



Inhalt

STAMMDATEN 3

KURZHISTORIE / GESCHÄFTSMODELL 4

NEUES KAPITEL: NEW IAC 8

 WAS BEKOMMT MAN PRE UND POST SPIN-OFF JE IAC-AKTIE? 8

 RESULTATE DER LETZTEN BEIDEN NEUAUFBAUTEN NACH SPIN-OFFS 9

ANGI HOMESERVICES 12

 GESCHÄFTSMODELL 13

 MARKT 17

 WETTBEWERB UND WETTBEWERBSVORTEILE 20

 FINANCIALS 24

 LANGFRISTZIELE 30

 ABSCHLIEßENDE GEDANKEN ZUR TAKE RATE 33

 BEWERTUNG 35

VIMEO 37

SONSTIGE 40

IAC HOLDING DISCOUNT 42

SOTP-BEWERTUNG 44

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.

*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

STAMMDATEN

Kerntätigkeit: IAC (Abkürzung für: InterActiveCorp) ist eine Technologieholding und das Investmentvehikel des amerikanischen Medienunternehmers Barry Diller (78 Jahre alt, mit 7% Kapitalanteil und 43% Stimmrechtsanteil größter Aktionär des Unternehmens). IAC fokussiert sich häufig auf Kontrollbeteiligungen an Internet-Marktplatzunternehmen, die Suchende und Anbieter zusammenführen. In den beiden vergangenen Dekaden zeichnete sich IAC mehrfach durch erfolgreichen finanziellen Opportunismus aus: Im Speziellen wurden via Spin-Off-Transaktionen insgesamt 10 neue börsennotierte Gesellschaften geschaffen, nachdem die jeweiligen Beteiligungen innerhalb der Holding zuvor eine relevante Größe und Marktdurchdringung erreichen konnten (darunter Expedia, Ticketmaster und Tripadvisor). Nach diesen Spin-Offs hat sich das IAC-Management stets der Aufgabe gewidmet, den Aufbau der verbleibenden, kleineren Beteiligungen voranzutreiben und neue Akquisitionen zu tätigen. Im Juli 2020 wird dieser Kreislauf von Neuem beginnen, da IAC sein derzeit größtes Asset, den 80%-Anteil am Onlinedating-Unternehmen Match Group (Eigentümer der mobilen Dating-App Tinder und bereits börsennotiert mit 20% Freefloat), via Spin-Off an die bisherigen IAC-Aktionäre distribuieren wird. Zeitgleich wird es auf Seiten der Match Group einen wertneutralen equity-to-debt-swap geben (vergleichbar mit einem kreditfinanzierten Aktienrückkauf), für den die IAC-Aktionäre kompensatorisch auf einen Teil der ihnen zufließenden Match-Aktien verzichten müssen. Gleichzeitig erhalten sie jedoch nach Finalisierung des Spin-Offs eine wertvollere, nämlich dann schuldenfreie und mit ~4 Mrd. USD an neuen Barmitteln ausgestattete IAC (fortan auch: New IAC). New IACs größte operative Einheit wird nach dem Spin-Off der 85%-Anteil an der börsennotierten Handwerkervermittlungsplattform ANGI Homeservices sein, gefolgt von den 100%-Beteiligungen an Dotdash (werbefinanzierter Online-Publisher mit Domains wie Investopedia oder verywell), Vimeo (abonnementsbasierte Videobearbeitungs- und Hostingplattform) sowie Care.com (beitragsbasierte Vermittlungsplattform von Pflegekräften und Babysittern an Privathaushalte). Ferner besitzt IAC einen Minderheitsanteil am größten privaten Carsharing-Marktplatz Turo.

Umsatz 2019	4,8 Mrd. USD
davon: Match Group	2,1 Mrd. USD
davon: ANGI Homeservices	1,3 Mrd. USD
davon: Sonstige	1,4 Mrd. USD
adj. EBITDA 2019	1,0 Mrd. USD (21% EBITDA-Marge)
davon: Match Group	0,8 Mrd. USD (38% EBITDA-Marge)
davon: ANGI Homeservices	0,2 Mrd. USD (15% EBITDA-Marge)
davon: Sonstige	0,0 Mrd. USD (~Break-Even, gleicht die Holdingkosten aus)
NI nach Minderheiten	0,4 Mrd. USD bzw. 0,2 Mrd. USD abzgl. SBC
Levered FCF	0,8 Mrd. USD bzw. 0,7 Mrd. USD nach Minderheiten
Aktienanzahl	84,97 Mio. Stücke
Kurs	322 USD
Marktkapitalisierung	27,4 Mrd. USD
net debt auf Holdingebene	0,0 Mrd. USD (ab Juli post Spin-Off ~4 Mrd. USD net cash)
EV	27,4 Mrd. USD
P/E 2019	69x
P/Levered FCF 2019	39x

KURZHISTORIE / GESCHÄFTSMODELL

InterActiveCorp unter der Führung Barry Dillers (Chairman) ist neben Liberty Media unter der Führung John Malones (Chairman) eine der bekanntesten Erfolgsgeschichten im Hinblick auf traditionelle Medienkonglomerate, die sich über den Weg opportunistischer Kapitalallokation (kluge Akquisitionen zur Erschließung neuer Geschäftsfelder, Aktienrückkäufe bei Unterbewertung sowie hohe Investitionen in organisches Wachstum) dem Niedergang vieler klassischer Medienunternehmen entziehen konnten und attraktive Renditen für Aktionäre erzielten.

Barry Dillers Engagement bei IAC geht zurück auf das **Jahr 1995, als er eine 20%-Beteiligung an der TV-Sendergruppe Silver King mit damals insgesamt 250 Mio. USD Marktkapitalisierung erwarb.** Im Folgejahr

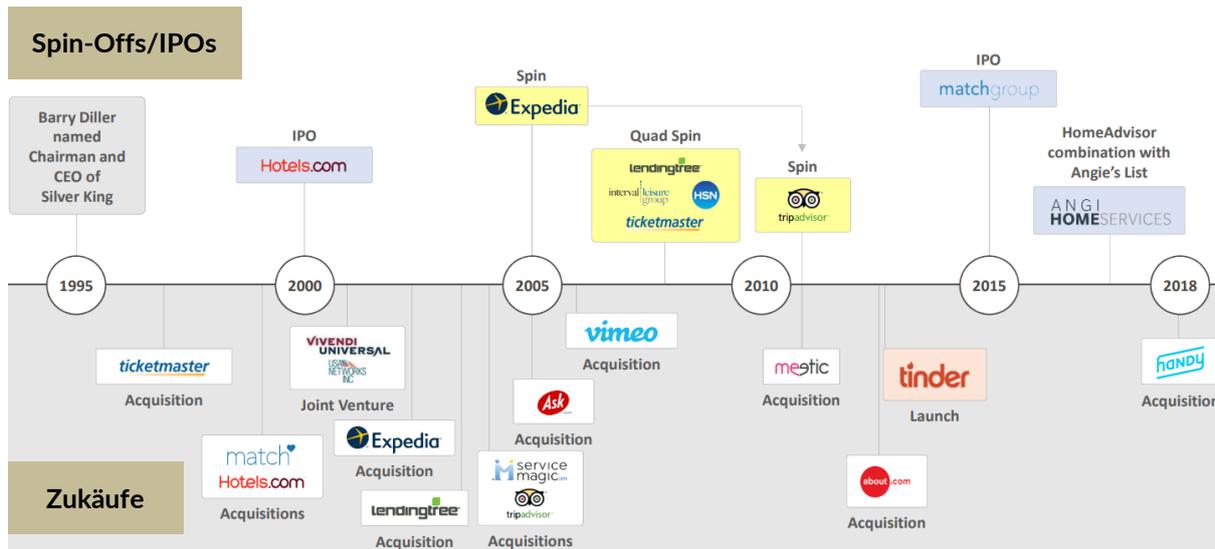


fusionierte Diller Silver King mit Home Shopping Network und erwarb 1997 über sein dadurch neu geschaffenes Investmentvehikel 50% an der Ticketmaster Group. 1999 wurden Hotels.com und Match.com übernommen. 2001 folgte Expedia. Über die Jahre hinweg unterlief Silver King mehrmals

einem Rebranding und wurde 2004 auf den Namen IAC/InterActiveCorp umgetauft, den das Unternehmen bis heute trägt.

Dillers spätem Aufbruch mit damals 53 Jahren in den Aufbau einer durch ihn kontrollierten Technologieholding ging eine erfolgreiche Managerkarriere im Bereich Film und Fernsehen voraus. Aufgewachsen in einer wohlhabenden Familie in Beverly Hills interessierte sich Diller früh für das Filmgeschäft in Hollywood und brach nach lediglich drei Wochen sein Studium an der UCLA ab, um stattdessen in der Poststelle der Talentagentur William Morris zu arbeiten. Dort baute sich Diller ein Netzwerk an Hollywood-Kontakten auf und gelang über eine glückliche Fügung erst zum Fernsehsender ABC und anschließend zum Filmstudio Paramount Pictures, das er zwischen 1974 und 1984 als CEO und Chairman leitete. In seiner Zeit bei Paramount bewilligte Diller die Produktion mehrerer Überraschungserfolge wie Indiana Jones: Jäger des verlorenen Schatzes und Beverly Hills Cop. Anschließend führte Diller bis 1992 Fox Broadcasting, das durch Rupert Murdoch finanzierte und neu gegründete vierte nationale Sendernetzwerk der USA. Diller verließ Fox 1992 vor allem aus dem Grund, dass er sein eigener Chef sein wollte und für etwas arbeiten wollte, was ihm „gehört“. Dies war unter Murdoch auszuschließen.

Hinsichtlich der Entwicklung der Holding über die letzten beiden Dekaden zeigt die Abbildung auf der nächsten Seite im unteren, grau eingefärbten Abschnitt die Zukäufe IACs und im oberen Teil die Abgänge aus der Holding über Spin-Offs oder IPOs.



Die abgebildeten Transaktionen hatten zur Folge, dass aus der 1995 mit 250 Mio. USD Marktkapitalisierung bewerteten Silver King bis heute ein Firmengeflecht mit rd. 70 Mrd. USD Gesamtmarktkapitalisierung heranwuchs (unter Zuhilfenahme zwischenzeitlicher Kapitalerhöhungen).

Mittels Spin-Offs wurden in Summe 10 börsennotierte Gesellschaften geschaffen und zwar neben 1.) IAC, 2.) Match Group, 3.) ANGI Homeservices, 4.) Expedia, 5.) Tripadvisor, 6.) Trivago, 7.) Ticketmaster (später mit Live Nation verschmolzen), 8.) HSN (mit QVC zu Qurate Retail verschmolzen), 9.) Interval (akquiriert durch Marriott) und zuletzt 10.) Lendingtree. Nach diversen, erfolgreichen Spin-Offs hat sich das IAC-Management stets erneut der Aufgabe gewidmet, den Aufbau der verbleibenden, kleineren Beteiligungen voranzutreiben und neue Akquisitionen zu tätigen.

Wer Mitte 1995 1.000 USD gemeinsam mit Barry Diller in die spätere IAC investierte, Dividenden reinvestierte und sämtliche distribuierten Anteile an neuen börsennotierten Gesellschaften bis heute hielt, besäße etwa 24.000 USD (14% CAGR) ggü. +10.000 USD für eine laufzeitäquivalente Investition in den S&P 500 (10% CAGR). Die Outperformance IACs gegenüber der Benchmark fiel in den vergangenen fünf Jahren (Ende 2014-2019) und zehn Jahren (Ende 2009-2019) mit einer annualisierten Gesamtrendite von 33% (S&P 500: 12%) respektive 29% (S&P 500: 14%) noch deutlicher aus. Bei dieser hohen Differenz zum Index liegt die Vermutung nahe, dass mindestens eine Beteiligung innerhalb der Holding sämtliche Erwartungen bei Weitem übertroffen haben muss. In der letzten Dekade handelte es sich bei diesem **Blockbuster-Erfolg¹ um die mobile Dating App Tinder**, die 2012 von Hatch Labs, einem Joint Venture zwischen IAC und Xtreme Labs, entwickelt wurde.

Tinder zählt insgesamt 60 Mio. Nutzer von denen ca. 6 Mio. die bezahlpflichtigen Zusatzfunktionen der App nutzen. Tinders beliebtestes Monatsabonnement wurde 2017 unter der Marke „Tinder Gold“ eingeführt und enthält zusätzlich zu den „Tinder Plus“-Funktionen (fünf Super Likes pro Tag, unbegrenztes Swiping, Änderung der Region via Passport sowie prominentere Platzierung des eigenen Profils) die **Likes You-Neuerung**, durch die Abonnenten bereits vor eigener Aktivität sehen können, welche Nutzer das eigene Profil nach rechts

¹ IACs 80%-Anteil an MTCH hat eine Kostenbasis von 1,6 Mrd. USD, ist heute etwa 24 Mrd. USD wert und repräsentiert damit ca. 85% des Börsenwerts der gesamten IAC

gewischt haben. Tinder Gold kostet je nach Laufzeit **12,50-29,99 USD/Monat**. Der ARPU beträgt auf Gruppenebene rd. 20 USD, sodass Tinder 2019 erstmals >1 Mrd. USD Jahresumsatz erzielen konnte.²

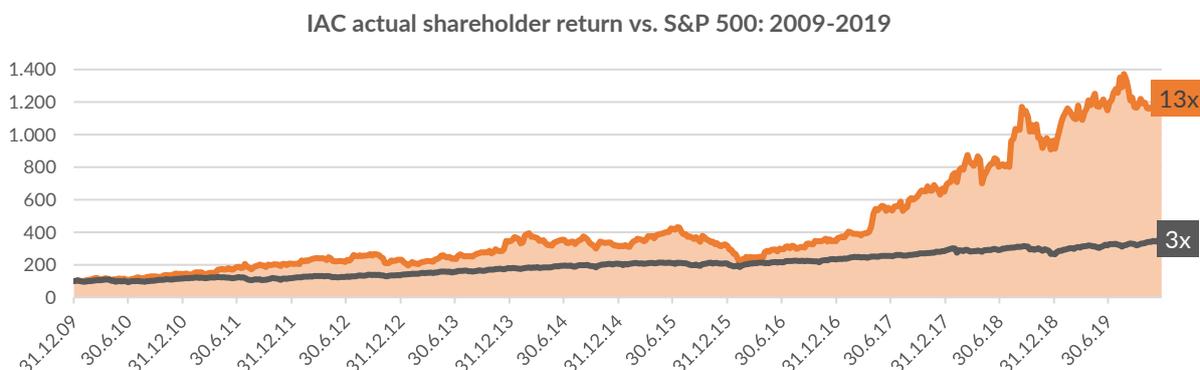
Als Folge dieser erfolgreichen Monetarisierungsstrategie stuft das amerikanische Marktforschungsunternehmen Sensor Tower Tinder seit mehreren Quartalen als eine der drei weltweit umsatzstärksten Apps in Apples App Store und Googles Play Store ein, die nicht aus der Gaming-Branche stammen (Umsatzdaten für Mai 2020 siehe Tabelle).



Quelle: Sensor Tower

Meiner Ansicht nach empfiehlt sich bei IAC ein Blick auf die unterstellte Aktien-Performance, die sich ohne einen extremen Ausreißer wie Tinder ceteris paribus eingestellt hätte. In solch einem Fall wären meinen Annahmen zufolge immer noch angemessene Renditen für Aktionäre erzielt worden (siehe Tabelle).

Total Shareholder Return p. a.	IAC actual	IAC ex Tinder (e)	S&P 500	Δ actual
2014-2019 (5 Jahre)	33%	16%	12%	+21PP
2009-2019 (10 Jahre)	29%	14%	14%	+15PP

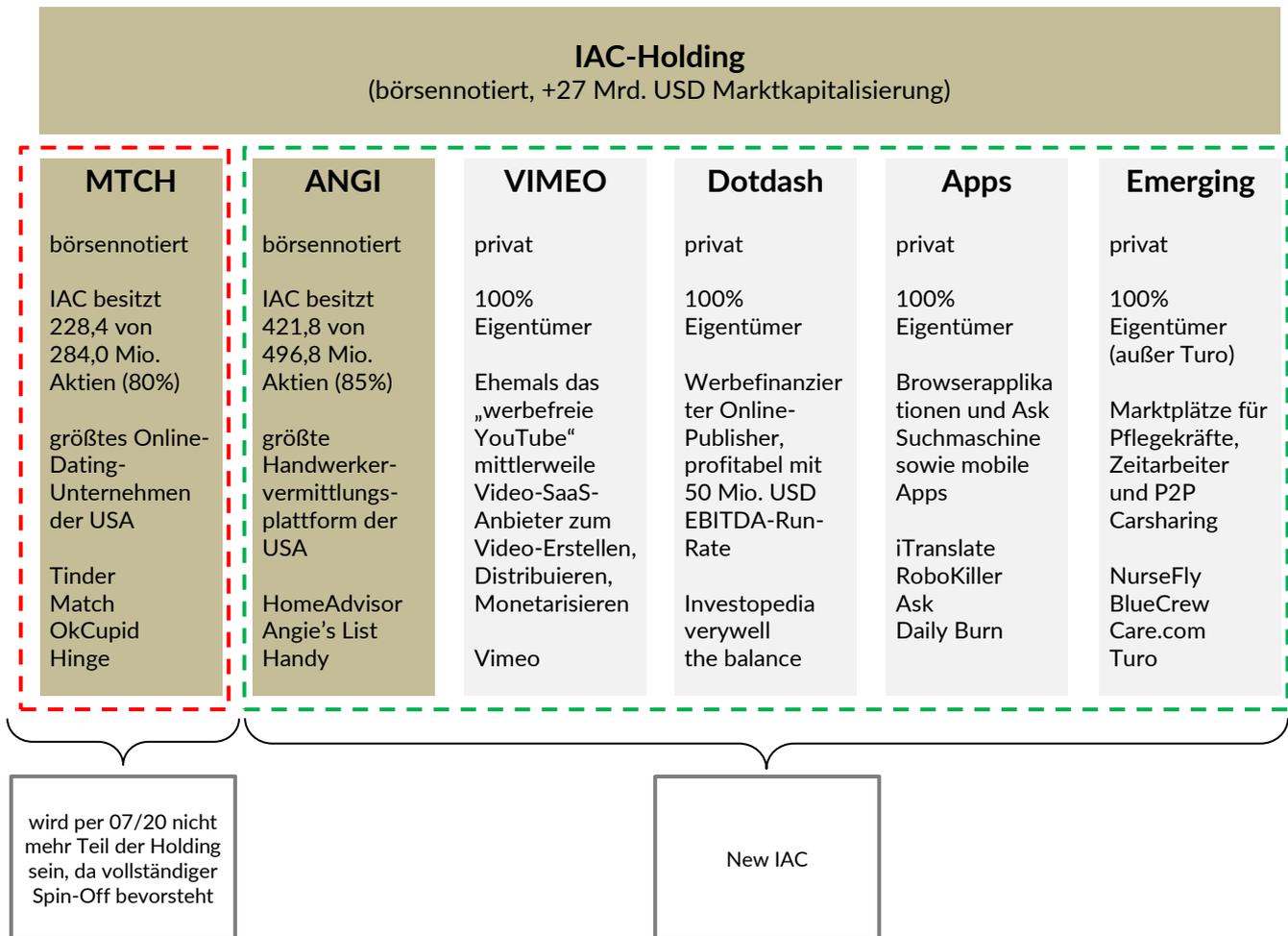


² Der Gesamtumsatz der Match Group in 2019 betrug inklusive der anderen Marken 2 Mrd. USD und das adj. EBITDA 0,8 Mrd. USD (38% Marge)

Per Anfang 2020 ist IAC folgendermaßen aufgestellt und berichtet über folgende Segmente:³

- Match: ~900 Mio. USD EBITDA20E
- ANGI Homeservices: 200-250 Mio. USD EBITDA20E
- Vimeo: (35)-(25) Mio. USD EBITDA20E
- Dotdash: 45-55 Mio. USD EBITDA20E
- Applications: 60-70 Mio. USD EBITDA20E
- Emerging & Other: (10)-0 Mio. USD EBITDA20E
- [Corporate: (125) Mio. USD EBITDA20E, nach dem Spin-Off etwa (75) Mio. USD]

→ Total: ~1,1 Mrd. USD EBITDA20E (bzw. 0,2 Mrd. USD exkl. Tinder)



Etwa 85% des Börsenwerts von IAC entfällt auf die Beteiligung an Match Group, deren Ausgliederung unmittelbar bevorsteht. Anschließend wird New IAC signifikant geschrumpft sein und es verbleiben lediglich die oben grün gekennzeichneten Beteiligungen sowie ein hoher Kassenbestand in der Holding. ANGI Homeservices wird zur größten operativen Einheit.

³ die Angaben zu den EBITDA-Beiträgen dienen der Veranschaulichung der Bedeutung der Beteiligungen für die Holding. Sie entsprechen den Managementenerwartungen vor dem Shutdown in den USA durch Covid-19 und berücksichtigen ferner nicht die Minderheitenansprüche an den Ergebnissen von MTCH und ANGI

NEUES KAPITEL: NEW IAC

Was bekommt man pre und post Spin-Off je IAC-Aktie?

Anteile von IAC werden derzeit zu 322 USD gehandelt. Dafür erhält ein Investor pre Spin-Off:

IAC SOTP pre Spin (in USD per Share)	Eigentum (je Aktie oder %)	Kurs	Wert je IAC-Aktie	kumuliert
IAC	1 Aktie	322	322	-
MTCH	2,7 Aktien	107	287	287
ANGI	5,0 Aktien	12	60	347
Net Cash per Share	100%	-	7	354
Vimeo, Dotdash, Applications, Emerging	100%	-	?	354 + ?
Holding Discount	100%	-	HD	354 + ? - HD

Würde man unterstellen, dass der Wert der operativen Beteiligungen Vimeo, Dotdash, Applications und Emerging mindestens den Holding Discount ausgleicht, läge der Fair Value von IAC bei 354 USD (Upside: 32 USD bzw. +10%). Könnte man diesen Abschlag auf Basis einer verkleinerten Holding mit einem geringeren Aktienkurs heben, wäre das prozentuale Upside attraktiver.

Post Spin-Off wird New IAC zu einem geringeren Aktienkurs notieren. Ohne MTCH würden die Anteile von New IAC ceteris paribus voraussichtlich initial zu ~35 USD gehandelt.⁴ Durch einen equity-to-debt-swap auf Seiten von MTCH sowie diverse weitere Transaktionen während der Ausgliederung⁵ dürften Anteile an New IAC faktisch jedoch post Spin-Off m. E. eher zu >90 USD gehandelt werden (siehe Abschnitt SOTP-BEWERTUNG auf S. 44).

New IAC SOTP post Spin (in USD per Share)	Eigentum (je Aktie oder %)	Kurs	Wert je IAC-Aktie	kumuliert
IAC	1 Aktie	>90	>90	-
ANGI	5,0 Aktien	12	60	60
Net Cash per Share	100%	-	46	106
Vimeo, Dotdash, Applications, Emerging	100%	-	?	106 + ?
Holding Discount	100%	-	HD	106 + ? - HD

Würde man unterstellen, dass der Wert der operativen Beteiligungen Vimeo, Dotdash, Applications und Emerging mindestens den Holding Discount ausgleicht, läge der Fair Value von IAC bei 106 USD (Upside: 26 USD bzw. +18%).

⁴ 85% des IAC-Börsenwerts entfällt pre Spin-Off auf MTCH bzw. 322 USD - 287 USD = 35 USD

⁵ neben equity-to-debt-swap zusätzlich 1,4 Mrd. USD Blockverkauf von MTCH-Aktien durch IAC, MTCH-Cash-Dividendenausschüttung (3 USD/Aktie), Aufteilung von Aktienoptionen zwischen IAC und MTCH, Immobilienverkauf von IAC an MTCH, Kompensation für den Transfer von Verlustvorträgen, niedriger Nettokassenbestand durch 500 Mio. USD-Erwerb von care.com u. a. Die Transaktion ist für Aktionäre steuerbefreit

Resultate der letzten beiden Neuaufbauten nach Spin-Offs

Für die verbleibende IAC (New IAC) stellt sich zwangsläufig die Anschlussfrage nach der Werthaltigkeit der größten Beteiligung, ANGI Homeservices, sowie außerdem die Frage, ob die Nettokassenposition von ~4 Mrd. USD wertschaffend eingesetzt werden wird – oder nicht.

Der durch den Spin-Off der Match Group eingeleitete **Neuaufbau** wird zu einer deutlich kleinere Holding führen und könnte prozentual attraktive Renditen generieren. In den 2000er-Jahren hat IAC bereits zwei Mal (Spin-Off von Expedia in 2005 sowie Quad-Spin-Off von Ticketmaster, Lendingtree, Interval und HSN in 2008) erfolgreich den Weg einer Schrumpfung mit anschließendem Neuaufbau durchlaufen (siehe Darstellung auf der nächsten Seite).

An dieser Stelle empfiehlt sich ein kurzer Blick auf die übergeordnete Philosophie der beiden Hauptakteure IACs, Barry Diller (Chairman) und Joey Levin (CEO),⁶ bezüglich dem Sinn von Erneuerung, Spin-Offs und finanzieller Disziplin.

„You have to think of IAC as an anti-conglomerate. Its purpose is renewal. We build things up, we spin them off, we get down to very little and we start over again.“

- Barry Diller, Chairman of IAC

“We will always evolve, but our basic principle of financially disciplined opportunism will never change.“

- Corporate motto of IAC

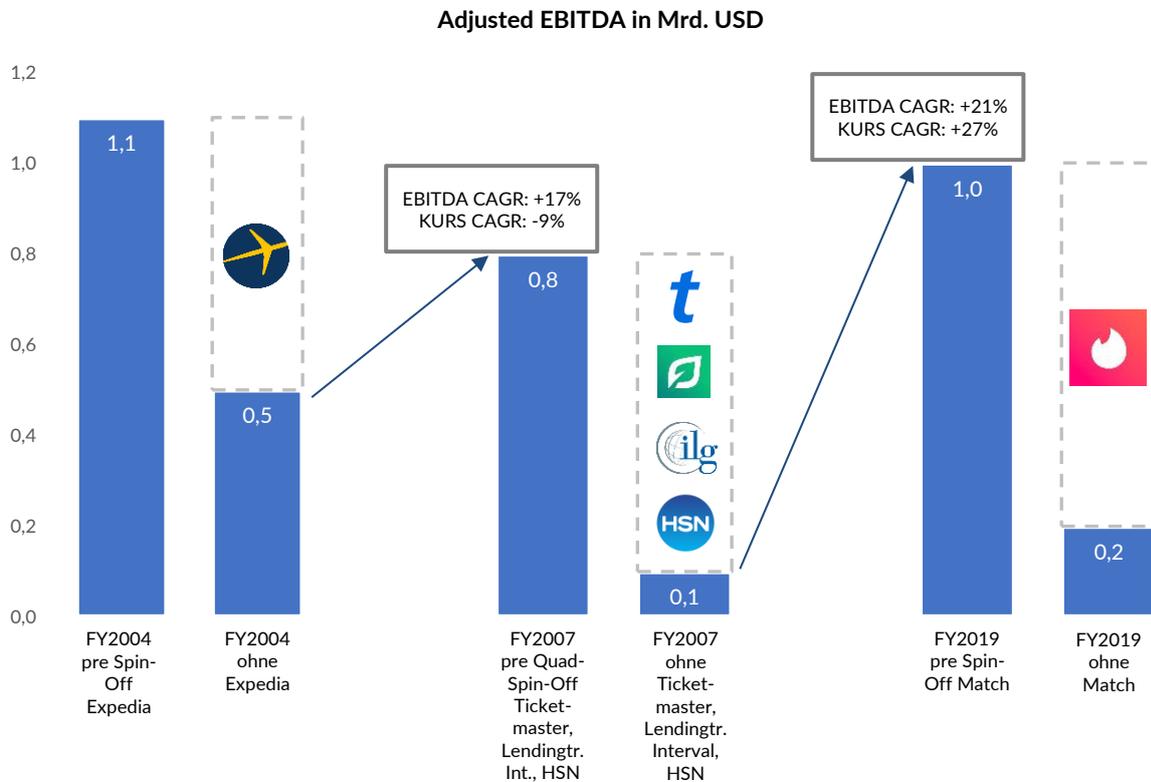
*“What I find so interesting about Barry’s business model is that the moment he becomes **sure-footed in his strategy, that’s the moment his interest starts to wane**. He has no interest in clinging to familiar properties, or even the ones that anchor IAC’s portfolio. Here’s what makes IAC such a strange and indescribable business. Everything Barry learned about online dating, travel or new media, he’s ready to spin off as soon as he’s figured it out. In 2008 alone, IAC spun off the Home Shopping Network, Ticketmaster, and LendingTree.com. IAC, in short, is not quite a conglomerate – though it’s often mistaken for one. It’s more like an incubator that hatches ideas for just about the length of time that Barry can sustain his interest. It’s a portfolio constantly poised between Barry’s desire to learn and unlearn.“*

- Reid Hoffman, Co-founder of LinkedIn

Dillers Engagement bei IAC erreichte historisch stets einen Höhepunkt, wenn sich die Holding nach abgeschlossenen Spin-Offs am Beginn eines Neuaufbaus befand. Das Instrument der Spin-Offs nötigt den neu geschaffenen, eigenständigen Gesellschaften nach Meinung Dillers eine höhere Disziplin in der Ressourcenverwendung ab und zwingt gleichzeitig das Management der Holding dazu, den Fokus erneut auf die kleineren Beteiligungen zu legen. Die letzten beiden Male, 2005 und 2008, startete IAC jeweils mit einem post Spin-Off um >60% verminderten EBITDA auf Holdingebene und konnte bis zum nächsten Neuaufbau stets wieder

⁶ Levin ist seit Juni 2015 CEO von IAC, zuvor leitete er die Application-Sparte innerhalb der Holding und startete seine Karriere ursprünglich im M&A für Credit Suisse. Levin hat die quartalsweisen Shareholder Letter eingeführt, in denen IAC über die operativen Entwicklungen und Prioritäten in der Kapitalallokation berichtet

das ursprüngliche Niveau von 0,8-1,0 Mrd. USD EBITDA zurückerobern (siehe nachfolgende Grafik).



Zwei Dinge fallen dabei ins Auge:

- 1.) Trotz operativ zufriedenstellender Entwicklung nach dem Expedia Spin-Off (EBITDA: +17% CAGR) entwickelte sich die IAC-Aktie über die anschließenden drei Jahre bis zum Quad-Spin-Off negativ (-9% CAGR)
- 2.) Ohne die Blockbuster-Entwicklung von Tinder/Match hätte sich der aggregierte EBITDA-Beitrag der restlichen Beteiligungen in der Holding seit 2008 nicht erhöht (0,1 Mrd. USD in 2007, 0,2 Mrd. USD Ende 2008 und weiterhin 0,2 Mrd. USD Ende 2019)

Zu 1.) muss jedoch angemerkt werden, dass die IAC-Aktie zum Zeitpunkt des Quad-Spins schlichtweg sehr günstig notierte (siehe Tabelle), was über wenige Jahre nur bedingt im Einflussbereich des Managements liegt.

Bewertung der IAC-Holding	IAC post Quad-Spin 2008	New IAC 2020
shares outstanding (in Mio. Stücke)	149	85
Aktienkurs (in USD)	17	90
Marktkapitalisierung (in Mrd. USD)	2,5	7,6
Nettokasse und Minderheiten (in Mrd. USD)	(1.4)	(3.3)
EV (in Mrd. USD)	1,1	4,3
EBITDA (in Mrd. USD)	0,2	0,2
EV/EBITDA	5,7x	21,5x

Zu 2.) sollte außerdem nicht außer Acht gelassen werden, dass IAC über die vergangene Dekade insgesamt 6,7 Mrd. USD FCF generierte und den Löwenanteil (53%) davon für Rückkäufe verwendete, wodurch sich der share count von 149 Mio. Stücke auf zuletzt 85 Mio. Stücke verringerte (-43%). Wäre das Management der Auffassung gewesen, dass diese Investition in die eigene Aktie nicht attraktiv wäre, hätte man mit den 3,6 Mrd. USD auch problemlos zusätzliche 0,2 Mrd. USD EBITDA akquirieren können. Speziell nach dem Quad-Spin zwischen 2008 und 2012 kaufte IAC aggressiv jedes Jahr >10% der ausstehenden Aktien zurück für einen durchschnittlichen Kurs von 27 USD gegenüber 322 USD heute. Meiner Meinung nach hat das Management hier einen Nachweis über zufriedenstellende Fähigkeiten in der Kapitalallokation geleistet.

ANGI HOMESERVICES

Innerhalb von New IAC wird der Mehrheitsanteil (85%) an Amerikas größter Handwerkervermittlungsplattform, ANGI Homeservices, die größte operative Einheit darstellen und m. E. 60-70% der Marktkapitalisierung von New IAC ausmachen. Die Werthaltigkeit dieser Beteiligung wird im Fokus stehen, wenn Investoren ab Juli bewerten, ob IAC nach dem Spin-Off von Match mit einem ungerechtfertigt hohen Discount zum SOTP-Fair Value notiert – oder nicht.

Wichtigste Marken	Kennzahlen	FY2005	FY2019
	US TAM (USD)	290 Mrd.	400 Mrd.
	Umsatz (USD)	41 Mio.	1.326 Mio.
	adj. EBITDA (USD)	12 Mio.	202 Mio.
	Marge	29%	15%
	Service Providers (Tsd.)	37	257
	Service Requests (Mio.)	1,8	27,4
	Marktwert (Mio. USD)	328 (Erstinvestment)	3.600 (11x)

*“We think about, kind of as we always have, we think about not the aggregate IAC, but we think about the pieces. So it's always, IAC has always been a collection of businesses, and I'm sure always will be. But I look at probably **in order of size or near-term impact, you'd certainly start with ANGI.***

I mean ANGI is also public, but ANGI is going to be the biggest part of a post-Match IAC and also the biggest, I think, opportunity in the sense that we – it's a \$400 billion market. I think we have a far and away leadership position in that market. We have the most – ANGI's in the business of connecting consumers with home service professionals. And we have about 250,000 active, engaged paying home service professionals on the platform and 20-something million consumers on that platform, and we're in the business of matching them. And that business has just – I think it's been steadily growing revenue and really has done an unbelievable job in taming what is a very challenged marketplace with local home service professionals. We've tried many times throughout our history in terms of how to get local home service professionals to use tools on the Internet to find consumers, and I think we've finally figured that out. Of course, we continue to innovate and continue to get better, and we're launching a new product on ANGI called fixed-price services that really starts to change that market again. But I look at ANGI as just a massive opportunity, both in the U.S. and in Western Europe, where we've got 5 different businesses.”

- Joey Levin, CEO of IAC

Geschäftsmodell

ANGI Homeservices vermittelt Handwerker an Hausbesitzer und erzielte 2019 ein Umsatzwachstum von +17% auf 1,3 Mrd. USD bei einem adj. EBITDA von 0,2 Mrd. USD (15% Marge). Die wichtigste Marke von ANGI Homeservices ist die Leadgenerierungsplattform HomeAdvisor (früher: ServiceMagic), die Aufträge in über 500 Kategorien vermittelt (darunter Renovierungs-, Reparatur-, Installations-, Landschaftsgartenbauprojekte uvm.). 2017 übernahm IAC zusätzlich zu HomeAdvisor das darbende Handwerkerbewertungsportal Angie’s List⁷ sowie 2018 die Reinigungskraft- und Monteurvermittlungs-App Handy. Ferner existieren kleinere Auslandstöchter wie MyHammer⁸ (Deutschland) oder Werkspot (Niederlande).

HomeAdvisor (70% des Gesamtumsatzes von ANGI Homeservices) ist eine **Leadgenerierungsplattform, die über 250 Tsd. Handwerker auf der einen und 15 Mio. Haushalte (entspricht 12% aller US-Haushalte) auf der anderen Seite zusammenbringt.** Im Mittel stellen die Haushalte pro Jahr 1,8 Serviceanfragen (im Nachfolgenden auch: Service Requests) auf HomeAdvisor, sodass in 2019 insgesamt 27 Mio. Service Requests auf HomeAdvisor gestellt wurden. Diese Anfragen verkauft HomeAdvisor im nächsten Schritt in einem „Preis pro Lead“-Modell an maximal vier Handwerker (nachfolgend auch: Service Provider), wobei sich die Preise pro Lead in Abhängigkeit des Projektwertes zwischen 10-80 USD bewegen. Im Mittel ist ein Lead mit 30 USD bepreist und der durchschnittliche Wert eines fertiggestellten Projekts liegt bei ~3.000 USD (siehe Grafik unten). Zusätzlich zu den Budgets für Leads zahlen Service Provider eine Jahresgebühr von 288 USD. Die Umsätze aus den Jahresgebühren machen jedoch lediglich 5% vom Gesamtumsatz aus.

Service professional connection fees tied to project value and geographic locale



⁷ für 500 Mio. USD bzw. <2x Umsatz; Handwerker können auf Angie’s List Sichtbarkeitsprodukte kaufen für einen CPC zwischen 4-8 USD, wodurch das eigene Profil in den Suchergebnissen prominenter angezeigt wird. Angie’s List war vor der Übernahme durch IAC ein beliebter Short Case unter mehreren amerikanischen Investoren (siehe hierzu auch: <https://citronresearch.com/angies-list-bad-idea-bad-business-wall-street-fiction/>), da das Unternehmen zum einen hoch bewertet und zum anderen auffallend schlecht geführt war. So stufte Angie’s List z. B. Kunden, die ein Premiumabonnement abgeschlossen hatten, bei automatischer Vertragserneuerung im Folgejahr auf einen signifikant teureren Tarif hoch, ohne dass dies zuvor transparent gemacht wurde. Anschließend wurde Angie’s List gerichtlich dazu gezwungen, Kunden für dieses Vorgehen zu kompensieren. IAC übernahm Angie’s List alleinig aufgrund der Markenbekanntheit und des kostenlosen, zielgenauen Traffics, der über Homeadvisor monetarisiert werden kann

⁸ Homeadvisor hält 80% an der börsennotierten MyHammer Holding AG, 20% sind Streubesitz

Bei Lead-Generierungsplattformen gilt es zu beachten, dass nicht jeder Lead am Ende auch zu einer Transaktion bzw. Projektdurchführung führt.⁹ Hausbesitzer, die eine kostenlose Anfrage auf HomeAdvisor stellen, sind nicht verpflichtet, mit irgendeinem über die Plattform vermittelten Handwerker zusammenzuarbeiten. Manche Endkunden nutzen die Seite aus diesem Grund schlicht dafür, ein Vergleichsangebot zu einem bereits vorliegenden Handwerkerangebot einzuholen. Solche Leads haben wiederum eine geringe Qualität für die Handwerker und führen zu einer häufig sehr(!) negativen Meinung hinsichtlich dem Preis-/Leistungsversprechen der Leadgenerierungsplattformen in der Handwerkerbranche.

Da HomeAdvisor je nach Region einen Lead nicht nur an einen, sondern an zwei, drei oder maximal vier Service Provider verschickt, liegt die **Win-Rate für Handwerker auf der Plattform in der Praxis nur bei 25%-33%**, sodass sich die effektiven Kundengewinnungskosten gegenüber dem mittleren Preis pro Lead von 30 USD auf 90-120 USD vervierfachen. Da die Win-Rate außerdem schief verteilt ist zwischen professionellen, größeren Handwerksbetrieben mit eigenem Call-Center gegenüber kleineren, teilweise Ein-Mann-Unternehmen, liegt das Frustrationspotenzial bei Letzteren hoch (siehe dazu exemplarische, *desaströse* Anbieterbewertungen zu HomeAdvisor und dem Wettbewerber Thumbtack auf Better Business Bureau). Zur Wahrheit gehört am Ende aber auch, dass erfolgreiche, professionelle Anbieter als profitgetriebene Unternehmen agieren, die nicht daran denken, lange Rezensionstexte über etwaige positive Erfahrungen im Internet zu verfassen (Selbstselektions-Bias).



DAWNA M

★★★★★

06/17/2020

Against my better judgment, I tried Home Advisor a second time since they assured me that their system had been completely overhauled from years past and that now they match the work with the right contractor through a very careful screening process. Let me say that I have managed two very successful small-contracting offices. Home Advisor ripped us off the first time by sending leads that weren't even close to our trade and parameters. I was watching carefully the second time around - expecting improvement. We are an excavation contractor. The first five leads resulted in: #1 Customer said job was on hold, no bids needed; #2 Customer never called back; #3 Contacted customer over her site-clearing request. She wanted to rent goats to eat her weeds!; #4 Customer had no idea why Home Advisor was giving contractors her contact info. Each time you're sent a lead, Home Advisor charges your credit card, whether you contact the lead or not. You can see why they throw anything at you and hope something sticks since they get paid no matter what. They will not credit for bogus leads and when I canceled the subscription, they denied it. This is a scam and someone needs to start a class-action suit! Small contractors, BEWARE!

- Exemplarische Rezension eines **HomeAdvisors**-Anbieters auf [bbb.org](https://www.bbb.org)

⁹ hier unterscheidet sich Homeadvisor von Marktplätzen wie Grubhub oder Booking, wo nur tatsächlich durchgeführte Bestellungen/Buchungen einer Provision unterliegen

Complaint Type: Billing/Collection Issues **Status:** Answered 



01/07/2020

Thumbtack operates an automatic charge system for leads they provide to you that match preferences that you select for your business profile. I have been a part of Thumbtack for years and just in the last year or so, their lead service has been automatically charging me for leads that do not match my preferences. I have complained multiple times about this, spoken with managers, filed complaints directly, etc. and it keeps happening. Every time you're charged for a lead that doesn't match your preferences, you're told to submit a request for a refund, which I do. Half of the time my refund is approved and the other half of the time it's denied, which then results in my having to argue with someone at Thumbtack about giving me a credit (they won't give you a full form of payment refund) for the lead I should have never been charged with. Sometimes they're easy about giving me my money back and other times I get the runaround, saying I've "maxed out my number of allowed refunds"--how there can be a max when they're charging you for things they shouldn't is another huge poor business practice. Other times I'm told I can't have a refund because it does match my preferences, when I can prove that it clearly does not. Every time this happens they tell me they're "making a note for the engineers" but we're going on probably 9 months that this has been happening, with no solution. In my opinion, they're basically stealing my money and hoping I'm too busy to argue with them about giving it back.

- Exemplarische Rezension eines **Thumbtack**-Anbieters auf bbb.org

Sobald ein Service Provider eine E-Mail-Benachrichtigung über einen neuen Lead erhält, wird dieser bei HomeAdvisor unabhängig vom Ausgang der Kontaktvermittlung direkt in Rechnung gestellt und verringert das monatliche Lead-Budget der Handwerker (siehe FAQ unten). Nach Erhalt eines Leads beginnt für den Handwerker ein „Wettlauf gegen die Zeit“, denn es sind primär solche Handwerker in der Lead-Konvertierung erfolgreich, die schnell den

Frequently Asked Questions

Q. How does HomeAdvisor work?

A. First we find homeowners looking for help completing home projects and collect information about their project. Our patented ProFinder technology then identifies relevant professionals, taking into account our pros' availability, service type and location preferences. When we have a match, we send the homeowner's information to the matched pro(s) instantly so that he/she/they can contact the consumer to try and win the job.

Q. Do I only pay for the jobs I win?

A. No, HomeAdvisor does not provide or guarantee jobs. You will be charged for each lead you receive, whether or not you ultimately win the job, and regardless of whether the customer hires any pro to complete the job.

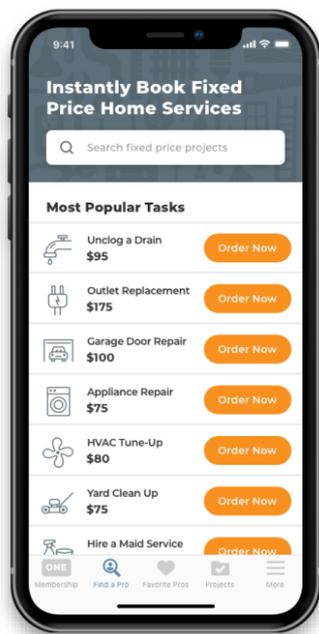
Q. What is a spend target?

A. Your spend target is an estimated monthly amount that you would like HomeAdvisor to try to meet when sending you leads. The spend target is not a cap, but rather an estimated goal of monthly lead spend, and will be split between Exact Match Leads and Market Match (ProFinder) leads. If you pause or turn off your leads, when you turn them back on, a new monthly spend target cycle may be created, such that it is possible your monthly spend target could be exceeded in less than one calendar month. Additionally, your exact spend target may be exceeded in the normal course of events for multiple reasons, including by a lead or two because our matching algorithm will send a lead up until the precise point your spend target is exceeded (i.e. if your spend target is \$500, and you are currently at \$480, you may still receive at Lead valued at \$40, at which point you would not receive any more leads as you would have exceeded \$500). We also may allow you to exceed your Exact Match spend target by 3x, because customers are calling specifically for you and we do not want to turn them away, or for you to lose these highly targeted leads. Please review your invoices regularly to ensure that you are satisfied with your spend target as set.

telefonischen Erstkontakt zu den Hausbesitzern suchen (typischerweise in den ersten fünf Minuten). In diesem Telefonat versuchen die Service Provider, einen Preis für das Projekt auszuhandeln, einen Kostenanschlag zu unterbreiten und durch einen höflichen, professionellen Umgang ihre Chance zu erhöhen, den Lead in einen tatsächlichen Job zu konvertieren. Kleinere, weniger effizient arbeitende Handwerksbetriebe haben hier häufiger das Nachsehen, da sie mitunter keine Trennung zwischen Vertriebsmitarbeiter und ausführenden Handwerkern gewährleisten können.

Kleinere Handwerksbetriebe sind aus den genannten Gründen häufig unzufrieden mit dem klassischen Monetarisierungsmodell HomeAdvisors. Um hier im besten Falle Abhilfe zu schaffen, **führt das Management derzeit zusätzlich zum klassischen Lead-Modell ein Fixpreis-Modell ein**, bei dem HomeAdvisor den Handwerker für eine garantierte Projektdurchführung bezahlt (siehe Abbildung unten), anstatt dass der Handwerker HomeAdvisor für Leads bezahlt.

Der Hausbesitzer überspringt im Fixpreis-Modell sämtliche Schritte des Kennenlernens oder der Preisverhandlung mit dem Handwerker und zahlt stattdessen einen Fixpreis an HomeAdvisor bei Online-Buchung seines Anliegens. Der auf diesem Weg generierte Auftrag wird von HomeAdvisor exklusiv an einen Handwerksbetrieb vergeben und soll diesem mehr garantierte Projektdurchführungen einbringen. Das neue Modell soll außerdem Hausbesitzer in manchen Regionen vor einer Overchoice-Problematik bewahren, da beim klassischen Lead-Modell innerhalb der ersten fünf Minuten vier Handwerksbetriebe beim Kunden anrufen, was zum Teil als lästig empfunden wird.



Upfront Transparent Pricing

Pre-priced projects means no haggling or negotiating. Always get a fair price.

Simple Scheduling

Pros available when you need them. No more chasing quotes or playing phone tag.

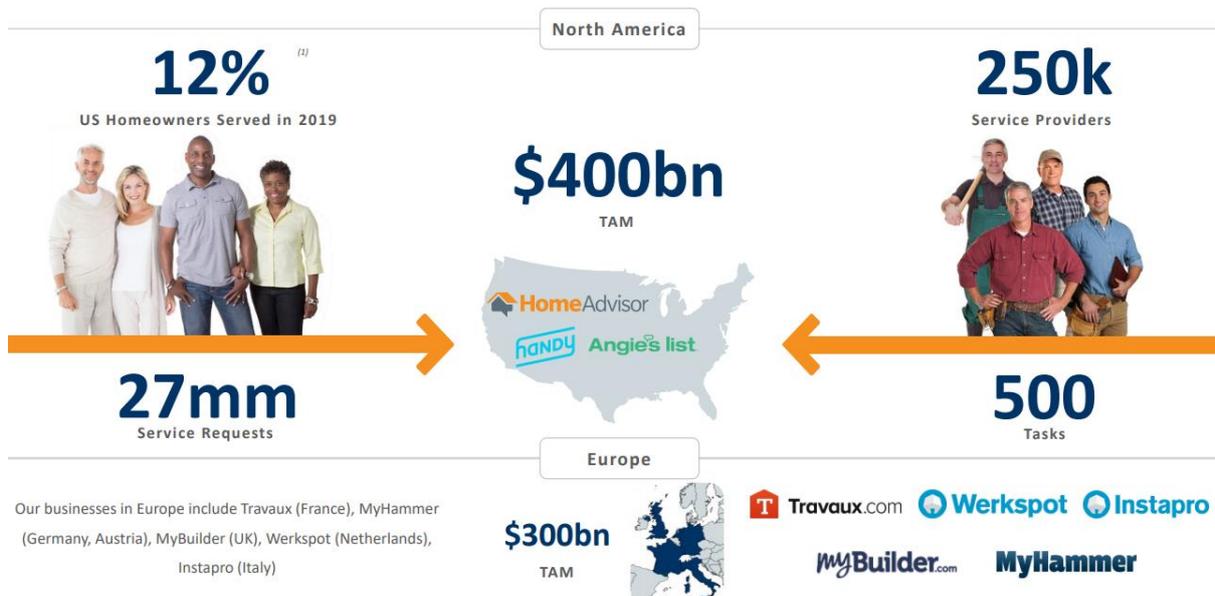
In-App Ordering

Schedule and pay for services in less than 60 seconds. Your pro is on the way.

Markt

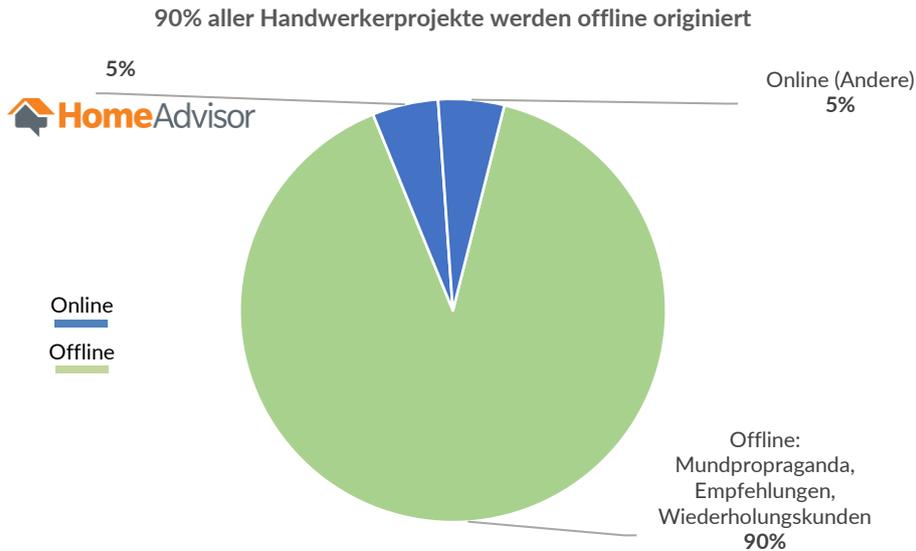
Das Management schätzt den adressierbaren Markt für ANGI Homeservices, definiert als Endwert sämtlicher Dienstleistungen im Bereich Hausinstandhaltung (~25% des Marktes), Modernisierung (~50% des Marktes) und Reparaturen (~25% des Marktes), auf **400 Mrd. USD in den Vereinigten Staaten und 300 Mrd. USD in Europa** bei einem Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich (siehe Abbildung unten).

Der tatsächlich relevante Markt ist m. E. enger gefasst in Form der gesamten Marketingausgaben der Handwerkerbranche, zu denen jedoch keine belastbaren Daten vorliegen. Anekdotische Angaben von amerikanischen Handwerksbetrieben veranschlagen den Anteil von HomeAdvisor an ihrem gesamten Marketingbudget auf 30%. Damit stellt HomeAdvisor den zweitwichtigsten Marketingkanal nach Google für amerikanische Handwerker dar. HomeAdvisor geht bezüglich der Marktgröße davon aus, dass es in den USA insgesamt 2-3 Mio. Handwerker gibt, von denen sie >250 Tsd.¹⁰ an ihre Leadgenerierungsplattform angeschlossen haben (~10% Penetration). Verschiedene Investmentbanken unterstellen dagegen, dass die 2-3 Mio. Handwerker für insgesamt nur rd. 400 Tsd. Betriebe arbeiten, was eine höhere Penetration implizieren könnte (bis zu ~60% Penetration). Der für HomeAdvisor relevante Markt zeichnet sich aber in jedem Fall auf Seiten der Anbieter durch eine starke, lokale Fragmentierung aus.



Etwa 90% aller Handwerker-Projekte werden offline eingeleitet durch Mundpropaganda von Nachbarn/Freunden sowie durch wiederholtes Beauftragen eines bereits bekannten Handwerkers. Nur eine Minderheit von **10% aller Handwerkerprojekte wird online originiert, wobei ANGI Homeservices einen Online-Marktanteil von 40-50% behauptet** (entspricht 4-5% aller Projekte, siehe Diagramm auf der nächsten Seite). Zwei Drittel aller Projekte auf HomeAdvisor dienen nicht allein der Modernisierung, sondern sind zwingend nötige Reparatur- und Instandhaltungsmaßnahmen, die nicht übermäßig lange aufgeschoben werden können.

¹⁰ Ein- aber auch Mehrpersonenbetriebe



Marktzyklizität

Die über HomeAdvisor vermittelten Handwerkerleistungen (Reparieren/Renovieren) sind insgesamt als etwas weniger zyklisch einzustufen als die Baubranche inklusive Neubauaktivitäten insgesamt.

Historisch zeigte sich folgende Abhängigkeit zwischen HomeAdvisors Geschäft und dem US-Häusermarkt:

- In einer Rezession schwächt sich im ersten Schritt das Wachstum der Service Requests auf der Plattform merklich ab
- Gleichzeitig sinkt im zweiten Schritt die Offline-Auslastung der Service Provider, sodass diese ihre Online-Budgets erhöhen, um über den Onlinekanal mehr Job-Leads zu generieren
- Da Leadgenerierungsplattformen in normalen Marktphasen stets einen Überhang auf der Nachfrageseite zeigen, dem ein Mangel an Kapazität auf der Angebotsseite gegenübersteht, stellt sich in einem insgesamt rezessiven Marktumfeld eine ausgeglichene Liquidität des Marktplatzes ein
- Höhere Lead-Budgets treffen in diesen Zeiten auf weniger Nachfrage, sodass prozentual mehr Service Requests angenommen und durchgeführt werden. Die Quote sämtlicher Service Requests, die nicht als Lead monetarisiert werden können und Null Antworten erhalten, geht zurück¹¹
- Der Umsatz von HomeAdvisor blieb aus den genannten Gründen in Schwächephasen historisch weitestgehend stabil, während sich der Umsatzmix jedoch hin zu kleineren, margenschwächeren Projekten verschob, sodass die EBITDA-Marge trotz unveränderter Topline rückläufig ausfiel. Dies ist auch in der Zukunft zu erwarten

¹¹ in einem normalen Marktumfeld beträgt die „Zero-Accept“-Quote bei HomeAdvisor ~40%

Offline- zu Online-Shift wird getrieben durch jüngere Hausbesitzer

Was die Umsatzentwicklung bei HomeAdvisor übergeordnet stützt, ist der Trend einer Verlagerung von Handwerkerbeauftragungen aus dem Offline- in den Onlinekanal auf einer noch sehr niedrigen Basis. Es zeigt sich, dass jüngere Hausbesitzer häufiger nach einem Handwerker im Internet suchen als ältere Hausbesitzer, die fast alleinig auf eigene Erfahrungen und Mundpropaganda vertrauen. So hatten einer Umfrage des Marktforschungsunternehmens The Farnsworth Group zufolge etwa doppelt so viele junge US-Hausbesitzer (21-34 Jahre), die in 2016 einen Handwerker beauftragten, während ihres Suchprozess Kontakt mit HomeAdvisor oder Angie's List als ältere Hausbesitzer (>65 Jahre, siehe Tabelle).

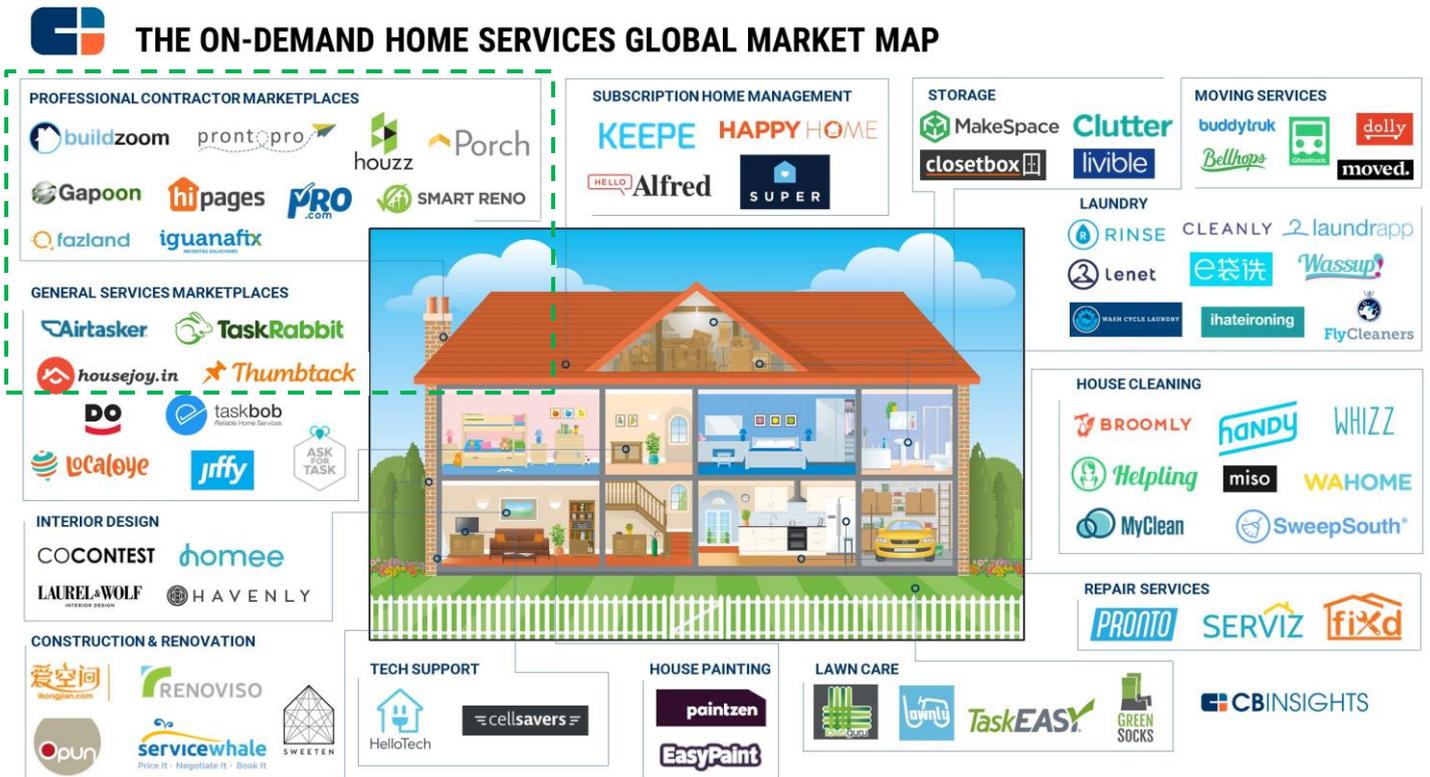
Haben in 2016 einen Handwerker beauftragt und dabei während ihrer Suche folgendes Portal genutzt:	Alter der Hausbesitzer			
	21-34 n=187	35-49 n=284	50-64 n=291	65+ n=192
Angie's List	36%	31%	22%	16%
HomeAdvisor	27%	20%	14%	11%
Houzz	17%	13%	7%	3%
Porch	12%	3%	1%	1%
TaskRabbit	13%	5%	1%	1%
Thumbtack	10%	4%	5%	2%
Pro.com	16%	3%	2%	0%

Quelle: The Farnsworth Group

Der durchschnittliche Hausbesitzer in den USA ist zwischen 40-60 Jahre alt und Stand heute kein „Digital Native“. Technologieaffinere Millenials (Geburtsjahrgänge 1980-1998) stellen mittlerweile mit ~40% den größten Anteil der Hauskäufer in den USA dar und werden den Suchprozess nach Handwerkerdienstleistungen Jahr für Jahr ein Stückweit in den Onlinekanal verschieben. Zudem dürften Produktneueinführungen (wie z. B. das Fixpreis-Modell) im Erfolgsfall Friktionen im Beauftragungsprozess etwas verringern und eine transparentere Preisfindung ermöglichen. Dies spricht dafür, dass die Nachfrageseite künftig ein weiter steigendes Interesse an aggregierenden Vermittlungsplattformen zeigen sollte, während die Angebotsseite diese häufig entschieden ablehnen wird.

Wettbewerb und Wettbewerbsvorteile

Im Verteilungskampf um die Marketingausgaben der amerikanischen Handwerkerbranche ist Google der größte Konkurrent von HomeAdvisor und vereinnahmt einen höheren share-of-wallet (HomeAdvisor mit ~30% share of wallet, Google darüber). Innerhalb der Leadgenerierungsplattformen sind direkte Konkurrenten Thumbtack, Houzz und Porch (siehe Grafik des Marktforschungsunternehmens CB Insights unten). Beide haben jedoch verglichen mit HomeAdvisor den Wettbewerbsnachteil eines *signifikant* kleineren HandwerkerNetzwerks.



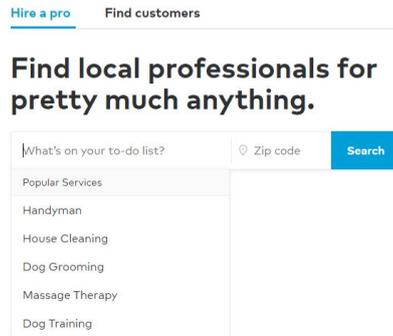
Quelle: CB Insights

Thumbtack

Im Gegensatz zu HomeAdvisor oder Porch ist Thumbtack keine auf Handwerksbetriebe spezialisierte Vermittlungsplattform, sondern vermittelt jede Form selbständiger Arbeit an Suchende (z. B. neben Handwerkern ebenfalls Caterer, DJs, Masseure, Hundetrainer uvm.). Die häufigsten Anfragen auf Thumbtack ähneln jedoch sehr stark dem Vermittlungsprofil der 2018 durch HomeAdvisor übernommenen App Handy (v. a. Reinigungskraft- und Installateuranfragen, siehe Screenshot auf der folgenden Seite). Thumbtack wird finanziert von Sequoia und Baillie Gifford und musste kürzlich 250 Mitarbeiter entlassen aufgrund eines >40% Umsatzrückgangs ausgelöst durch den Covid-19-Shutdown.

Thumbtack

Join as a pro



Neben der horizontalen Ausrichtung Thumbtacks unterscheidet sich die Seite von HomeAdvisor ebenfalls durch 1.) die Art der Neukundenakquise sowie 2.) die Art der Monetarisierung der Leads.

- 1.) HomeAdvisor beschäftigt >3.000 eigene Call-Center-Mitarbeiter, die sämtliche Handwerker des Landes per Cold Calling abtelefonieren und im Erfolgsfall einen neuen Handwerksbetrieb auf der Plattform listen. Thumbtack setzt auf eine Self-Service-Kundenakquise, also darauf, dass Handwerker sich selbstständig online anmelden. Das spart auf der einen Seite Kosten, führt auf der anderen Seite aber dazu, dass viele nicht-technologieaffine Betriebe der Plattform gar nicht erst beitreten. Aus diesem Grund hängt Thumbtack bei der Größe der Angebotsseite hinter HomeAdvisor zurück
- 2.) Während Leads bei HomeAdvisor an bis zu vier Handwerker gesendet und *direkt* bei Zustellung in Rechnung gestellt werden, können Anbieter auf Thumbtack zunächst ein Interesse an einem Lead signalisieren, *bevor* sie für diesen bezahlen müssen.¹² Sie unterbreiten dem Kunden einen Preisvorschlag und zahlen erst dann, wenn der Kunde auf den Preisvorschlag mindestens einmal antwortet. Als Antwort zählt jedoch auch eine Nichtbeauftragung. Durch diese zusätzliche „Qualitätshürde“ in Kombination mit einer Preisanhebung in 2017 sind die Preise pro Lead bei Thumbtack im Konkurrenzvergleich mittlerweile jedoch recht hoch.¹³ Da die Leads weiterhin nicht exklusiv sind, sehen Anbieter in Thumbtacks Modell die Gefahr, dass Hausbesitzer vielen Anbietern auf ihre Preisvorschläge antworten und die Win-Rate am Ende nicht signifikant höher ausfällt als bei HomeAdvisor. In diesem Falle wäre das Preis-/Leistungsverhältnis durch den höheren Preis pro Lead schlussendlich jedoch unattraktiver

¹² Homeadvisor hat neben dem klassischen Lead-Produkt nun ebenfalls ein Opt-In-Produkt im Angebot

¹³ in der Vergangenheit war ein zentrales Argument für Thumbtack ein geringerer Preis pro Lead als beispielsweise bei Homeadvisor oder Porch

Allgemein zeigte sich branchenweit bei **Versuchen auf führenden Leadgenerierungsplattformen zusätzlichen zum klassischen, nicht-exklusiven Lead-Produkt ein exklusives Produkt** zu einem höheren Preis einzuführen, eine Selbstselektionsproblematik: Denn *in der Theorie* sollten kleinere, weniger schnell auf einen Lead reagierende Betriebe eine höhere Zahlungsbereitschaft für einen exklusiven Lead haben. *In der Praxis* zeigen sie diese Zahlungsbereitschaft jedoch nicht. Ihre Selbstwahrnehmung ist, dass sie überdurchschnittlich gut in ihrem Job sind und deswegen auch einen potentiellen neuen Kunden von ihrer Arbeit überzeugen können sollten.

Wenn die Konvertierungsdaten auf Leadgenerierungsplattformen diese Selbstwahrnehmung faktisch nicht stützen, steigt nicht etwa die Zahlungsbereitschaft für einen exklusiven Lead, sondern vielmehr die Abneigung gegenüber den Plattformen.

Begünstigt wird eine Abneigung gegenüber HomeAdvisor zusätzlich durch das zum Teil aggressive Vorgehen der Call-Center-Mitarbeiter, die scharf darauf incentiviert sind, einen neuen Anbieter (einmalig) auf die Plattform zu bringen, anstatt diesen dort nachhaltig erfolgreich zu machen.

Neu gewonnene, aber größtenteils erfolglose Anbieter drücken eine Zeit lang den Preis pro konvertierten Lead für hocheffiziente Anbieter, bevor sie häufig frustriert in den unter Handwerkern beliebten Slogan einstimmen, HomeAdvisor sei ein Betrug („HomeAdvisor is a scam“) und sein Geld nicht wert. Nach einer Weile verlassen sie entnervt die Lead-Plattformen, bevor sie später über aggressive Rückgewinnungsmaßnahmen zurückgeholt werden und nach mehrmaligem Durchlaufen dieses Kreislaufs Leadgenerierungsplattformen irgendwann als notwendiges Übel akzeptiert haben. Die aggregierte Nachfrage der Hausbesitzer ist am Ende schlicht zu gewichtig, als dass Anbieter die Leadgenerierungsplattformen dauerhaft ignorieren und ihnen fern bleiben können.

Der ehemalige Handwerker und heutige Inhaber einer kleinen Digitalmarketingberatungsfirma, Charles Kile, bringt diese Dynamik m. E. treffend auf den Punkt:

“The sentiment on Homeadvisor is split between homeowners and contractors. Homeowners tend to like it because it takes some of the work out of the equation when it comes to hiring a contractor. The main complaint is that sometimes homeowners are contacted by too many contractors at inconvenient times, even when the “no-calls” option is selected. Do you want 20 plumbers calling you?

*Contractors tend to **dislike Homeadvisor because of the bad customer service they experience, paying for useless leads, and the fact that so many contractors are competing on the same leads at the same time.** The consensus is that it’s a waste of money, but as business owners, **they have to go where the customers are.***

From the outside looking in, it’s apparent that the reason companies like Homeadvisor exist is for the convenience they add on the homeowner’s side. It’s unfortunate that there isn’t as much value offered to the professional side. Overall it seems to have a negative impact on the industry as it promotes contractors handing over their marketing to a company that doesn’t have their best interests in mind. This giant marketing machine then competes with businesses that are trying to market for themselves online, making it more costly and challenging for everyone.”

Wettbewerbsvorteile

ANGI Homeservices zeigt im Kerngeschäft einen Wettbewerbsvorteil durch **Netzwerkeffekte**. Der frühzeitige Aufbau des größten HandwerkerNetzwerks auf der Angebotsseite lockt die meisten Hausbesitzer auf die Plattform und führt im Wettbewerbsvergleich zu einem liquideren Marktplatz.¹⁴ Während kaum überwindbare Netzwerkeffekte bei führenden Marktplätzen und Classified-Portalen EBITDA-Margen über 60% ermöglichen, dürfte ANGI Homeservices (2019: 15% EBITDA-Marge) m. E. trotz Marktführerschaft eine strukturell niedrigere Profitabilität zeigen aufgrund:

- 1.) einer jährlichen Churn-Rate auf Seiten der Service Provider von +40%
- 2.) einer starken Abhängigkeit von Google und damit strukturell höheren Traffic-Akquisekosten als dies bei Portalen mit organischerer Nutzung der Fall ist

Der ehemalige HomeAdvisor-CEO, Chris Terrill, äußerte sich zu den Wettbewerbsvorteilen des Unternehmens folgendermaßen:

*“Having been in a lot of platform businesses and marketplace businesses, I will say this is a very, very complex business. It's extremely difficult to enter. It takes, even if you have a tremendous amount of capital, and you may even think you have one or both sides of the marketplace, it's still incredibly hard to match a homeowner with a service provider for the exact need they have utilizing the exact capacity available at a zip code level. And so I think we have seen lots and lots of well-funded startups try to come in. We've seen other folks trying to participate in the space, and they found it incredibly difficult and hard. **As a matter of fact, if you just look at – we're the only company to have had huge scale and profitability.** It's just incredibly difficult, the costs of acquisition. It is difficult to get a service provider on the phone. It's hard enough to get them to understand your business. It's even harder. To get them then to sign up and stick with your product is even that much harder. So there's huge costs and investment, and it takes a very skilled workforce to be able to bring in a high-quality service provider. Then you start doing screening and approving, things like that. Now you have less access because you only want the best of the best. And then you start trying to match up at any given time where you have supply or demand constraints and have the ability to go out and acquire homeowners profitably, and it gets even harder. So I'm not saying that no one will come in, but we've had a lot of people dabble, be it small, medium or large. And I think they've all found it to be a very, very difficult space to be successful in, for everything from the economics to the actual structural matching. I mean we've got 20 years of algorithms that do our matching. The things we're learning at scale, our understanding of cannibalization between channels, how to build products like all of our on-demand products, they're incredibly difficult to do if you do not have scale. I think, anyone looking from the outside in and trying to reverse-engineer this business, good luck. It's really hard. There are other businesses you can do that, but this one's pretty tough.”*

¹⁴ trotz dieser höheren Liquidität zeigt HomeAdvisor in einem normalen Marktumfeld jedoch einen chronischen Nachfrageüberhang

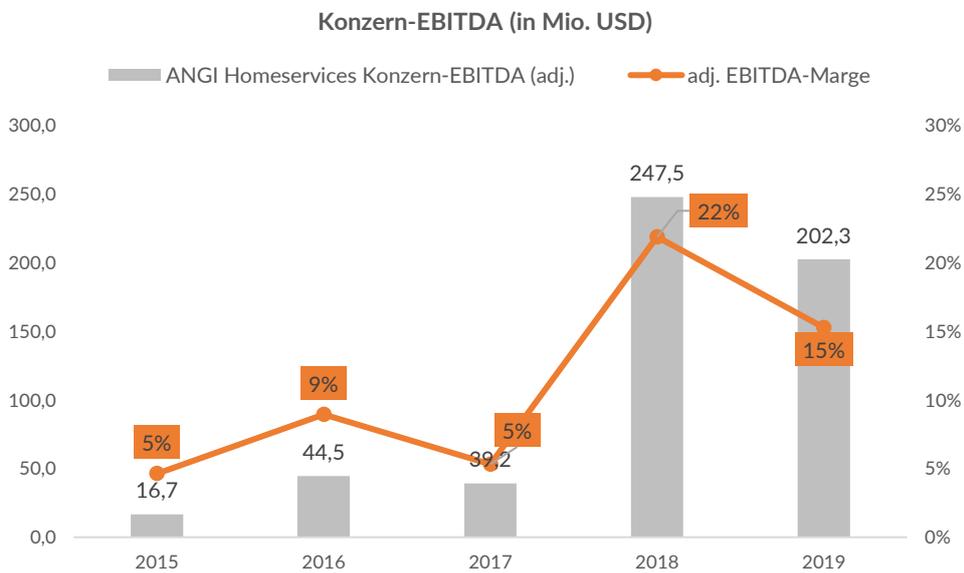
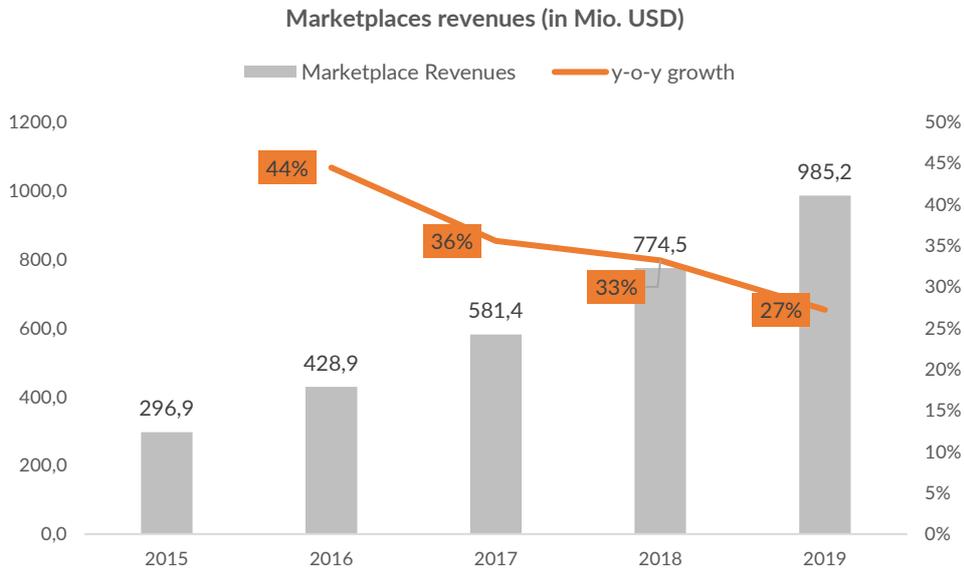
Financials

ANGI Homeservices erzielt seine Umsätze zu 75% durch HomeAdvisor (Leads) und zu 20% durch Angie's List (Werbung). Seitdem Angie's List in 2017 akquiriert und seit 2018 für ein vollständiges Jahr konsolidiert wurde, erzielte ANGI Homeservices eine berichtete EBITDA-Marge im Bereich von 13% in 2018 und 10% in 2019. Bereinigt um aktienbasierte Vergütung hätte die EBITDA-Marge in 2018 um 9PP (22%) bzw. in 2019 5PP (15%) höher gelegen.

P&L	2018	2019
total revenues	1.132,2	1.326,2
y-o-y	53,8%	17,1%
marketplace revenues	774,5	985,2
consumer connection revenues (core lead gen business)	704,3	913,5
SP membership fee	66,2	64,7
other revenues	3,9	7,0
advertising revenues (primarily Angie's List)	287,7	264,7
European business	70,1	76,3
COGS	55,7	46,5
GM	1.076,5	1.279,7
GM in %	95%	96%
Selling and Marketing	541,5	733,2
G&A	323,5	348,2
Product development	61,1	64,2
EBITDA reported	150,4	134,1
EBITDA margin reported	13%	10%
add back: SBC	97,1	68,3
adj. EBITDA	247,5	202,3
EBITDA margin adjusted	22%	15%
Cashflow		
OCF nach Delta WC	223,7	214,2
OCF margin	20%	16%
Capex	47,0	68,8
Capex/Sales	4%	5%
FCF proxy post SBC	109,5	112,4
FCF proxy in % of adj. EBITDA (Cash Conversion)	59%	55%
FCF margin	10%	8%

Umsatz- und Ergebniswachstum

Angie’s List zeigt eine stagnierende Entwicklung. Wachstumstreiber innerhalb von ANGI Homeservices ist damit ausschließlich das HomeAdvisor-Geschäft (2019: 985,2 Mio. Euro Umsätze mit Leads), das in den **vergangenen Jahren mit +30% p. a. wachsen konnte** (siehe Diagramme).



Wichtigste Kostenpositionen

Der mit Abstand wichtigste Kostenblock bei ANGI Homeservices sind die Aufwendungen für Selling und Marketing (55% vom Umsatz in 2019), die der Traffic- und Handwerkerakquise dienen. Insgesamt berichtet ANGI Homeservices über die folgenden vier Kostenpositionen.

cost of revenue (4% vom Umsatz in 2019)

im Wesentlichen Kreditkartengebühren (Handwerker zahlen die Membership Fee sowie die Lead-Budgets per Karte) und Gehälter für Mitarbeiter der Tochter Fixd Repair

Selling and Marketing (55% vom Umsatz 2019)

im Wesentlichen Kosten für Trafficakquise via Google AdWords gefolgt von Kosten für TV-Werbung und Gehältern für >3.000 Sales-Mitarbeiter im Callcenter und Support

General and Administrative (26% vom Umsatz 2019)

Kosten für das Management und alle Mitarbeiter in Zentralfunktionen sowie Raumkosten und Mieten

Product development expense (5% vom Umsatz 2019)

alle nicht kapitalisierten Gehälter für Mitarbeiter, die mit der Weiterentwicklung, Design und Testing der Produkte beschäftigt sind sowie außerdem Kosten für Softwarelizenzen

Das größte Verbesserungspotenzial der Gesamtkostenquote wird m. E. in der Zukunft in einer Skalierung der Zentralkosten (General and Administrative) sowie TV-Werbekosten liegen.

Common Size P&L	2018	2019
Umsatz	100%	100%
Cost of revenue	5%	4%
Selling and Marketing	48%	55%
General and Administrative	29%	26%
Product development expense	5%	5%
Total OPEX	87%	90%
EBITDA-Marge berichtet	13%	10%

KPIs

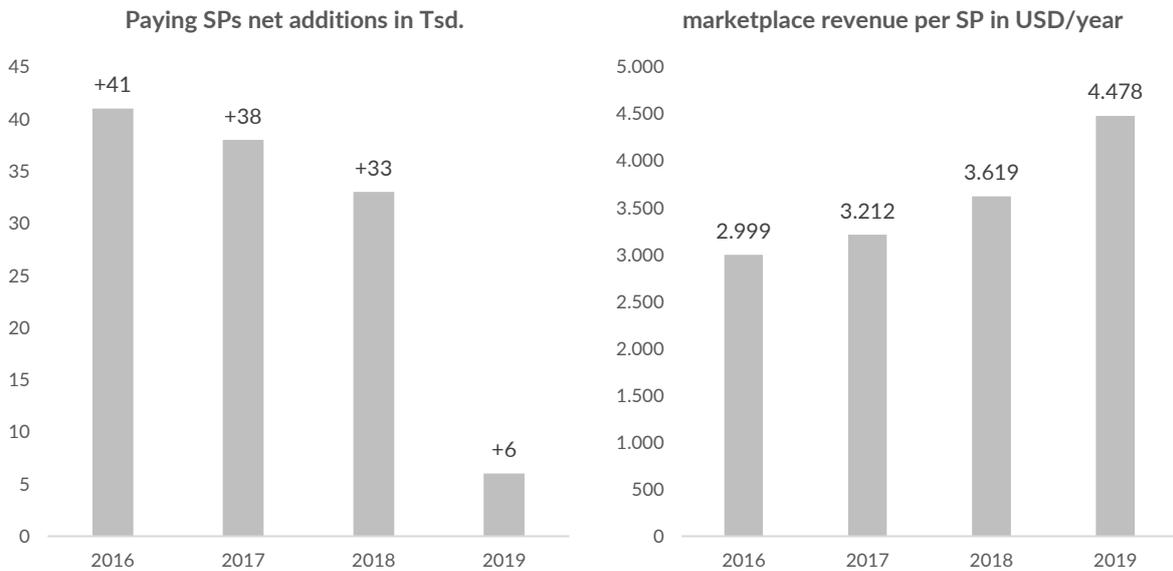
Aussagekräftige KPIs zur Entwicklung des HomeAdvisor-Geschäfts zwischen 2016-2019 sind m. E. die folgenden (zentrale, eigene Schätzungen sind blau eingefärbt).

Marketplace KPIs	2016	2017	2018	2019
marketplace revenues (Mio. USD)	428,9	581,4	774,5	985,2
davon: consumer connection revenues (Leads)	382,5	521,5	704,3	913,5
Submitted SRs (Mio.)	13	18	23	27
Paying SPs (Tsd.)	143	181	214	220
Paying SPs net additions (Tsd.)	41	38	33	6
Advertising SPs (Tsd.)	-	45	36	37
revenue per SP/year (USD)	2.999	3.212	3.619	4.478
revenue per SR (USD)	32	32	33	36
SR zero acceptance rate (stated by management)	-	-	40%	40%
accepted SRs (at least 1 monetized lead)	-	-	14	16
<i>fulfilled SRs (estimate at 50% of accepted SRs)</i>	-	-	7	8
average project value (USD)	-	-	3.000	3.000
fulfilled SRs total project value (GMV in Mio. USD)	-	-	21.139	24.638
<i>total monetized leads (Mio., estimate at 25-33% SP Win-Rate)</i>	-	-	24	28
avg. price per lead (USD)	-	-	29	32
"Take-Rate"	-	-	3,7%	4,0%
Growth Rates y-o-y				
marketplace revenues	44%	36%	33%	27%
Submitted SRs	34%	37%	30%	17%
Paying SPs	40%	27%	18%	3%
revenue per SP/year	3%	7%	13%	24%
revenue per SR	8%	-1%	3%	9%

Service Provider CAC und LTV

ANGI Homeservices veröffentlicht keine belastbaren Daten zur Bestimmung von Akquisekosten und Lifetime Value der Service Provider. Die nachfolgenden Ausführungen beruhen daher wesentlich auf meinen eigenen Annahmen.

Zunächst ist festzuhalten, dass statt ehemals +40 Tsd. Handwerker(-betrieben) pro Jahr nur noch +6 Tsd. neue Anbieter in 2019 für den HomeAdvisor-Marktplatz gewonnen werden konnten. Gleichzeitig stieg jedoch der Marketplace-Jahresumsatz pro Service Provider merklich an, sodass sich die Qualität der neuen SPs verbessert hat und die Bestandskundenbasis im Vergleich zu den Vorjahren ebenfalls mehr Leads nachfragte (siehe Diagramme).



Aus Erfahrungsberichten ehemaliger Vertriebsmitarbeiter und Rückrechnungen ergeben sich folgende Zusammenhänge:

1. Unabhängige Handwerker zeigen eine industrieweite Churn-Rate von 30%. Aufgrund der häufig negativen Einstellung der gegenüber Leadgenerierungsplattformen liegt die **Churn Rate bei HomeAdvisor jedoch höher bei >40% p. a.**
2. Die Aufwendungen für Selling and Marketing lagen bei ANGI Homeservices in 2019 bei ~730 Mio. USD. Historisch wurden davon 1/3 für Vertriebsmitarbeiter und 2/3 für Werbung aufgewandt (von den gesamten Werbeausgaben wiederum 1/3 für TV und 2/3 für Onlinemarketing). 2019 beschäftigte HomeAdvisor mehr als 5.000 Mitarbeiter von denen schätzungsweise >3.000 im Vertrieb/Customer Care arbeiten zu einem Monatsgehalt inklusive Bonus von durchschnittlich 70-80 Tsd. USD (im ersten Jahr 55-60 Tsd. USD inklusive Bonus)
3. Neue Vertriebsmitarbeiter im Call-Center wählen ~200 Telefonnummern am Tag mit dem Ziel 3 Handwerker pro Woche als Neukunden zu gewinnen (bzw. 150 pro Jahr)
4. Viele neu gewonnene SPs kündigen ihre Mitgliedschaft (~300 USD p. a.) im ersten Jahr bereits wieder auf. SPs, die bleiben, reduzierten historisch häufig ihr Lead-Budget im zweiten und dritten Jahr, sobald sich ihre (Offline-)Stammkundenbasis vergrößerte. Bei Neuanmeldungen beträgt das Lead-Budget initial häufig 700-800 USD/Monat. 2019 hat HomeAdvisor erfolgreich höhere Umsätze mit Bestandskunden generiert

5. Der **Lifetime-Umsatz für einen neu gewonnen SP liegt im Mittel bei ~4.000 USD.** Sofern ein Vertriebsmitarbeiter sein Jahresziel von 150 Neukunden pro Jahr erfüllt, generiert dieser Mitarbeiter etwa 600 Tsd. USD Lifetime-Umsatz für HomeAdvisor gegenüber +100 Tsd. USD Gehalt inklusive Bonus, was einer Kostenquote für den Vertrieb <20% entspricht. Aus den Zahlen der vergangenen Jahre kann man jedoch ebenfalls ableiten, dass die Vertriebsmitarbeiter größtenteils an Rückgewinnungen arbeiten und die Produktivität abnimmt
6. Damit ein neuer SP Lead-Umsätze generiert, ist es nicht nur notwendig, dass ein Vertriebsmitarbeiter diesen überredet, sich anzumelden, sondern ebenfalls, dass genug Service Requests generiert werden, die überwiegend bei Google AdWords eingekauft werden müssen (neben den <20% direkten Vertriebskosten entstehen hier weitere variable Kosten, die auch in Zukunft quotal nicht signifikant sinken dürften)

Traffic-Akquise

Das Management beziffert den Anteil sämtlicher Service Requests, die von Google stammen, auf 40% (früher 70-80%). Bei 10 PP dieser 40% haben Konsumenten direkt nach der Marke HomeAdvisor oder Angie's List gesucht und bei 30PP haben Konsumenten nach generischen Keywords wie „Klempner in New York“ oder „TV installieren in Houston“ gegoogelt (der Großteil davon ist SEA und kein SEO). Die verbleibenden 60% verteilen sich auf Affiliate-Marketing und organische Service Requests über die App oder Direktbesuche auf Homeadvisor.com.

“In terms of quantifying our reliance on Google, and just about 40% of our customer acquisitions come through Google. About a quarter of that 40% is actually people directly seeking out our brands in response to either previous experience with us or perhaps some of our branded marketing and TV marketing. So I think you can look at it as perhaps 30% reliance on finding new customers. Our long-term strategy has been to diversify our source of customer acquisition broadly. And we have over the years made that a priority. And even though we're still at 30% reliance, that's way down from where it's been historically, but it's clear we have more work to do if we want to control our own destiny. And so we will continue to not only get better and put more investment into mastering Google because it's an important place to find customers, but we will continue to make it a priority to diversify where we're putting dollars to work and where we're finding customers. And both of those things will remain important to us.”

- Brandon Ridenour, CEO ANGI Homeservices

Ich gehe davon aus, dass HomeAdvisor die Abhängigkeit von Google mit 40% aller Service Requests etwas understated. Denn HomeAdvisor generiert viel organischen SEO-Traffic zu günstigen Leads wie „Klempner finden“ oder „Installateur in meiner Nähe“, jedoch stammt der Traffic zu umsatzstarken Leads aus Anfragen wie „Küche renovieren in Boston“ oder „Baugrube ausheben in Indianapolis“ vorwiegend von Google AdWords. Auf Basis meiner Berechnungen gehe ich davon aus, dass die **Bedeutung Googles für den Lead-Umsatz bei etwa 75% liegt und deutlich über den 40%-Anteil an sämtlichen Service Requests (Anzahl) hinausgeht.**

Langfristziele

Das ANGI-Management geht davon aus, das Geschäft noch einige Jahre um +20% p. a. steigern zu können bei einer langfristigen Annäherung der EBITDA-Marge an ein Niveau von 35%.

Management-Ziele für ANGI Homeservices	
Umsatzwachstum	+20%
adj. EBITDA-Marge	~35%

Im Wesentlichen sollen 3 Hebel der Zielerreichung dienen:

- 1.) Erhöhung der Nutzungsrate von Bestandskunden
- 2.) Verringerung der "Zero Accept"-Quote
- 3.) Verbesserung der Loyalität der Service Provider

1.) Erhöhung der Nutzungsrate von Bestandskunden

Ein Margenhebel liegt darin, dass Bestandskunden ihre Anfragen bei einer erneuten Nutzung von HomeAdvisor über die App oder die Homepage stellen könnten, ohne dass sie zuvor über Google/SEA kämen. Derzeit stellen Bestandskunden durchschnittlich 1,8 Anfragen im Jahr bei HomeAdvisor. Das Management versucht diese Kennzahl auf 3-4x zu erhöhen, unter anderem durch die Einführung von Fixpreisangeboten. Für die 500 verschiedenen Projekttypen auf der Plattform hat HomeAdvisor bereits für ein Drittel eine Fixpreisoption eingeführt. Diese Aufträge sind kleinere Arbeiten (Installation, Reinigung, Reparatur) und repräsentieren nur etwa 50 Mrd. USD Volumen gegenüber 400 Mrd. USD TAM. Der Fixpreis-Auftragswert beträgt bei HomeAdvisor im Mittel derzeit ~200 USD, bei einer Take-Rate >10%.

Fixpreisangebote machen insgesamt einen niedrigen einstelligen Prozentsatz vom Konzernumsatz aus. Für ein weiteres Drittel sämtlicher Projekttypen will HomeAdvisor in den kommenden Monaten Fixpreisangebote einzuführen. Diese Projekte repräsentieren deutlich höhere Auftragswerte im mittleren vierstelligen Bereich und repräsentieren weitere 150 Mrd. USD TAM. Sie benötigen ferner mehr als einen Tag zur Fertigstellung. Die Buchung von Fixpreisangeboten ermöglicht offensichtlich eine höhere Take-Rate als das Lead-Geschäft. Der noch größere Margenhebel bestünde m. E. allerdings darin, Bestandskunden zu einer höheren, organischen Nutzung der Plattform – auch für umfangreichere Projekte – anzuleiten. In diesem Fall könnte HomeAdvisor sich die sehr teuren CPCs bei Google AdWords für größere Renovierungsprojekte sparen, ohne den eigenen Preis pro Lead senken zu müssen, was die Marge auf Konzernebene deutlich verbessern würde.

2.) Verringerung der "Zero Accept"-Quote

Neben den „Auto-Accept“-Leads hat HomeAdvisor Ende 2018 ein "Opt-In"-Lead-Produkt¹⁵ eingeführt, das helfen soll, den Nachfrageüberhang auf der Plattform abzubauen. Zuletzt konnte HomeAdvisor nach eigenen Angaben bei 40% aller Service Requests nicht einen einzigen Lead monetarisieren, was zwangsläufig bedeutet, dass die Nachfrage des Hausbesitzers nicht über die Plattform befriedigt werden wird. Für diese 40% hat HomeAdvisor jedoch zuvor häufig einen hohen CPC bei Google AdWords gezahlt. Zu den Gründen für diese hohe Quote äußerte sich der CEO, Brandon Ridenour, folgendermaßen:

„The 40% of unfulfilled SRs, those are evenly distributed across all the project types that we service. Homeservices are an amazingly fragmented and hyper-local type of problem to solve. And so the reason why we have so many that are unfulfilled is a combination of factors. Sometimes, we don't have a provider who does that service in that location. Often times, we do have a provider, but they're simply at Match capacity. And in other times, we'll have a provider, but perhaps they have already spent all their advertising budget, again, largely because of the imbalance of too much consumer demand for the amount of provider capacity we can bring to bear.

And I think, fundamentally, obviously, our traditional model here continues to grow nicely, but unable to keep up with the growth in consumer demand. So we have, I think, as our obviously top priority, is figuring out how to productize this demand and take it to market, take it to market, take it to providers in new and more compelling ways that complements our traditional service. So offering a buy-it-now feature, either when we don't have anybody at all, or perhaps alongside local providers, will give us -- will, one, give consumers, homeowners the option to choose the experience of their preference and for those that want a purely digital solution with standardized upfront pricing, they will have that option.

And then, it gives us the opportunity when someone does purchase to take that demand, take that project out to a much broader set of providers perhaps those for whom our traditional product is not appealing or maybe those who are in our traditional product but have additional capacity and can take a job where they're going to get paid for it rather than having to pay us.“

3.) Verbesserung der Loyalität der Service Provider

Wie bereits erwähnt ist ein Großteil der in einem Jahr gewonnenen Handwerkerbetriebe im Folgejahr bereits nicht mehr Kunde der Plattform, sodass erhebliche Rückgewinnungskampagnen durch das Call-Center durchgeführt werden müssen. Nachdem ehemals noch +40 Tsd. zusätzliche Handwerker(-betriebe) pro Jahr gewonnen werden konnten, ließ das SP-Wachstum in der jüngeren Vergangenheit immer stärker nach (2019: +6 Tsd.). Ein Grund für die schlechte Loyalität lag immer auch darin, dass die Vertriebsmitarbeiter nur einen signifikanten Bonus für Neuabschlüsse erhielten und nicht für eine erfolgreiche Kundenbindung. In meinen Gesprächen mit dem Unternehmen wurde darauf hingewiesen, dass

¹⁵ Opt-In bedeutet, dass Handwerker mit ausgeschöpftem Lead-Budget eine zusätzliche Liste von bislang von niemandem akzeptierten Service Requests sehen können (teilweise etwas außerhalb ihres ursprünglich hinterlegten Postleitzahlenbereichs) und sich entscheiden können, einen dieser Leads zu kontaktieren. Erst im Moment der Kontaktaufnahme wird dieser Lead im Gegensatz zum klassischen Produkt in Rechnung gestellt

sich die Incentivierung mittlerweile gebessert habe. Harte Fakten dazu wurden jedoch nicht geteilt.

Fazit zu den Langfristzielen des Managements: In Summe erwartet das Unternehmen bei einer Verbesserung der vorgenannten drei Faktoren um jeweils 10% – also bei einer Verbesserung der Kundenbindung um 10%, einem Anstieg der Nutzungsrate der Bestandskunden von 1,8x auf 2,0x pro Jahr sowie einem Rückgang der „Zero-Accept“-Quote von 40% auf 36% – einen positiven Effekt auf die EBITDA-Marge von +6PP.

Vor dem durch Covid-19 ausgelösten Shutdown erwartete das Unternehmen für 2020 ein adj. EBITDA ~225 Mio. USD gegenüber 202 Mio. USD im Vorjahr bei einem Umsatzwachstum zwischen 20-25%. Dies hätte einer inkrementellen EBITDA-Marge von lediglich 8% entsprochen, da das Unternehmen zusätzlich 30-50 Mio. USD investieren wird.¹⁶ Ohne diese Initiativen hätte **die inkrementelle EBITDA-Marge eher bei 22% gelegen.**

Durch die angespanntere Finanzsituation bei Hausbesitzern durch Covid-19 gehe ich für 2020 von lediglich moderat wachsenden Umsätzen und einem unattraktiveren Projektmix bei HomeAdvisor aus,¹⁷ sodass das EBITDA in diesem Jahr bis auf 140 Mio. USD zurückfallen könnte. Im Zuge der Q1-Zahlen wurde seitens des CFO ein ähnlicher Ausblick gewagt:

„As you think about EBITDA for the business, we came into the year thinking we're going to create incremental margin, but that margin was going to be eaten up by that \$30 million to \$50 million of discretionary investments that we are planning on making. We still are planning on making and are currently making those \$30 million to \$50 million discretionary investments that's in international, that's in our fixed price initiative. But we – in all likelihood, given the revenue profile of the business this year, we won't create incremental margin. We'll have decremental margin. And then again, you got to layer on that \$30 million to \$50 million.“

- Glenn Schiffman, CFO of IAC

¹⁶ Garantien für die Fixpreisangebote sowie Kosten für das Herausfinden der „richtigen“ Preise für den jeweiligen Job in der jeweiligen Postleitzahl-Umgebung u. ä.

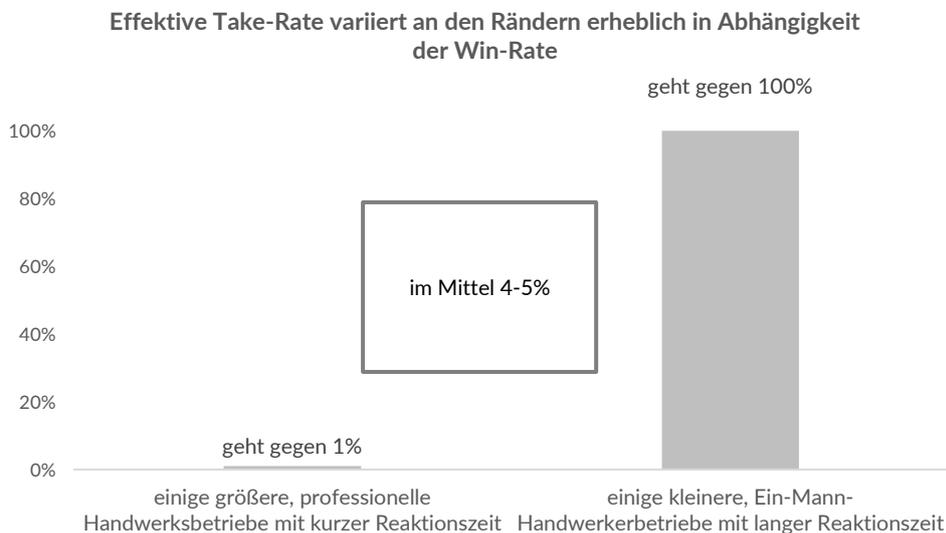
¹⁷ hier sollte der auf S. 18 beschriebene Mechanismus greifen: mehr SPs registrieren sich auf HomeAdvisor in einer Krise, da der Offlinekanal nicht mehr genug Aufträge generiert. In der Tat war der April 2020 bezüglich der SP net additions der stärkste Monat in der Unternehmenshistorie. Das führt dazu, dass die SRs besser monetarisiert werden können und die „Zero Accept“-Quote fällt. Der Umsatzmix verschiebt sich zu weniger teuren Projekten und die EBITDA-Marge auf Konzernebene fällt selbst bei stabilen Umsätzen. In der sehr kurzen Frist rechne ich aufgrund von Channel-Checks und der hohen Neigung der Hausbesitzer aufgrund des Lockdowns ihr Zuhause zu modernisieren mit einer positiven Überraschung gegenüber der Markterwartung

Abschließende Gedanken zur Take Rate

Bevor die Bewertung ANGLs aufgegriffen wird, empfiehlt sich eine abschließende Diskussion der Angemessenheit der derzeitigen Take-Rate von HomeAdvisor im mittleren einstelligen Prozentbereich. Es herrscht unter Marktteilnehmern Uneinigkeit darüber, ob HomeAdvisor seinen Marktplatz in Zukunft signifikant höher monetarisieren können sollte – oder nicht. Zum Status quo ist zu sagen, dass HomeAdvisor in 2019 nach meiner Berechnung ein Auftragsvolumen (GMV) von etwa 25 Mrd. USD vermittelte, sodass sich bei Marketplace Revenues in Höhe von 1 Mrd. USD eine Take-Rate von 4% ergibt (siehe Abbildung).

	 (1)	 (2)	 (3)	 (4)	 (5)	 (6)	 (7)	 (8)	 (9)
Vertical	Home Services	Rentals	Ride Sharing	Rentals	Real Estate	Food Delivery	Restaurant Reservations	eCommerce	
Total Addressable Market	\$400 bn	\$150 bn	\$200 bn	\$150 bn	\$87 bn	\$250 bn	\$2.1 tn	\$2.3 tn	
Gross Transaction Value	\$20 bn+	\$29 bn	\$36 bn	\$11 bn	\$7 bn	\$5 bn	\$7 bn	\$90 bn	
Market Share	~4-5%	20%	18%	8%	7%	2%	<1%	4%	
Take Rate	~4-5%	13%	22%	10%	14%	20%	3%	8%	

Da die Win-Rate von 25-33% auf HomeAdvisor zwischen den Anbietern schief verteilt ist, ist die vom Management ausgewiesene Take-Rate m. E. jedoch nur bedingt aussagekräftig. Während beispielsweise jeder Anbieter auf Airbnb oder Uber für eine tatsächlich durchgeführte Transaktion einen vorher festgelegten Prozentsatz als Take Rate zahlt, gibt es diesen festen Prozentsatz für HomeAdvisor schlichtweg nicht, da es sich hier um eine Lead-Generierungsplattform handelt und schlussendliche Projektdurchführungen sowie Bezahlvorgänge außerhalb der Plattform stattfinden. In der Praxis bedeutet dies, dass für einige, professionelle Handwerksbetriebe die effektive Take Rate gegen 1% konvergieren kann, während weniger gut organisierte Anbieter den Wettlauf um die Konvertierung eines Leads überdurchschnittlich häufig verlieren und ihre Take Rate gegen 100% geht.



Zwei Entwicklungen könnten m. E. mittelfristig zu einer höheren sowie ausgewogeneren Take Rate beitragen:

- 1.) eine veränderte Incentivierung der Vertriebsmitarbeiter, die darauf abzielt, bestehende, kleinere Anbieter auf der Plattform erfolgreicher zu machen, sodass die Win-Rate weniger schief verteilt ist. Außerdem könnte eine mittelfristig höhere Liquidität des Marktplatzes und weniger Nachfrageüberhang dabei helfen, die „Zero Accept“-Quote von derzeit 40% zu verringern und HomeAdvisor befähigen, die Nachfrage zu höheren Lead-Preisen an die Angebotsseite zu verkaufen
- 2.) eine erfolgreiche Produkteinführung der Fixpreisangebote, da HomeAdvisor hierbei für jedes Projekt die Kundenzahlungen vereinnahmt und abzüglich einer höheren Take Rate an die Handwerker weiterleiten kann. In der Praxis werden Anbieter ihre Verhandlungsfreiheit gegenüber Kunden nur ungern aufgeben, während Hausbesitzer einen preistransparenten Marktplatz befürworten würden. Amazon Home Services agiert bereits nach diesem Fixpreis-Modell und verlangt eine Take Rate in Höhe von 20% des Auftragswerts, was 4-5x dem Lead-Niveau von HomeAdvisor entspricht

Bewertung

Peergroup-Vergleich

Peergroup	EBITDA-Marge 22e	Rev Growth 22e	EV/Rev 22e
GrubHub	11%	15%	3,14x
Etsy	26%	19%	7,41x
Lendingtree	18%	14%	3,17x
Average	18%	16%	4,57x
ANGI Homeservices	18%	16%	3,26x
Yelp (slow growth)	20%	7%	1,06x

ANGI Homeservices wird von den Marktteilnehmern in Relation zum Umsatz ähnlich bewertet wie die Marktplatzunternehmen GrubHub oder Lendingtree. Yelp bietet Handwerkern in den USA eine Werbepattform ähnlich der von Angie’s List an (Handwerker bezahlen für ein höheres Ranking in den Suchergebnissen). Den derzeit am Kapitalmarkt vorherrschenden Bewertungsaufschlag für Unternehmen mit höherem Wachstum sieht man deutlich am Beispiel von Yelp im Vergleich zu ANGI Homeservices.

Auf NTM-Basis wird ANGI mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 4,0x bewertet (historischer Durchschnitt: 4,7x, siehe Abbildung). Ein Aufschluss zum historischen Niveau würde einen Kurs von 14,0 USD implizieren (+17%) gegenüber einem Konsenskursziel von derzeit 12,5 USD (+4%).



DCF-Bewertung

Meine Bewertung des Unternehmens führt hingegen zu einem niedrigeren Fair Value des Unternehmens und impliziert [Inhalte entfernt], basierend auf folgenden Annahmen:

- Umsatz-CAGR 2020-25: 14%
- Marketplace-Revenues-CAGR 2020-25: 17%
- EBITDA-Margensteigerung von 10% in 2020 auf 22% in 2025 (primär SG&A-Leverage)
- EBITDA-CAGR 2020-25: 33%
- SBC-Normalisierung auf 3%
- Capex 5% vom Umsatz

WICHTIGER HINWEIS

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

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR
total revenue								14%
marketplace revenue								17%
advertising								
Europe								
adj. EBITDA								
adj. EBITDA								
FCF (5% conversion)								
FCF margin								
cash build up								
exit FV								
operating exit FV								
cash build up								
IRR (based on today's price)								
EV/EBITDA forward implications								

„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

Nach der Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema dem aktuellen Handelsinvestieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater auch mit der Entscheidung des Managements in 2019 und 2020 ausschließlich in der Handelsspanne von 6,85-8,29 USD Rückkäufe von insgesamt ~2% der ausstehenden Aktien zu tätigen.

[Abschnittskürzung]

VIMEO

Vimeo ist ein Videoportal, das ehemals als „YouTube ohne Werbung bekannt“ war und sich in den vergangenen Jahren immer mehr zu einer Softwareplattform für das Erstellen, Bearbeiten, Distribuieren und Monetarisieren von Videos weiterentwickelt hat. Die neu entwickelten und teilweise hinzugekauften Fähigkeiten vertreibt Vimeo an Individualkunden in folgender Abonnementstaffelung:

Unsere Angebote

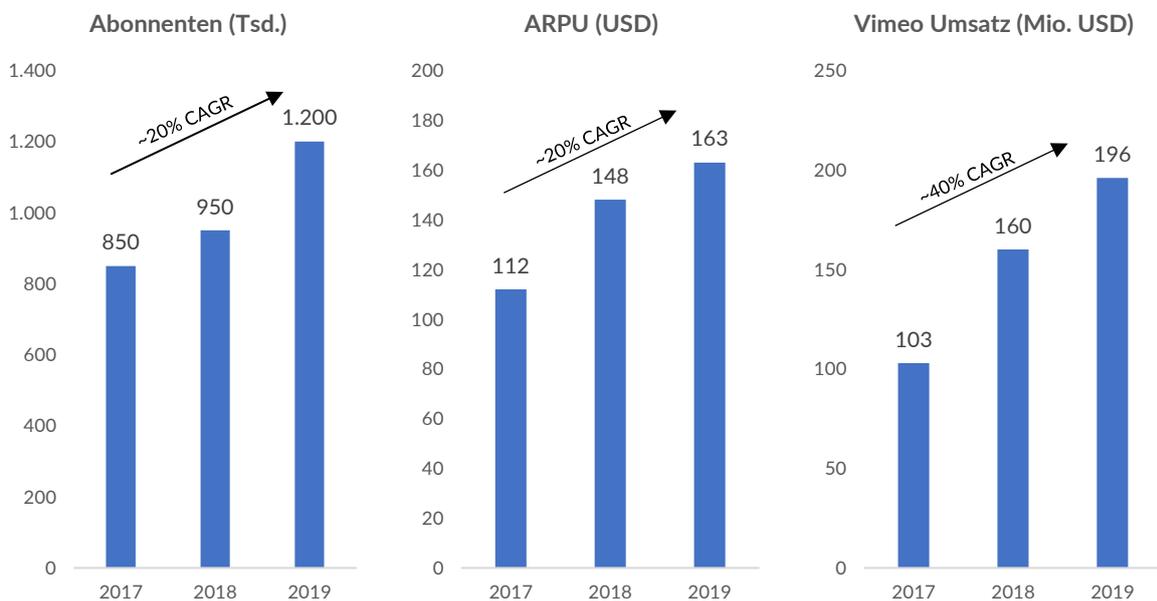
	Plus	Pro	Business	Premium <small>NEU: LIVE-STREAMING</small>
	5 GB / Woche	20 GB / Woche	Kein Wochen-Limit	Unbegrenzt Live-Streaming
	250 GB pro Jahr Einzelner Benutzer	1 TB pro Jahr 3 Teammitglieder	5TB Video-Gesamtspeicher 10 Teammitglieder	7TB Gesamtspeicher Unbegrenzt viele Live-Viewers
	6 €/Mo Jährliche Abrechnung	16 €/Mo Jährliche Abrechnung	40 €/Mo Jährliche Abrechnung	70 €/Mo Jährliche Abrechnung
	Kostenloses Probeabo starten oder tätige jetzt den Einkauf	Kostenloses Probeabo starten oder tätige jetzt den Einkauf	Kostenloses Probeabo starten oder tätige jetzt den Einkauf	Hol dir Premium
	Individuelle Anpassung des Players Datenschutzsteuerungen Verteilung in sozialen Netzwerken	Alle Features von Plus und zusätzlich Videeerstellung Review und Genehmigung Projekte von privaten Teams Individuell anpassbare Seiten mit Präsentationen	Alle Features von Pro und zusätzlich Videeerstellung mit individuellem Branding Handelsaufrufe im Player Lead-Generierung Bindungsdiagramme Google Analytics	Das hat Business anzubieten Unbegrenzt viele Live-Events Live-Stream an mehrere Ziele schicken Live-Q&A, -Grafiken und -Umfragen Publikum-Chat
Create →	Nicht inbegriffen	Unbegrenzt viele Videos erstellen und veröffentlichen Individuell anpassbare Videovorlagen Unbegrenzte Archivfotos, -videos und lizenzierte Musik	Unbegrenzt viele Videos erstellen und veröffentlichen Individuell anpassbare Videovorlagen Unbegrenzte Archivfotos, -videos und lizenzierte Musik Individuelle Farben und Logos hinzufügen	Unbegrenzt viele Videos erstellen und veröffentlichen Individuell anpassbare Videovorlagen Unbegrenzte Archivfotos, -videos und lizenzierte Musik Individuelle Farben und Logos hinzufügen

Vimeo erzielte in 2019 einen Jahresumsatz von 200 Mio. USD, wächst derzeit mit 20-30% und dürfte dieses Jahr die Umsatzmarke von 250 Mio. USD überschreiten (siehe Abbildung).



Die beliebtesten Vimeo-Tools dienen der **Erstellung kurzer Videos für soziale Netzwerke wie Facebook oder Instagram, mit deren Hilfe kleine- und mittelgroße Unternehmen ihre Produkteinführungen oder Verkaufsaktionen bewerben**. Vimeo bietet dazu beispielsweise mit der App Magisto einen Video-Baukasten mit vorgefertigten Templates an, die Abonnenten mit eigenem Branding und Inhalten versehen können, ähnlich wie Wix.com es im Bereich der Website-Baukästen erlaubt.¹⁸ Ein Wettbewerber in diesem Kern-Produktbereich ist der 2016 von Slidely ins Leben gerufene Video-Baukasten Promo.com. Video-Baukästen erfüllen eine generell steigende Nachfrage nach bezahlbaren Werbevideos, deren effektive Lebensdauer im Feed eines sozialen Netzwerks bei maximal 3 Tagen liegt.

Vimeo hat derzeit insgesamt 1,3 Mio. zahlende Abonnenten mit einem ARPU von 170 USD pro Jahr und einer Lebensdauer von Ø 4,5 Jahren (entspricht 22% Churn Rate). 60% der Fortune 500-Unternehmen haben mindestens einen bezahlpflichtigen Vimeo-Account, wobei Vimeo erst seit einigen Jahren erfolgreich versucht, Großkunden von Self-Service-Abonnements (dreistelliger USD-Betrag/Jahr siehe S. 37) auf individuelle Pläne mit Zusatzfeatures wie dem Livestreaming von Großveranstaltungen oder konzerneigenen White-Label-Streamingportalen zu migrieren (fünfstelliger USD-Betrag/Jahr). Der ARPU für Großunternehmen liegt heute bei 12.000 USD/Jahr gegenüber 250 USD/Jahr für kleine- und mittelständische Unternehmen und einem ARPU auf Konzernebene von Ø 160 USD/Jahr. 65% der neuen zahlenden Abonnenten kommen aus dem Bereich der Unternehmenskunden (häufig die Social Media-Verantwortlichen aus den Betrieben), was Visibilität für weitere ARPU-Steigerungen schafft.



Vimeo ist derzeit noch defizitär mit einer EBITDA-Marge von etwa -15% und plant den Break-Even in 2021 oder 2022. Der größte Kostenblock für Vimeo ist das Hosting der Videos auf Hyperscaler-Instanzen von AWS oder GCP. Mit steigender Umsatzgröße dürfte Vimeo hier bessere Konditionen erhalten und seine Bruttomarge verbessern. Das Management plant, den Umsatz weiter über 20% steigern zu können (siehe Tabelle auf der nächsten Seite). In der derzeitigen IAC wird Vimeo mit einem negativen Unternehmenswert eingepreist. Ich gehe

¹⁸ nach meiner eigenen Erfahrung sind die Wechselkosten zwischen den Video-Baukästen jedoch deutlich geringer als bei den Website-Baukästen

hingegen davon aus, dass sich das Unternehmen – auch mit Hilfe von Akquisitionen – noch stärker zu einem One-Stop-Shop für Videoersteller entwickeln wird und bei einem etwaigen IPO eine signifikant positive Bewertung >1 Mrd. USD erreichen könnte.

y-o-y Wachstum	Q1/20	Mittelfristziele
Abonnenten	1,3 Mio.	10-15%
ARPU	170 USD	10-15%
Umsatz	57 Mio. USD	20-30%
% vom Umsatz	Q1/20	Mittelfristziele
Gross Margin	65%+	70%+
Adj. EBITDA	-11 Mio. USD	20%+

SONSTIGE

Dotdash

Dotdash ist ein Online-Publisher, der mit Marken wie Investopedia oder verywell monatlich 96 Mio. Unique User bzw. 1 von 3 Internetnutzer in den USA erreicht. Das Unternehmensmotto bzgl. des Inhalts ist „Freshest, Fastest, Fewest Ads“. Dotdash ist mit einer EBITDA Run-Rate von 50 Mio. USD profitabel. Neben Display-Werbung ist das Unternehmen jüngst vor allem mit einem Affiliate-Werbemodell erfolgreich gewesen. 70-80% des Dotdash-Traffics kommt durch Google-SEO, 0% kommt durch SEA oder paid, der Rest durch Referrals oder direkt.

Rapidly Growing, Profitable Digital Publisher

One of the Largest Publishers Online



96M U.S. Users*

Fast Growing, Scaled Digital Publisher



28% 3 Year Revenue CAGR

Expanding Margins

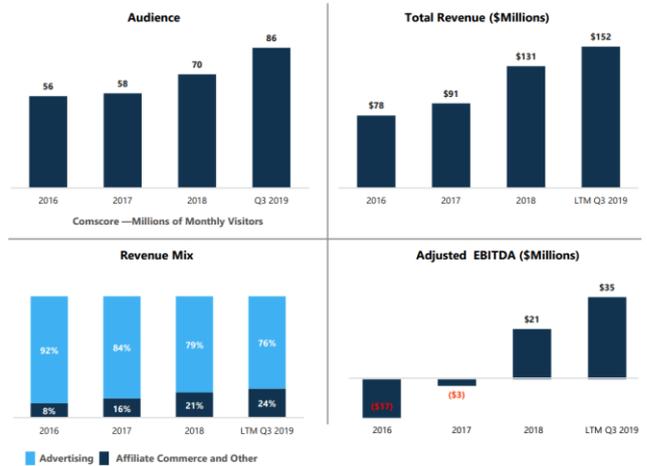


20%+ Adjusted EBITDA Margins



* Source: Comscore Unique Monthly Visitors as of Oct 2019.

Financial Profile



Applications

Applications besteht aus den Ask-Suchanwendungen¹⁹ (Desktop) und den Mobile Apps für Anwendungen wie Übersetzung oder Spam-Schutz (Mosaic Group). Das Applications-Segment ist derzeit mit einem EBITDA von +60 Mio. USD profitabel, jedoch mit eindeutig negativer Tendenz und einer insgesamt niedrigen Geschäftsqualität.

Applications: Expanding to Mobile



<p>Mobile 2019 Revenue: \$199mm</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 40 Mobile applications as of Q4'19 ➤ 95% Q4'19 revenue coming from subscriptions ➤ Metrics-driven marketing playbook operating at scale 	<p>Desktop 2019 Revenue: \$320mm</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 155 browser extensions ➤ Revenue generated from search ads ➤ Source of cash flow
---	---



¹⁹ Mit beinahe 2 Mrd. USD Kaufpreis Anfang der 2000er Jahre dürfte das Suchmaschinen-geschäft von Ask einer der größten Fehlkäufe in der IAC-Historie gewesen sein

Emerging & Other

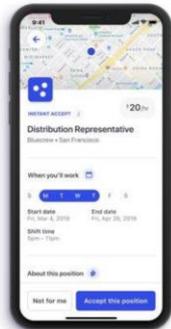
Im Dezember gab IAC die Übernahme des führenden Marktplatzes für Pflegekräfte in den USA, Care.com, für 500 Mio. USD bekannt. Care.com ist beitragsbasiert und erwirtschaftete zuletzt 200 Mio. USD Umsatz sowie 20 Mio. EBITDA. Das Management geht von einem TAM in Höhe von 300 Mrd. USD aus bei 4 Mio. Pflegekräften und 40 Mio. adressierbaren Haushalten für Senioren- oder Kinderpflegedienstleistungen in den USA. Mit 400 Tsd. zahlenden Haushalten (1-2% Penetration) ist Care.com ca. 30x so groß wie der nächstgrößere Wettbewerber, litt aber zuletzt unter einem Skandal bezüglich mangelnder Backgroundchecks vermittelter Pflegekräfte.

Weitere erwähnenswerte Beteiligungen bestehen in Form des Minderheitenanteils an Turo (größte private Carsharing-Plattform) und der beiden Jobvermittlungsplattformen BlueCrew und NurseFly (siehe Abbildung).

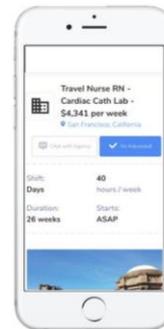
Bluecrew and NurseFly



- Real-time matching of workers to open jobs in events, light industrial, and hospitality
- Operating in 19 markets
- ~100% y/y revenue and customer growth in 2019

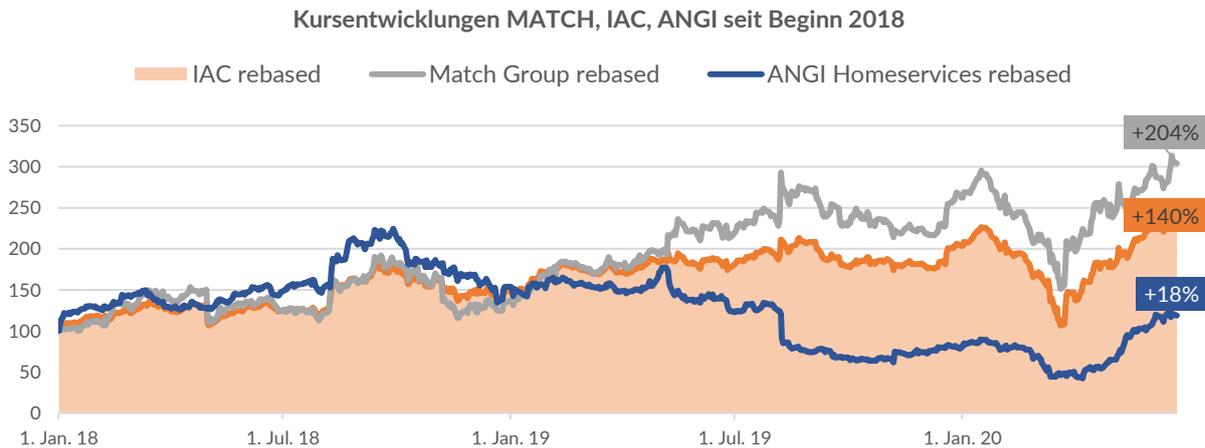


- Comprehensive source of temp contracted healthcare positions
- Compensation listed for 100% of positions
- Agencies pay NurseFly to connect to candidates



IAC HOLDING DISCOUNT

Der IAC Holding Discount lag historisch bei ca. 15% gegenüber dem kumulierten Wert der beiden börsennotierten Beteiligung zzgl. dem Nettokassenbestand. In absoluten Zahlen entspricht dies einem Bewertungsabschlag von Ø rd. 2 Mrd. USD.



Ein Holding Discount ist in vielerlei Fällen ökonomisch sinnvoll und gerechtfertigt.²⁰ Zur Höhe des IAC Holding Discounts äußerte sich das Management historisch folgendermaßen:

„The market, perhaps not unreasonably, still prices a discount into IAC. Investors interested in a bet solely on ANGI Homeservices can directly purchase any of the 15% of ANGI shares IAC doesn't own. And investors interested in participating in just Match Group's growth can directly buy some of the 19% of MTCH shares we don't own, without having to figure out whether they also want to make an investment in the future of ANGI or the rest of IAC. Or IAC could theoretically agree to a taxable transaction to sell our shares in ANGI or MTCH to another party, causing 21% of the value of our stake to go to the IRS instead of shareholders. While we've never done something like that in the past - if we did, such a transaction would typically include a premium to the trading price which would more than offset the tax bill - investors may choose to price that risk into an IAC investment. So to entice investors into the whole IAC portfolio, rather than any of the individual public

²⁰ Z. B. wenn ein profitables Kernasset unendlich lange andere Unternehmungen cross-subsventionieren muss, Spin-Offs bei Durchführung signifikanter Besteuerung unterliegen, Holding-Zentralkosten keine anderen Vermögenswerte gegenüberstehen, das Holding-Management Cashflows wertvernichtend reinvestiert usw.

subsidiaries directly, the market currently prices in a discount. Yet there's still plenty of gas left in this tank, even before we get to eliminating the discount.

For example, IAC's non-public (and negatively valued) subsidiaries, including our Publishing, Applications and Video segments, provide real opportunity [...] Most of them generate positive cash flow. Some, like Vimeo, operate at a net loss but have real enterprise value - Vimeo will exceed \$100 million of subscription SaaS revenue in 2018, a prized milestone in venture capital markets. But before enumerating the attributes of each individual business, I think worthwhile to elaborate on the way we approach business building generally and some underlying drivers of success.

Our thesis has been consistent: we combine operating control, investment discipline and capital markets expertise with specific category experience, a permanent balance sheet and a long-term investment horizon to build great companies. We de-risk our bets in a number of ways. We recruit, guide and help entrepreneurs avoid the mistakes that we have made ourselves, and provide them enormous incentive on the upside performance. We encourage and reward ambition. Operators get more leverage because they can use our balance sheet and deal experience, and don't have to worry as much about the mundane finance, accounting, or other back office functions. Our breadth is wide enough that we see lots of opportunities, and our scale affords us a cheaper cost of capital than smaller companies who may compete in a particular category. Most importantly, unlike many investors, we have permanent capital, allowing us to operate and invest without a fixed timeline, and the ability (though rarely exercised) to print our own currency."

- Joey Levin, CEO of IAC

