Jobs 🏢	3	5	2	1 <sup>5</sup>	1 <sup>8</sup>	NA	1 <sup>9</sup>	NA	NA

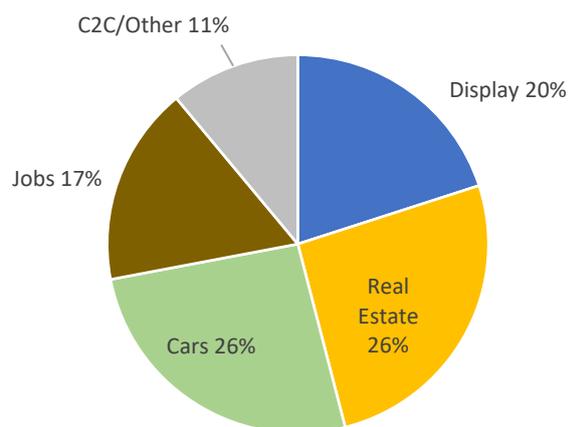
Sämtliche Umsätze Adevintas stammen aus Online-Classified-Portalen beziehungsweise aus dort geschalteter Display-Werbung. Im Geschäftsjahr 2018 verteilte sich der Classified-Umsatz wie folgt:

- Displaywerbung: 23% (zum Vergleich: auf Schibsted-Konzernebene pro forma 20% sämtlicher Classified-Umsätze in Höhe von 666 Mio. Euro bei 1.672 Mio. Euro Gesamtumsatz)
- Real Estate: 31% (zum Vergleich: auf Schibsted-Konzernebene pro forma 26%)
- Cars: 24% (zum Vergleich: auf Schibsted-Konzernebene pro forma 26%)
- Jobs: 13% (zum Vergleich: auf Schibsted-Konzernebene pro forma 17%)
- C2C/Generalist: 9% (zum Vergleich: auf Schibsted-Konzernebene pro forma 11%)

Adevinta Pro Forma Classified Umsätze 2018 in Mio. Euro (Total = 624 Mio. Euro)



Schibsted Pro Forma Classified Umsätze 2018 in Mio. Euro (Total = 666 Mio. Euro)



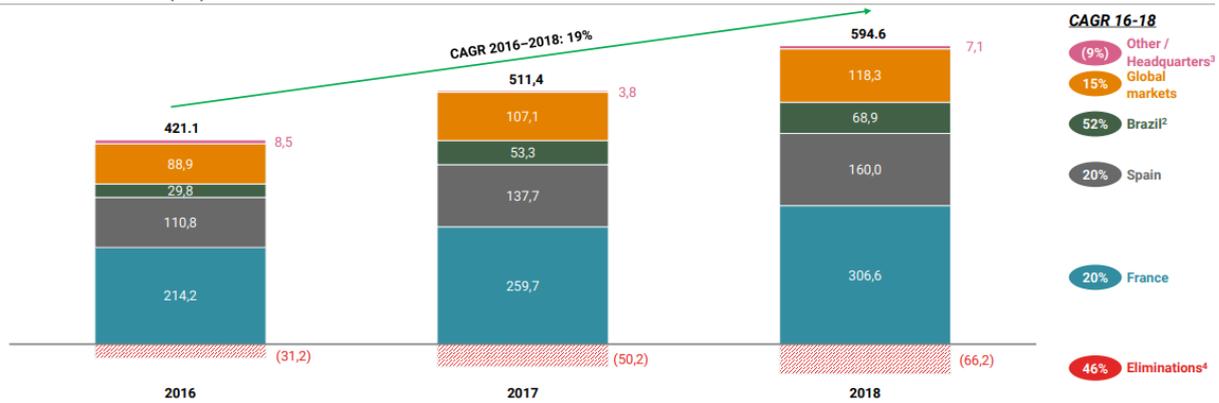
zur Erklärung:

Adevinta Umsatz 2018 reported: 590 Mio. Euro  
 OLX Brazil Umsatz 2018 at 100%: 69 Mio. Euro  
 Adevinta pro forma Umsatz 2018 (50% of OLX Brazil): 624 Mio. Euro

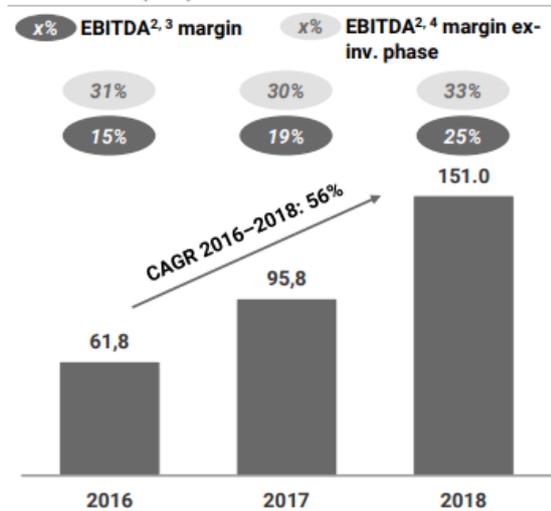
Schibsted stand-alone Umsatz 2018 reported: 1.302 Mio. Euro  
 Schibsted Total pro forma Umsatz 2018 (59,3% of Adevinta): 1.672 Mio. Euro  
 Nordic Marketplaces Umsatz 2018 reported: 296 Mio. Euro  
 Schibsted Classifieds pro forma Umsatz 2018 (59,3% of Adevinta): 666 Mio. Euro

Adevinta plant ein **mittel- bis langfristiges Umsatzwachstum zwischen 15% und 20%**, das in den vergangenen Jahren stets erreicht wurde (siehe nachfolgende Abbildung). Gleichzeitig soll sich die EBITDA-Marge von 25% in 2018 auf mittelfristig >40% erhöhen durch den Wegfall der investment losses innerhalb von Global Markets (hauptsächlich Shpock und Mexiko), den Übergang Brasiliens in die Profitabilität (erstmaliger Break-Even in 2018) sowie Erreichung von Skaleneffekten in Spanien (EBITDA-Marge 2018: 29%). leboncoin in Frankreich befindet sich bereits seit mehreren Jahren deutlich über der Konzern-Zielmarge mit 55% bis 60% EBITDA-Marge. Sollte Adevinta die Margenverbesserung in Verbindung mit dem hohen erwarteten Umsatzwachstum erreichen, würde dies ein **EBITDA-CAGR von >23% für die nächsten Jahre** implizieren (ggü. 13% CAGRe (own estimate) für Schibsted pro forma).

Adevinta Revenues<sup>1</sup> (€m)

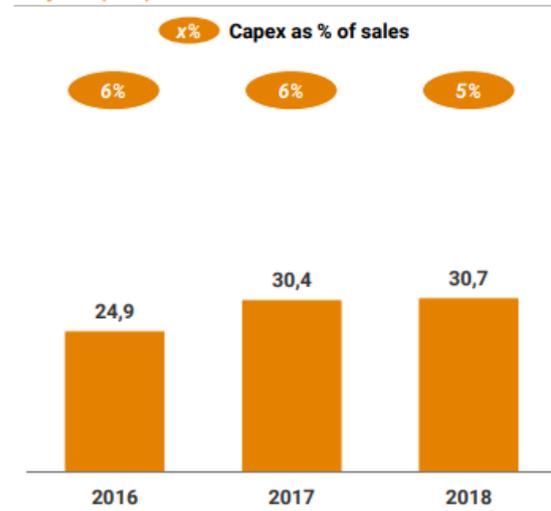


EBITDA<sup>2,3</sup> (€m)



- Proven **ability to efficiently manage costs** to decrease losses and **continuously drive margin improvement**
- **Investment phase assets showing good progress** and remaining in a developing stage

Capex (€m)<sup>1,2</sup>

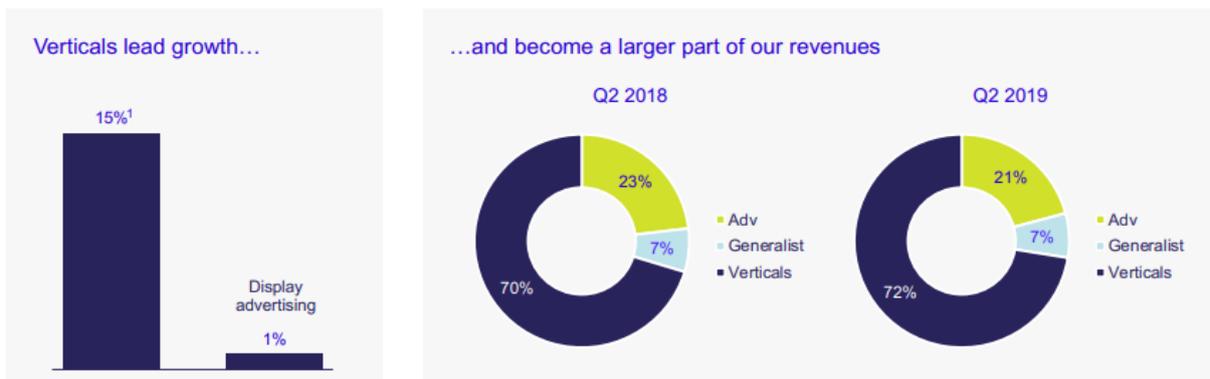


- **Low capital intensity** business model
- **Flat capex as a % of sales**

Adevintas Verticals (Real Estate, Cars, Jobs) sowie C2C zeigen seit dem Spin-Off eine Entwicklung innerhalb des Zielkorridors von 15-20% mit einem Umsatzwachstum von 16% in Q2/19. Da jedoch 20% der Umsätze Adevintas auf die stagnierende Displaywerbung entfallen (+1% in Q2/19), befindet sich das Konzernwachstum (Q2/19: +13%) derzeit leicht unterhalb des Zielkorridors (siehe nachfolgende Abbildung).

Core classified revenues continued growth momentum, some softness in display advertising

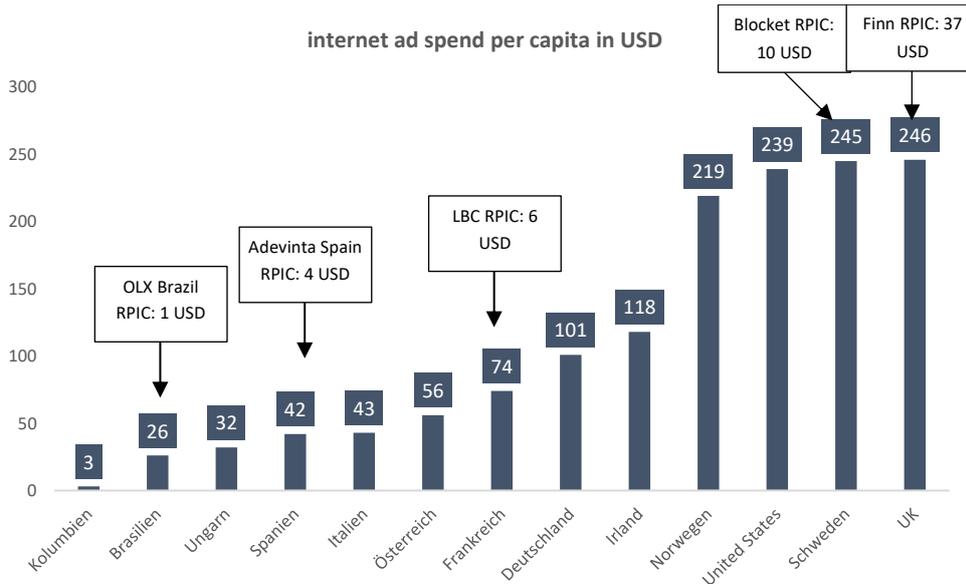
Revenue growth driven by strong verticals



<sup>1</sup> Revenue from verticals grew 16 percent adjusted for currency

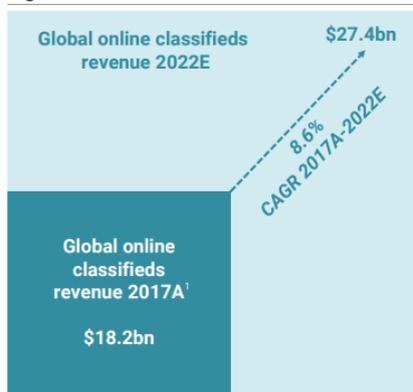
Bezüglich des erwartbaren Konzernwachstums in den nächsten Jahren besteht meines Erachtens in den drei Kernmärkten von Adevinta (Frankreich, Spanien und Brasilien) noch sehr lange die Möglichkeit, ein zweistelliges Umsatzwachstum zu erzielen.

Die Internetwerbeausgaben pro Kopf lagen 2018 in Frankreich bei 74 USD, in Spanien bei 42 USD und in Brasilien bei 26 USD. In den am meisten entwickelten Märkten – mit zugegebenermaßen teilweise massiv höherem GDP pro Kopf – rangieren die Internetwerbeausgaben zwischen 219 USD in Norwegen und 246 USD in UK. Gleichzeitig liegen die Umsätze pro Internutzer von Blocket in Schweden (RPIC: 11 USD) rd. 80% höher als beim Blocket-Klon leboncoin in Frankreich. Ich gehe davon aus, dass **leboncoin seinen Umsatz im Zeitverlauf verdoppeln wird**. Dasselbe gilt für Brasilien, die perspektivisch einen RPIC in Höhe von >2 USD ggü. 1 USD in 2018 erzielen sollten (siehe Diagramm auf der nächsten Seite).

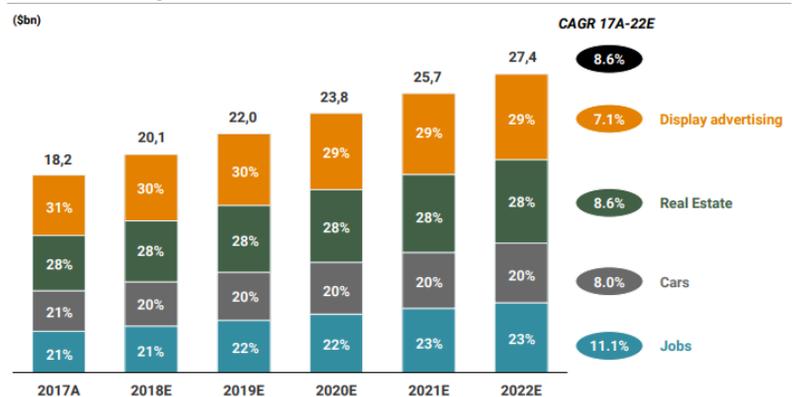


Auch wenn ich die obere Grenze der Management-Wachstumsziele durch die Wachstumsschwäche in der Displaywerbung, die strukturell Marktanteile an den Performancekanal verliert, für nicht erreichbar halte, dürfte Adevinta mit einem Umsatzwachstum um 15% deutlich schneller wachsen als die gesamte Classified-Industrie (vom Management erwartete Industrie-CAGR17-22e liegt bei 9% und impliziert einen Anstieg der branchenweiten Umsätze von rd. 20 Mrd. USD in 2018 auf 27 Mrd. USD in 2022, siehe Abbildung).

Significant market size...

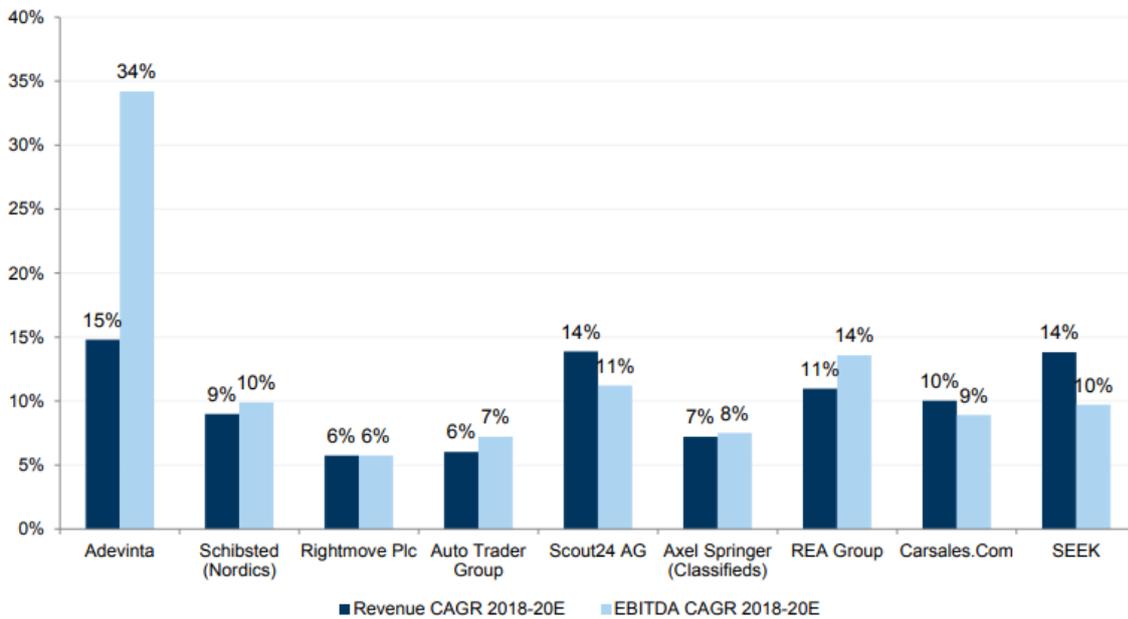


... with attractive growth



Mit einem erwarteten Umsatzwachstum für Adevinta am unteren Ende des Guidance-Korridors von 15-20% sowie einem überproportionalen EBITDA-Wachstum, genießt Adevinta auf der Sell-Side eine favorisierte Stellung als das am schnellsten wachsende börsennotierte Classified-Unternehmen (siehe Erwartungen von Goldman Sachs auf der nächsten Seite). Damit ist festzuhalten, dass die aussichtsreichen Entwicklungsmöglichkeiten von Adevinta trotz erst kürzlich erfolgtem Spin-Off bereits relativ gut bekannt sind.

**Exhibit 1: Adevinta is the fastest-growing listed classifieds company in our global coverage 2018-20E CAGR**



Quelle: Goldman Sachs

**Frankreich (50% vom Umsatz, 74% vom EBITDA Adevinta stand-alone)**

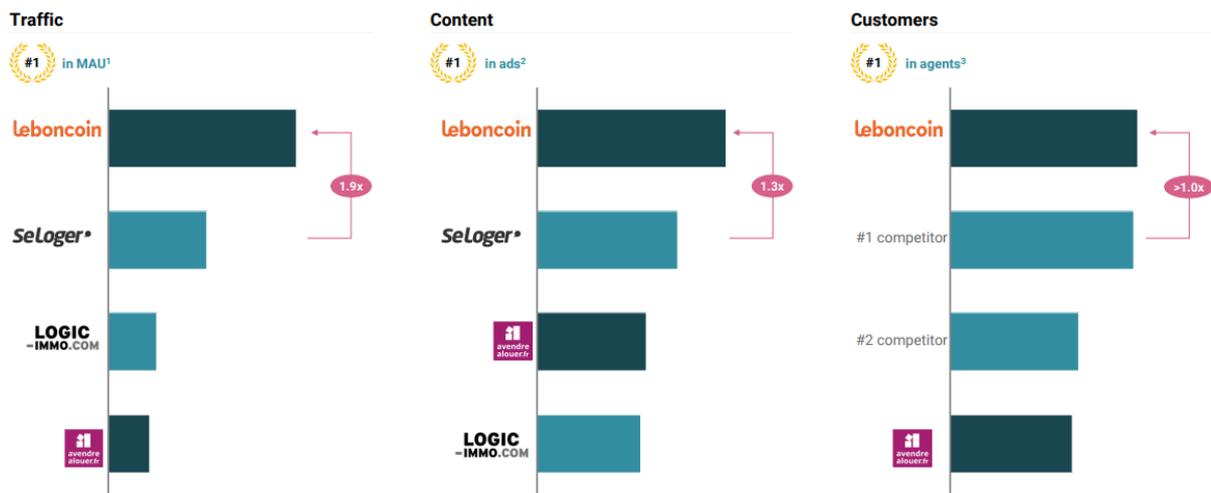
Marktstatistiken Real Estate Classifieds - Frankreich	
Kauffälle pro Jahr	965 Tsd.
Transaktionswert	157 Mrd. Euro
average house price	163 Tsd. Euro
% of households that own their home	58%
Provisionspool	12 Mrd. Euro
Provisionspool in % of TX-Value	7%
Marketingausgaben	0,9 Mrd. Euro
davon Online	0,5 Mrd. Euro (53%)
davon Online-Classifieds	0,4 Mrd. Euro (42%, bzw. 3% of commission vs. 7-9% in DE/UK → niedrig!)
Gesamt-Marketingkostenquote	8%
GDP per capita in USD	43 Tsd. Euro
Traffic-Lead #1 vs #2 RE Classified	1,9x

Zum EBITDA-Wachstum Adevintas soll in den kommen Jahren vor allem auch der französische Markt beitragen. In Frankreich ist **leboncoin das Kronjuwel von Adevinta**, erfährt seitens der französischen Bevölkerung eine hohe Wertschätzung, wird jeden Monat von mehr als der Hälfte der Internutzer in Frankreich besucht (LBC UMV in 2018 27,3 Mio. gleich auf mit Amazon mit 27,9 Mio., hinter Wikipedia mit 28,9 Mio. YouTube mit 44,2 Mio., Facebook mit 44,4 Mio. und Google mit 50,5 Mio.) und erwirtschaftete 2018 einen Umsatz von 307 Mio. Euro sowie ein EBITDA von 169 Mio. Euro (55% EBITDA-Marge). Sämtliche Classified

Umsätze in Frankreich über alle Kategorien hinweg liegen summiert marktweit bei rd. 1 Mrd. Euro, sodass leboncoin etwa 30% des Marktes auf sich vereint.

Leboncoin zählt im Real Estate Vertical 11 Mio. UMV (1,9x mehr als die #2 SeLoger) und ist #2 im erzielten Umsatz. Im Cars-Vertical zählt LBC 12 Mio. UMV (2,6x mehr als die #2) und ist #1 im erzielten Umsatz. Im Jobs-Vertical ist LBC nicht unter den Top-2-Playern zu finden, sondern befindet sich mit 2,6 Mio. UMV an dritter Stelle.

Adevinta veröffentlichte bisher keinen genauen Umsatzsplit für leboncoin, wird dies jedoch voraussichtlich in der Zukunft ändern. Aus Daten von Wettbewerbern lässt sich jedoch zumindest ein ungefähres Bild der Umsatzverteilung konstruieren. So gibt Adevinta selbst an, im Real Estate sei leboncoin zwar Traffic-Marktführer, läge bei den vereinnahmten Umsätzen jedoch in den beiden vergangenen Jahren nur an zweiter Stelle (siehe Abbildung).

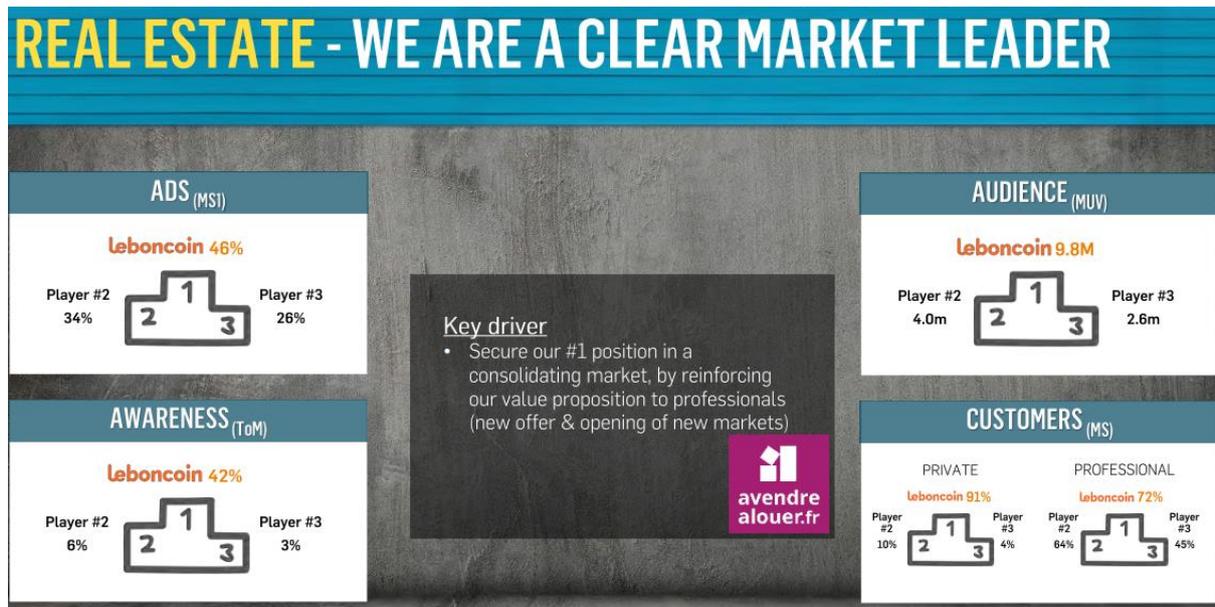


Für die umsatzseitige #3 im Real Estate-Vertical **Logic-Immo** betragen die Gesamterlöse in 2017 rd. 75 Mio. Euro und für die #1 SeLoger (Teil von Axel Springer) 140 Mio. Euro. leboncoin muss ergo dazwischen gelegen haben. Meinen Annahmen zufolge dürfte leboncoin 2017 80 Mio. Euro und 2018 100 Mio. Euro Umsatz im Real Estate Vertical vereinnahmt haben.

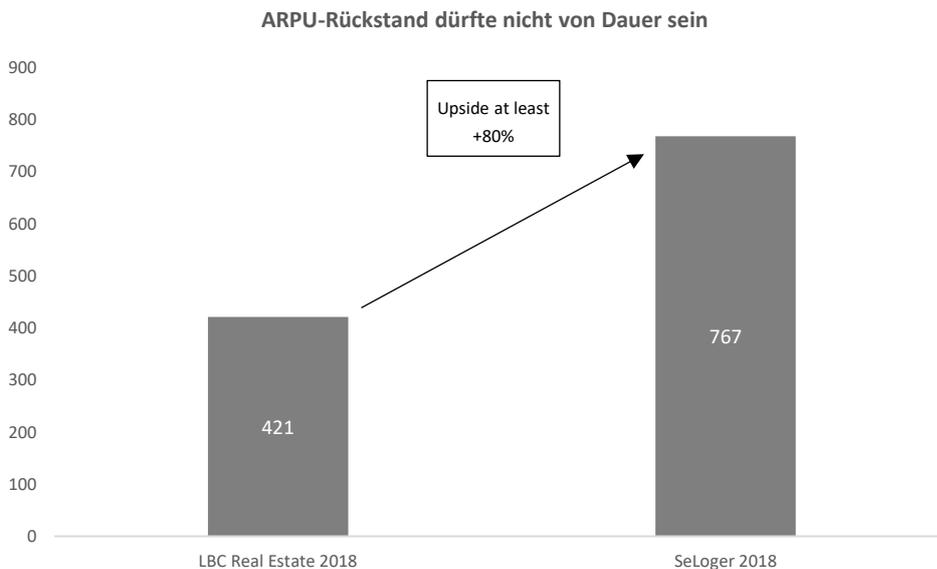
Damit entfielen etwa **32% der Gesamtumsätze von leboncoin auf Real Estate<sup>9</sup>**, das für das Unternehmen das wichtigste Vertical darstellt, gefolgt von **28% Cars, 12% C2C, 8% Jobs und 20% Displaywerbung**. Gleichzeitig gab das Unternehmen an, rund 11 Mio. UMV im Real Estate Vertical zu verzeichnen (inklusive A Vendre A Louer eher 13 Mio. UMV) ggü. Springers Aussage, dass SeLoger rd. 5 Mio. UMV verzeichnet (inklusive Logic-Immo eher rd. 8 Mio. UMV), sodass **der Traffic-Vorteil von LBC gegenüber SeLoger ca. 1,9x beträgt.**

<sup>9</sup> auf der Sell-Side werden häufig lediglich 25% Umsatzanteil für Real Estate kolportiert, was jedoch meines Erachtens aus diversen Gründen falsch sein sollte: i. leboncoin gibt an, dass sie 2018 mehr Umsatz erwirtschafteten als Logic-Immo (75 Mio. Euro Umsatz), sodass der Anteil strikt >25% liegen müsste, ii. mein Gespräch mit dem Unternehmen implizierte einen Anteil >30%, iii. für Adevinta insgesamt wurde ein Umsatzanteil für Real Estate in Höhe von 31% kommuniziert und da Spanien als zweiter signifikanter Umsatzbringer Adevintas in diesem Bereich schwächer positioniert ist als LBC, entsteht hier ein Sell-Side-Mismatch

Ferner zeigt leboncoins Real Estate Vertical Marktanteilsgewinne zu Lasten von SeLoger (LBC 9 Mio. UMV in 2016 vs. 11 Mio. UMV in 2018 gegenüber 6 Mio. UMV auf Seiten von SeLoger in 2016 und nur noch 5 Mio. UMV in 2018). Auf der Kundenseite gab LBC in 2017 an, dass man auf Seiten der gewerblichen Makler in Frankreich rd. 72% der Kundenbasis bereits erschlossen hat gegenüber 64% für SeLoger (siehe nachfolgende Abbildung). In Frankreich gibt es insgesamt rd. 26 Tsd. Makler, sodass LBC per Ende 2018 ca. 20 Tsd. Makler als zahlende Kunden zählen dürfte.

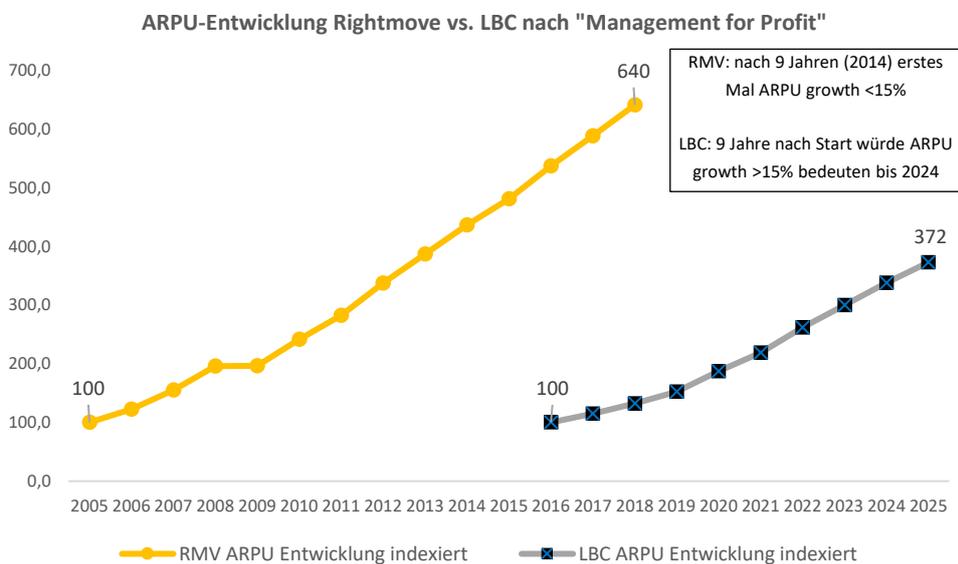


Derzeit liegt SeLoger trotz des Traffic-Nachteils im Umsatz noch deutlich vor leboncoin. Aus meiner Sicht wird LBC diesen Monetarisierungsnachteil (ARPU 2018 bei SeLoger 767 Euro/Monat ggü. 421 Euro/Monat bei LBC (+80% Upside)) bald aufholen. In den letzten beiden Jahren steigerte leboncoin seinen Umsatz im Real Estate Vertical meines Erachtens von 70 Mio. Euro in 2016 auf 100 Mio. Euro in 2018 (+50% Anstieg, ARPU16-18: +34%).



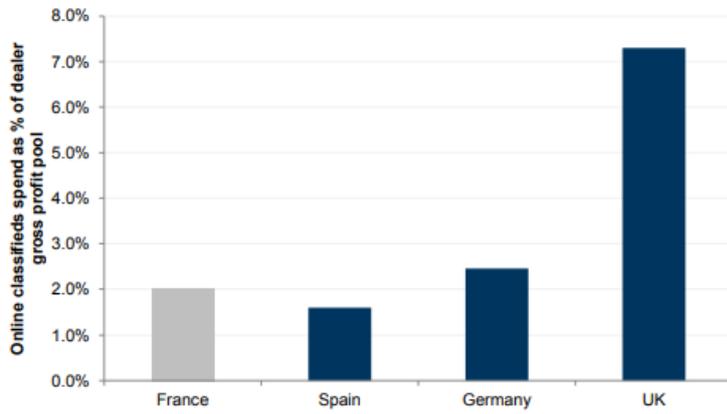
Der Grund für den ARPU-Rückstand ist eine ehemalige, für LBC nachteilige Vertriebspartnerschaft mit Spir, die per Ende 2014 ausgelaufen ist und LBC bis dahin nur unwesentlich an den Umsatzerlösen beteiligte. Seit Anfang 2015 führt LBC die Verhandlungen mit Maklern selbst und hat dafür eine eigene Vertriebsmannschaft aufgebaut. Auch wenn LBC bereits seit 2006 existiert und seit 2010 im Automobilbereich die gewerblichen Händler stark monetarisiert, täuscht meines Erachtens der Eindruck, dass das Real Estate-Vertical ebenfalls ein seit Jahren umfangreich abgeschöpftes Vertical darstellt, da **LBC hier de facto erst seit 4 Jahren signifikante Preiserhöhungen durchsetzt** (die letzten beiden Jahre +15% p. a.).

Eine Analogiedazu: Nach dem IPO von Rightmove in 2006 und dem Exit der Makler als Eigentümer des Unternehmens würde ich unterstellen, dass das Unternehmen eindeutig auf Preiserhöhungen und Gewinnsteigerungen gedrillt wurde (ARPU erhöhte sich zwischen 2005 und 2018 um den Faktor 6x). 2014 war das erste Jahr, in dem Rightmove kein ARPU-Wachstum >15% mehr ausweisen konnte. Setzt man die Entwicklung in leboncoins Real Estate-Vertical zu den historischen Möglichkeiten Rightmoves ins Verhältnis, sollte das Vertical noch mindestens 5 Jahre zweistellig wachsen können und damit nicht nur die Lücke zu SeLogger schließen (+80%), sondern in einem guten operativen Umfeld sogar ein doppelt so hohes Potenzial heben können (+160%, siehe nachfolgendes Diagramm). Bei einer EBITDA-Marge auf historischem Level von rd. 60% und einem Anteil Schibsteds an Adevinta von 59,3% würde dieses 160%-ARPU-Potenzial einem  $\Delta$  EBITDA von 57 Mio. Euro entsprechen gegenüber einem Schibsted Pro forma EBITDA von 307 Mio. Euro in 2018 (Steigerung: +19% allein aus dem LBC Real Estate Vertical).



Ich bin der Überzeugung, dass die größte Chance für LBC im Real Estate Vertical liegt. Davon abgesehen scheint jedoch ebenfalls die Position im Cars-Vertical mit einem Traffic-Vorsprung von 2,6x vs. #2 und einer generell sehr niedrigen Marketingkostenquote von 2% in Frankreich gut geeignet, um operative Verbesserungen zu erzielen (siehe nachfolgende Abbildung von Goldman Sachs).

**Exhibit 31: Online classifieds spend as a share of car dealers' gross profit in France is lower than in the UK and Germany (2018)**



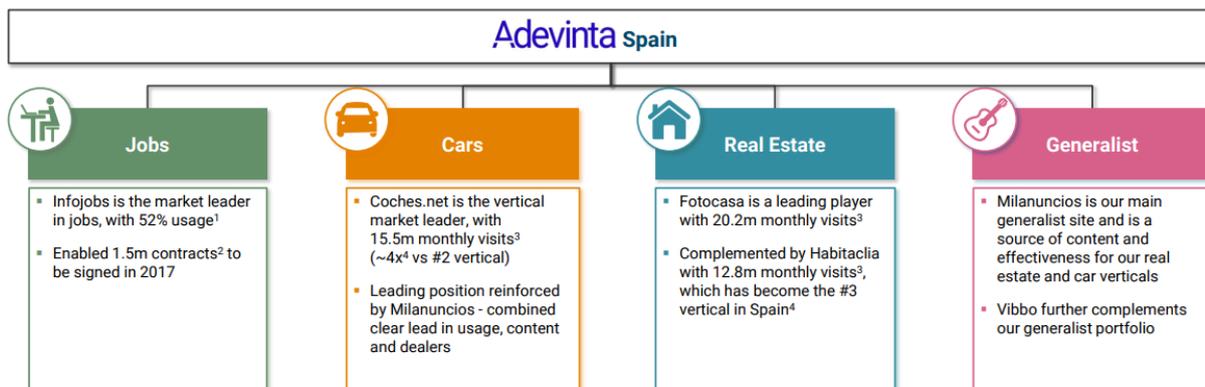
Quelle: Goldman Sachs

Spanien (26% vom Umsatz, 20% vom EBITDA Adevinta stand-alone)

Marktstatistiken Cars Classifieds - Spanien	
Kauffälle pro Jahr	3,3 Mio. (2,1 Mio. Gebrauchte, 1,2 Mio. Neu)
Transaktionswert	32 Mrd. Euro (20 Mrd. Gebrauchte, 12 Mrd. Neu)
average car price	10 Tsd. Euro
Provisionspool	2,2 Mrd. Euro
Provisionspool in % of TX-Value	7%
Marketingausgaben	0,1 Mrd. USD
davon Online	n. a.
davon Online-Classifieds	0,04 Mrd. USD (44%)
Gesamt-Marketingkostenquote	4%
GDP per capita in USD	30 Tsd. Euro
Traffic-Lead #1 vs #2 Car Classified	1,7x

Marktstatistiken Real Estate Classifieds - Spanien	
Kauffälle pro Jahr	582 Tsd.
Transaktionswert	89 Mrd. Euro
average house price	153 Tsd. Euro
% of households that own their home	78%
Provisionspool	3 Mrd. Euro
Provisionspool in % of TX-Value	3%
Marketingausgaben	0,1 Mrd. Euro
davon Online	n. a.
davon Online-Classifieds	0,1 Mrd. Euro (72%)
Gesamt-Marketingkostenquote	6%
GDP per capita in USD	30 Tsd. Euro
Traffic-Lead #1 vs #2 RE Classified	1,9x

In Spanien agiert Adevinta unter einer Mehrmarkenstrategie, die das Produkt aus vielen Zukäufen ist. In Spanien ist Adevinta vor allem im **Job-Bereich und Automobilbereich führend** und ein eher unbedeutender Player in Real Estate.



Unter der Marke Infojobs ist Adevinta der klare Marktführer im Job-Bereich. 52% aller Jobsuchenden (sample basiert) besuchen Infojobs (1,4x vs. #2). Über Infojobs wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 1,5 Mio. Beschäftigungsverhältnisse abgeschlossen. Im

Automobilbereich sind die Adevinta-Marken Milanuncios (Generalist) und Coches.net (Letztere mit 15,5 Visits pro Monat bzw. 4,0x vs. #2-Vertical) klare Umsatz- und Traffic-Marktführer. Im Immobilienbereich liegt Adevintas Marke Fotocasa beim Traffic weit abgeschlagen hinter Idealista (1,9x Lead der #1 Idealista vs. Fotocasa).

Bei einem Gesamtmarktvolumen von ca. 300 Mio. Euro für die gesamte Online-Classified Industrie in Spanien, erzielte Adevinta in dieser Region im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 160 Mio. Euro sowie ein EBITDA von 47,1 Mio. Euro (29% EBITDA-Marge). Damit kommt Adevinta auf einen umsatzbezogenen Marktanteil von rd. 50%. Die Region sollte eine wichtige Rolle einnehmen, um künftig das Konzern-Margenziel >40% zu erreichen. Spanien befindet sich dabei auf einem guten Weg, da in 2017 inkrementelle Umsätze eine EBITDA-Marge von 40% und in 2018 von 60% zeigten (hauptsächlich aufgrund rückläufiger Marketing- und Personalkostenquote).

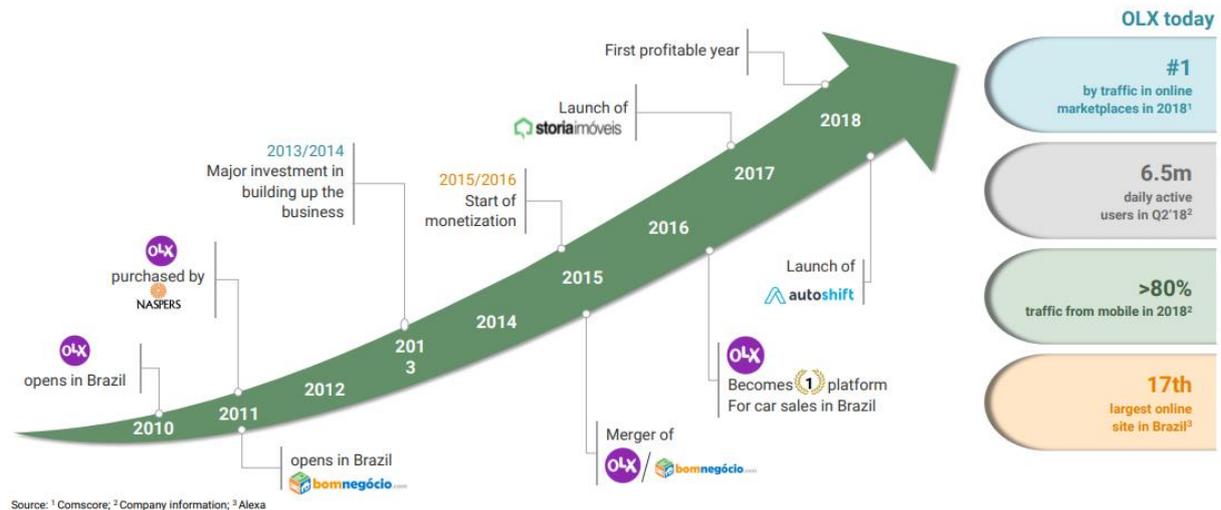
**Brasilien (50/50 JV mit Naspers, 5% vom Umsatz, 0% vom EBITDA Adevinta stand-alone)**

Brasilien war lange Zeit der größte Cash-Burner innerhalb von Schibsteds Portfolio von Online-Classified-Portalen aufgrund eines Ausgaben-Kriegs mit Naspers (hauptsächlich im Marketing). Ende 2014 schlossen sich diese beiden wichtigsten Player in Brasilien zu einem Joint Venture zusammen und bündelten ihre Kräfte unter der Marke OLX<sup>10</sup>, die mir aus meiner Zeit in Portugal als dortiges eBay-Äquivalent bekannt ist.

*„In Brazil we have been competing head-to-head with Schibsted. Doing this together is going to be good for all of us.“*

- Naspers CEO Bob van Dijk

Nach Gründung des JV konzentrierten sich Naspers und Schibsted zunächst darauf, den Kleinanzeigenbereich zu kultivieren, die Marke bekannter zu machen sowie den Traffic-Vorteil gegenüber Wettbewerbern zu zementieren.



De facto wird OLX Brazil erst seit 3 Jahren wirklich monetarisiert, da erstmalig in 2016 Listing-Gebühren für gewerbliche Immobilienmakler und Gebrauchtwagenhändler eingeführt wurden. Die Umsätze von OLX-Brazil (100% Betrachtung) wachsen derzeit mit 50% im Jahr und erreichten 2018 ein Niveau von 69 Mio. Euro. In 2018 wurde zudem erstmals der Break-Even erreicht, ergo liefert Brasilien heute noch keinen signifikanten Ergebnisbeitrag zum Konzern-EBITDA.

Langfristig hat Schibsted kein Margenziel für OLX Brazil kommuniziert, qualitativ machte der CFO meines Erachtens jedoch Andeutungen, dass dieses um 50% EBITDA-Marge herum liegen sollte. Die brasilianischen Aktivitäten konzentrieren sich generell stark auf die Sao Paulo Region, die 35-40% des landesweiten GDP ausmacht.

<sup>10</sup> Schibsteds Marktplatz in Brasilien lief zuvor unter der Marke „bomnegocio“

### 5.8 Brazil

OLX, a 50/50 is a joint venture with Naspers, is a market leader in the Brazilian online classifieds business, with the most traffic in general classifieds<sup>26</sup> resulting in very strong brand recognition amongst Brazilian internet users. OLX is a clear market leader in

cars with over 20,000 dealers (1.8x the #2 player)<sup>27</sup>.

MPI is also present in the Brazilian market with the jobs vertical InfoJobs (76% ownership).



- OLX is the Brazilian **market leader** in online classifieds
- OLX is a top 20 website in Brazil and **#1 in classifieds**
- OLX attracts **6.5 million daily** active users on average
- **80% of traffic** is mobile driven on OLX
- OLX reached profitability **in 2018**



OLX is focused on building traffic and strong brand recognition as a generalist website and thereby achieved clear market leadership in terms of traffic. In 2016, OLX introduced monetisation (listing fees) to its cars and real estate verticals. Since then, OLX has had

a strong track record of growth, following a similar improvement to that of Leboncoin's early stage ramp-up and has developed a particularly strong position in the cars vertical. OLX Brazil reached full-year profitability in 2018.

In unserem Gespräch sowie auch auf dem Capital Markets Day kommunizierte Schibsted die Erwartung, dass der gesamte adressierbare Markt in Brasilien in 2023 ca. 5 Mrd. USD groß sein wird. Diese Schätzung beinhaltet jedoch auch diverse angrenzende Dienstleistungen wie Hypothekenvermittlung oder Strom- und Telekommunikationsvergleichsportale. Berücksichtigt man die derzeitige Marktgröße der gesamten Classified-Industrie in Frankreich um 1 Mrd. Euro herum, so leben in Brasilien zwar 3x so viele Menschen (209 Mio. Einwohner vs. 66 Mio. Einwohner) jedoch liegt auch das Pro-Kopf-Einkommen nur bei ¼ des französischen Referenzwerts (10 Tsd. USD vs. 38 Tsd. USD), sodass der brasilianische Kernmarkt in 2023 eher bei >1 Mrd. USD liegen sollte anstatt bei den kommunizierten 5 Mrd. USD.

Die interessanteste Phase für ein Investment in ein Online-Classified-Geschäftsmodell ist häufig der Zeitpunkt, wenn a.) der Traffic-Vorteil ein kritisches Niveau überschritten hat (in Richtung 1,7x-2,0x vs. #2) und zudem b.) die Monetarisierung (hohe ARPU-Steigerungen) mit einem c.) zweistelligen Wachstum in der Anzahl zahlender Kunden zusammenfällt. OLX Brazil befindet sich meiner Meinung nach an diesem Punkt, da das Unternehmen nach eigenen Angaben bisher erst 17 Tsd. Autohändler von insgesamt 64 Tsd. zum Kundenstamm zählt (26% Penetration) sowie 14 Tsd. Immobilienmakler von insgesamt 63 Tsd. (22% Penetration). Langfristig werden meist 70-100% der gewerblichen Händler Kunde des #1 Classified-Portals.

FINANCIALS UND BEWERTUNG

Ich gehe für Schibsted auf Konzernebene (reported inkl. Adevinta) von einem Umsatzanstieg in Höhe von [Inhalte entfernt] pro Jahr aus von 1.992 Mio. Euro in 2018 auf [Inhalte entfernt] in 2023. Pro Forma erwarte ich einen Umsatzanstieg von 1.672 Mio. Euro in 2018 auf [Inhalte entfernt].

in Mio. NOK	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
<b>GROUPE REVENUES reported</b>	18.176,0	[Inhalte entfernt]					
<b>in % of Total Pro Forma y-o-y</b>	113%						
<b>North America Marketplaces</b>	2.843,0						
<b>in % of Total</b>	16%						
<b>New Markets</b>							
<b>in % of Total</b>							
<b>Financial Services</b>							
<b>in % of Total</b>							
<b>Growth</b>							
<b>in % of Total</b>							
<b>Other</b>							
<b>Eliminations</b>	-1.756,0						
<b>Schibsted</b>							
<b>in % of Total Pro Forma y-o-y</b>							
<b>Sanity Check 1</b>							
<b>Sanity Check 2</b>							
<b>Adevinta</b>							
<b>in % of Total Pro Forma y-o-y</b>							
<b>Sanity Check 1</b>							
<b>Sanity Check 2</b>							
<b>France</b>	2.946,4						
<b>Spain</b>	1.537,1						
<b>Global Markets</b>	1.138,9						
<b>Other &amp; HQ</b>	68,2						
<b>Eliminations</b>	-117,0						
<b>Brazil</b>							
<b>with Maspers non consolidated</b>	661,4						

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

**Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar**

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

Schibsted pro forma figures		
	2018	2023e
Umsatz	1.672 Mio. Euro (Adevinta at 59,3%)	[Inhalte entfernt]
EBITDA	307 Mio. Euro	
EBITDA-Margin	18%	
EBITDA-CAGR	-	13%

Ergebnisseitig erwarte ich ein EBITDA-Wachstum auf Konzernebene (reported) von 342 Mio. Euro in 2018 um [Inhalte entfernt].

Pro forma unterstelle ich ein EBITDA-Wachstum von 307 Mio. Euro in 2018 auf [Inhalte entfernt] Simplifiziert kann man sagen, dass Adevinta ca. 40% zum Pro Forma-EBITDA auf Konzernebene beiträgt und Schibsted ca. 60%. Da innerhalb von Schibsted die Nordic Marketplaces (50% Ergebnisanteil an Schibsted stand-alone) um ca. 7% p. a. im Ergebnis wachsen und Adevinta mit ca. 23% p. a. resultiert pro forma eine EBITDA-CAGR von 13%.

**WICHTIGER HINWEIS**

	2018	2021	2022	2023
in Mio. NOK				
<b>GROU</b>				
in % of				
HQ costs				
y-o-y				
Nordic				
in % of				
HQ costs				
News Media				
in % of				
HQ costs				
Financial				
in % of				
HQ costs				
Growth				
in % of				
HQ costs				
Schibsted				
Adevinta				
in % of				
HQ costs				
y-o-y				
Sanity Check 1				
Sanity Check 2				
Adevinta				
in % of				
HQ costs				
y-o-y				
Sanity Check 1				
Sanity Check 2				
France	1.627,0			
Spain	452,6			
Global Markets	-292,1			
Other & HQ	-334,4			
Brazil				
100% (50/50 JV with Naspers, non consolidated)		25,0		

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

**Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar**

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

Gegenüber der Ausgangsbasis in 2018 lässt sich die angenommene Entwicklung bis 2023 folgendermaßen visualisieren.



**WICHTIGER HINWEIS**

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

**Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar**

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

ca. 80% of profits aus Classifieds  
10% aus News

Für ein Schibsted-Investment ermittelt sich bei einem Kurs von momentan 274 NOK für Class A und 257 NOK für Class B eine IKK von [Abschnittskürzung].

Adevinta ist m. E. höher bewertet und verspricht im Erwartungswert [Abschnittskürzung].

Hauptgrund für die Diskrepanz in den Bewertungen ist m. E. ein zu geringes Verständnis der Marktteilnehmer für die Nordic Marketplaces. Finn und Blocket würden man die Bewertung (4,5 Mrd. Euro) und ferner für das EV/EBITDA-Multiple von 6x abzgl. 1x (0,5 Mrd. Euro), dann würde die verbliebene StubCo (1,3 Mrd. Euro, 20% vom momentanen Wert) zu einem EV von 1,3 Mrd. Euro (20% vom Bereich von 20x und ein börsennotiertes Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

**WICHTIGER HINWEIS**

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

Mit einem EV von momentan 6,3 Mrd. Euro und einem von mir erwarteten pro forma EBITDA in 2024 von 2,0 Mrd. Euro (EV/EBITDA 3,15x) ist die Bewertung (EV/EBITDA 2,0x) im Vergleich zu den vergleichbaren Unternehmen (EV/EBITDA Multiple-Expansion in 2015 auf über 22x Fwd. EV/EBITDA mit anschließend negativem Kursrückgang) massiv überbewertet. Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

**Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar**

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

	Sales FY+1	EBITDA FY+1	Margin FY0	Margin FY+1	EBITDA Margin FY+1	EBITDA CAGR	EV FY+1	EV FY+1
Schibsted consensus	19.097,9	3.904,5	18,4%	20,4%	23,1%	19%	18	15
Rightmove	289,1	221,5	77,4%	76,6%	76,3%	7%	21	20
Scout24	621,2	317,8	54,8%	51,2%	53,0%	12%	20	18
Adevinta	679,5	78,0	25,4%	29,1%	32,4%	29%	40	31
Auto Trader Group	281,4	67,7	24,1%	24,1%	23,8%	7%	18	18
Axel Springer	3.185,5	723,6	23,2%	22,7%	22,4%	-1%	12	12
Domain	320,6	111,0	29,2%	34,6%	36,4%	14%	18	16
REA Group	952,4	578,2	57,3%	60,7%	62,2%	15%	24	21