

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
Rüngsdorfer Str. 2 e · 53173 Bonn

**Investmentaktiengesellschaft für
langfristige Investoren TGV**
Rüngsdorfer Straße 2e
53173 Bonn
Germany

Telefon: +49/228/368840
Telefax: +49/228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das Jahr 2021 unseres Sub-Advisors
CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Teilgesellschaftsvermögen Intrinsic
Jahresbericht 2021 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug im Jahr 2021 nach allen Gebühren +24,5%. Damit lag der NAV zum 31.12.2021 bei 170,21€. Der DAX erzielte im Jahr 2021 eine Rendite von +15,8%. Seit Auflage des TGV Intrinsic am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine Performance nach allen Gebühren von +21,3% pro Jahr. Der DAX legte im selben Zeitraum annualisiert um durchschnittlich +12,3% zu. Bedeutung gewinnt die jährliche Rendite frühestens ab einem Zeitraum von 5 Jahren.

Der Jahresbericht 2021 des TGV Intrinsic gibt zunächst einen Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Anschließend zeige ich, wie der größte Onlinehändler in Lateinamerika MercadoLibre auf kurzfristige Gewinne verzichtet, um die Voraussetzungen für eine langfristige Wertsteigerung zu schaffen. Diese langfristige Handlungsweise liegt eigentlich nicht in der Natur des Menschen und findet sich deshalb nur bei wenigen Unternehmern und Unternehmen wieder. Mit der Investmentsempfehlung für den Musikstreaminganbieter Spotify glaube ich, ein weiteres Unternehmen dieser seltenen Spezies gefunden zu haben.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 31.12.2021

Portfoliostruktur

NAV zum 31.12.2021	170,21€
Zahl der Investments	11
Gewichtung größtes Investment	18,8%
Gewichtung fünf größte Investments	68,9%
Gewichtung Kasse	2,0%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des TGV Intrinsic

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Frontier Digital Ventures

MercadoLibre

Microsoft

VEF

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	Dax ¹ (2)	Delta ² (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,7%
2021	24,5%	15,8%	8,7%
Seit Auflage	70,2%	37,8%	32,4%
Seit Auflage p.a.	21,3%	12,3%	8,9%

Innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen gab es keine Veränderungen und die Unternehmen haben sich operativ gut weiterentwickelt. Die gleichmäßige positive Kursentwicklung des TGV Intrinsic im ersten, wie auch im zweiten Halbjahr 2021 erscheint deshalb auf den ersten Blick logisch (1. Halbjahr +10,2%, 2. Halbjahr +13,0%). Allerdings trügt dieser Schein: Aktienkurse der einzelnen Unternehmen haben sich sehr heterogen entwickelt. Der Aktienkurs von MercadoLibre ist beispielsweise seit Anfang September um 30% und der Aktienkurs von Frontier Digital Ventures um etwa 15% gefallen, während der Aktienkurs von VEF im 2. Halbjahr 2021 um 60% gestiegen ist. Es ist also Zufall, dass die aggregierte Kursentwicklung des TGV Intrinsic so gleichmäßig verlaufen ist. Ich versuche nicht, hohe Schwankungen abzufedern und sie spielen in meinen Investitionsempfehlungen keine Rolle. Das einzige ausschlaggebende Kriterium für meine Investmentsempfehlungen ist meine Einschätzung der langfristigen Wertentwicklung eines Unternehmens – in der Überzeugung, dass der Aktienkurs diese Entwicklung langfristig einpreisen wird. Kurzfristig wird das TGV Intrinsic deshalb auch mal stark negative Jahresergebnisse aufweisen.

Im November habe ich vier Unternehmen in Südamerika besucht, in die die beiden Portfoliopositionen VEF und Frontier Digital Ventures investiert sind. Von der Investmentholding VEF habe ich zwei Beteiligungen in São Paulo (Brasilien) besucht: Das Unternehmen Creditas (etwa 45% des VEF-Portfolios), das besicherte Kredite an Privatpersonen vergibt und den digitalen Investmentbroker Magnetis (2% des VEF-Portfolios). Creditas hat sich in den ersten neun Monaten 2021 hervorragend entwickelt und die Umsätze sind im dritten Quartal 2021 um +233% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Im Herbst 2021 hat das Unternehmen zudem eine Partnerschaft mit einer der weltweit größten Neobanken „Nubank“ bekanntgegeben, an der auch Berkshire Hathaway beteiligt ist. Diese Partnerschaft könnte sich als wertvoller Kanal zur Neukundengewinnung für Creditas erweisen. Nubank hat heute etwa 50 Millionen Kunden, wohingegen Creditas erst rund 200.000 Kunden bedient. Gleichzeitig ist diese Partnerschaft ein Indiz für die Eintrittsbarrieren im Bereich der besicherten Kredite, da sich mit Nubank eine bestens kapitalisierte Neobank dazu entschieden hat, dieses Kreditprodukt nicht selbstständig aufzubauen.

In Montevideo (Uruguay) verbrachte ich einen Tag mit dem Gründer und dem Managementteam von Infocasas. Zudem besuchte ich in Santa Cruz (Bolivien) den Managing Director des Unternehmens für Bolivien. Infocasas, vergleichbar mit dem deutschen Immobilienscout24, ist das zweitwichtigste Investment für Frontier Digital Ventures und Marktführer in Uruguay, Paraguay und Bolivien. Ricardo Frechou (Gründer und CEO), Martín Coulthurst (COO) und Guillermo Tavidian (CTO) sind großartige Unternehmerpersönlichkeiten und haben eine beeindruckende, agile Unternehmenskultur aufgebaut. Eine von ihnen entwickelte Technologie zur

¹ Ein globaler Aktienindex wäre zum Vergleich besser geeignet, würde aber zu hohen Lizenzgebühren führen.

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

Qualifizierung von Kundenkontakten ermöglicht es, dass Immobilienmaklern wertvollere Leads zugewiesen werden und Infocasas erhält dafür einen Anteil an der Kommission für abgeschlossene Immobilientransaktionen. Gleichzeitig lernt diese Lead-Qualifizierungstechnologie aus den erfolgreichen Transaktionen, welche Kontakte besonders wertvoll sind und baut somit im Zeitverlauf einen wachsenden Wettbewerbsvorteil auf. Im Jahr 2021 generierte der transaktionsbasierte Teil des Geschäfts bereits mehr als die Hälfte aller Umsätze. Ein weiteres Merkmal, nach dem ich bei potenziellen Investmentempfehlungen suche, ist neben dem Aufbau von Wettbewerbsvorteilen die Bereitschaft eines Unternehmens auf kurzfristige Gewinne zu verzichten, um das langfristige Gewinnpotenzial zu maximieren.

In São Paulo wurde mir im Gespräch mit dem Leiter Strategische Unternehmensführung von MercadoLibre, Andre Chaves, nochmals klar, wie konsequent MercadoLibre dieses Credo in vielen Bereichen umsetzt. Zum Beispiel mit dem immer stärkeren Fokus auf den Logistikbereich, der hohe Anlaufkosten in Form des Betriebs von Logistikzentren und des Aufbaus von Lieferkapazitäten verursacht, langfristig aber den Gewinn steigern sollte. Auch das bestehende Kreditbuch wird sorgsam ausgeweitet, um mehr Daten zu den einzelnen Kundenkohorten zu sammeln - obwohl ein forciertes Wachstum einen schnell realisierbaren Profitabilitätsanstieg zur Folge haben könnte. Im Kreditbereich erwirtschaftet MercadoLibre schon heute Ebitda-Margen von über 30%. Der Fokus und die Klarheit des Unternehmens bei der Allokation von Ressourcen beeindrucken mich fortwährend.

Diese Klarheit ist entscheidend, damit MercadoLibre noch viele Jahre stark wachsen kann. Besonders im profitablen Kreditbereich unterschätzt der Kapitalmarkt aus meiner Sicht das zukünftige Gewinnpotenzial. Die Zahl der Kunden mit verfügbarem Kreditrahmen ist allein im dritten Quartal von 28 Millionen auf 36 Millionen angewachsen, weil MercadoLibre dank der vielen Kontaktpunkte mit seinen Kunden Kreditrisiken immer besser einschätzen kann. Aufgrund zurückhaltender Werbung für das Kreditangebot machen heute erst 6 Millionen Kunden von ihrem Kreditrahmen schon Gebrauch. Dieser Bereich könnte in den kommenden Jahren zu einem signifikanten Gewinntreiber werden. Eine derartig langfristige Ausrichtung der Unternehmensstrategie wie bei MercadoLibre finde ich selten. Ähnlich verhält es sich auch in Bereichen außerhalb des Investierens: Menschen handeln häufig kurzfristig getrieben. Oftmals haben sie Probleme damit, auf eine kurzfristige Belohnung zu verzichten, um langfristig eine größere Belohnung zu erhalten.

Warum viele Menschen lieber sofort einen, als später zwei Marshmallows essen

Menschen, die kurzfristig Verzicht üben, verfügen langfristig über größere Ressourcen. Diese Fähigkeit ist allerdings eher selten. Das bekannteste Experiment zum kurzfristigen Handeln von Menschen ist wahrscheinlich das sogenannte Marshmallow Experiment.³ In diesem Experiment haben Kinder die Wahl, ein Marshmallow sofort zu essen, oder 15 Minuten zu warten, um zwei Marshmallows zu bekommen. Eine Folgestudie⁴ zu dem Experiment zeigt, dass Kinder, die bereit waren, auf eine kurzfristige Belohnung zu verzichten, um anschließend eine größere Belohnung zu erhalten, langfristig bessere kognitive und soziale Fähigkeiten besitzen.⁵ Die zweite Erkenntnis aus dem ursprünglichen Experiment ist, dass es generell den Kindern schwerfiel, der kurzfristigen Belohnung zu widerstehen (nur 10 der 32 Kinder warteten auf die 2. Belohnung). Das ist aus evolutionsbiologischer Sicht nachvollziehbar: Während der längsten Zeit der Menschheitsgeschichte war es deutlich wichtiger, Nahrungsmittel sofort zu konsumieren, da man nicht wusste, wann es die nächste Mahlzeit geben und ob man in einem Jahr noch leben würde. Das ist gleichzeitig einer der Gründe, warum viele Menschen

³ Mischel und Ebbesen (1970): Attention in Delay of Gratification.

⁴ Mischel und Shoda (1988): The Nature of Adolescent Competencies Predicted by Preschool Delay of Gratification.

⁵ Es gibt mittlerweile eine größere Anzahl an Folgestudien, die teilweise die Ergebnisse wiederholen konnten, teilweise aber auch weitere Einflussfaktoren für die Fähigkeit von kurzfristigem Verzicht finden.

heute so gerne Süßigkeiten oder salzige Snacks essen, da früher kalorienreiche Nahrung überlebensnotwendig war – und wenn es etwas gab, nahm man lieber direkt so viel wie möglich zu sich.

Obwohl wir oftmals wissen, dass es rationaler wäre, langfristiger zu handeln, agieren wir dennoch häufig kurzfristig getrieben. Das trifft genauso auf Unternehmenslenker zu. Die Kurzfristigkeit kann sich in der Unternehmenskultur widerspiegeln, indem Unternehmen eigene Mitarbeiter schlecht behandeln oder ausnutzen. Das erhöht vielleicht kurzfristig den Gewinn, führt aber langfristig zu einer niedrigeren Motivation der Angestellten und zu einem Verlust der besten Mitarbeiter. Kurzfristiges Handeln kann auch in geringerem Wachstum resultieren, weil Unternehmen nicht bereit sind, in die Kundenbindung zu investieren (zum Beispiel durch einen großzügigen Service) und deshalb Kunden schneller zu Wettbewerbern wechseln. Und genauso ist kurzfristiges Denken in der Kapitalallokation zu erkennen – insbesondere dann, wenn Gewinne als Dividende ausgeschüttet werden, obwohl es intern langfristig wertschaffende Investitionsmöglichkeiten gäbe. Diese Beispiele sind eher Norm als Ausnahme in der Unternehmenswelt. Deshalb stellt eine langfristige Unternehmensführung ein wichtiges Differenzierungsmerkmal gegenüber Wettbewerbern dar.

Genauso gilt dies auch für das TGV Intrinsic: Die Investmentstrategie ist auf die Analyse von langfristigen Unternehmensentwicklungen ausgelegt. Der wichtigste Faktor für die Umsetzung dieser Strategie sind dabei Sie - die Investoren des TGV Intrinsic. Nur durch Sie, als langfristige Investoren im TGV Intrinsic, ist es für mich möglich, Investmentempfehlungen zu geben, die beispielsweise die kurzfristige Volatilität von Aktienkursen außer Acht lassen. Somit stellen Sie selbst den entscheidenden Faktor dar, der das TGV Intrinsic von vielen anderen Kapitalmarktteilnehmern unterscheidet und gleichzeitig die Grundlage für eine langfristige überdurchschnittliche Wertentwicklung ist. Bildlich gesprochen gehören Sie zu den wenigen Personen, die sich entscheiden abzuwarten, um zwei Marshmallows zu bekommen. Ein außergewöhnliches Beispiel für Langfristigkeit ist der schwedische Musikstreaming Anbieter Spotify: In der Produktentwicklung, in Verhandlungen mit den großen Musiklabels, aber auch in der Monetarisierung ist Spotify immer den schwierigeren, langfristigen Weg gegangen. Das hat dazu geführt, dass das Unternehmen heute unangefochten globaler Marktführer im Bereich der Musikstreaming Dienste ist und gute Chancen hat, auch bei anderen Audioprodukten zum Marktführer zu avancieren.

Spotify – Vom Musikstreaming Anbieter zur Plattform für Audioprodukte

“The mindset is you want change to happen overnight, but no change happens overnight. It does take a tremendous amount of time. The single biggest virtue that I probably have is if you'd ask anyone, it's not that I'm smarter than anyone, it's not that I'm more driven than anyone, but I have one super trait and that is that I'm insanely patient.” – Daniel Ek, Gründer von Spotify

Als Daniel Ek und Martin Lorentzon im Jahr 2006 Spotify gründen, ist die Geschäftsidee für Spotify keineswegs offensichtlich. Die Musikindustrie steht mit dem Rücken zur Wand. Die globalen Umsätze sind aufgrund von Raubkopien und illegalen Downloads von 1999 bis 2006 von 24 Milliarden US-Dollar auf 19 Milliarden US-Dollar gefallen. Es wird sogar bis 2014 dauern, bis die Umsätze der Musikindustrie ihr Tief bei 14 Milliarden US-Dollar erreichen. Ek und Lorentzon lernen sich 2005 kennen und bleiben in Kontakt – auch, um einen Counter-Strike Wettbewerb gegeneinander auszurichten, den Eks Mannschaft deutlich gewinnt und der Lorentzon damit beeindruckt. Im Jahr 2006 verkauft Daniel Ek sein Unternehmen Advertigo an Martin Lorentzons Tradedoubler und Lorentzon bringt Tradedoubler an die Börse. Beide sind nun finanziell unabhängig und haben Zeit. Nachdem Lorentzon fragt, warum sie nicht ein Geschäftsmodell in Verbindung mit Eks zwei Leidenschaften Musik und Technik aufbauen, holt Ek aus, um zu erklären, warum dies keine gute Idee sei: Zuviele Raubkopien, Napster war gescheitert, die Musikrechteinhaber zu unflexibel. Also fragt Lorentzon: „Aber wenn du es trotzdem versuchen

würdest, wie würdest du das Thema angehen?“. Worauf Ek antwortet: „Wir müssten ein Produkt bauen, das besser als illegale Downloads und trotzdem kostenlos ist.“ Genau dieses Produkt entwickeln sie und Spotify wird so zum Haupttreiber für das heutige Wachstum der Musikindustrie.

In seinem neuen Buch „The Cold Start Problem“ unterteilt der Investor Andrew Chen die Entwicklung von Plattformen mit Netzwerkeffekten in drei Phasen, die sich jeweils gegenseitig verstärken:

1. Kundengewinnung (Acquisition Effect)
2. Kundenbindung (Engagement Effect)
3. Monetarisierung (Economic Effect)

Bei vielen Unternehmen sind diese drei Phasen zu beobachten - auch MercadoLibre hat sie durchlebt: Zuerst wurde eine große Anzahl an Verkäufern auf die Plattform gebracht und MercadoLibre stellte somit ein größeres Angebot für Käufer bereit (1. Kundengewinnung). Anschließend verbesserten sie die Kundenerfahrung durch das eigene Zahlungssystem MercadoPago und die eigene Logistik MercadoEnvios, die zu mehr Transaktionen pro Kunde führten (2. Kundenbindung). Mittlerweile setzt MercadoLibre verstärkt den Fokus darauf, durch zusätzliche Services den Umsatz pro Nutzer zu erhöhen (3. Monetarisierung). Dies geschieht zum Beispiel mit Hilfe von Werbemöglichkeiten für Marken und Verkäufer (heute erst 1% des GMV als Umsatz, Amazon liegt eher bei 5%) oder profitablen Kreditangeboten. Allgemein ergeben sich für Investoren gute Investitionsmöglichkeiten, wenn die ersten beiden Schritte angegangen sind und die Phase der Monetarisierung gerade beginnt. Denn viele Marktteilnehmer konzentrieren sich stark auf die kurzfristige Entwicklung und die ist oftmals wirtschaftlich noch wenig vielversprechend – wohingegen längerfristige Monetarisierungschancen unterschätzt werden. Spotify hat die ersten beiden Phasen erfolgreich in Gang gesetzt und legt nun einen größeren Fokus auf die dritte Phase.

Die ersten zwei Phasen der Spotify Entwicklung: Kundengewinnung und Kundenbindung

„The superpower of Spotify is taking commodity content and unlocking better user experience on that commodity content.“ – Daniel Ek

Die Rechte am wichtigsten Teil des globalem Musikkatalogs liegen bei den drei großen Musiklabels Universal Music Group, Sony Music Entertainment und Warner Music Group. Viele Musikstreaming Anbieter haben diese Kataloge lizenziert und das Angebot ist deshalb auf Plattformen wie Spotify, Apple oder Amazon fast deckungsgleich. Spotify fokussierte sich darauf, dem Endkunden das beste Musikerlebnis zu bieten und sich damit von den Wettbewerbern zu differenzieren. 200 Millisekunden – solange darf es dauern, bis ein Song beginnt. Dann nimmt der Hörer den Beginn als unmittelbar wahr. Spotify erreichte dieses Ziel durch eine Kombination aus leistungsstarken eigenen Servern und der Nutzung von Peer-to-Peer-Netzwerken. Da ein Song sofort starten sollte, wurden die ersten 30 Sekunden immer direkt von den schnellen Spotify Servern abgespielt. Der restliche Song wurde dann über das günstigere Peer-to-Peer-Netzwerk geladen. Zudem gelang es Spotify nach langen Verhandlungen im Gegensatz zu allen Wettbewerbern, die Labels davon zu überzeugen, ein kostenloses Musikstreaming Angebot anzubieten. Lange Zeit war Musik eines der wenigen Produkte, das in gestohlener Form eine bessere Nutzererfahrung bot als im Original. Durch diese beiden Eigenschaften – sofortiges Abspielen und keine Kosten - hatte Spotify ein vom Wettbewerb stark differenziertes Produkt auf den Markt gebracht und gewann auf Anhieb viele Kunden.

Wie konnte Spotify nun den zweiten Punkt der stärkeren Kundenbindung aus Andrew Chens Modell umsetzen? Bei einem Interview in 2012⁶ antwortet Ek auf die Frage, was der nächste Mehrwert der Plattform sein würde: „Making sense out of it“. Es reichte nicht, Nutzern den weltweiten Musikkatalog zur Verfügung zu stellen. Um sie

⁶ Abspielbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=j2wePlwIK6w> ab 1:50:30.

langfristig an die Plattform zu binden, musste Spotify ihnen dabei helfen, die richtigen Songs zu finden. Dazu gab es unterschiedliche Methoden, die das Buch „The Spotify Play“ von Sven Carlsson und Jonas Leijonhufvud näher beschreibt. Neben dem datenbasierten Ansatz spielt dabei ein eigenes Team von Musikkuratoren eine wichtige Rolle. Der Durchbruch gelang aus meiner Sicht allerdings mit der Playlist „Dein Mix der Woche“ („Discover Weekly“). Vor der Einführung von „Discover Weekly“ in 2014 hatten Nutzer etwa 1,5 Milliarden Playlists erstellt, typischerweise mit thematisch zusammenhängenden Songs. Zwei Spotify Entwickler verwendeten diese Daten, um Nutzern jede Woche eine eigens zu ihrem Musikgeschmack passende Playlist zu erstellen. Die Songs speisen sich aus den Zusammensetzungen anderer Playlists und dem Vergleich von Songs nach der technischen Beschaffenheit aus Geschwindigkeit, Struktur und Intensität. Nur 10 Wochen nach der Veröffentlichung hatte die Playlist bereits über eine Milliarde Streams gesammelt. Heute findet etwa ein Drittel aller Streams durch personalisierte oder kuratierte Playlists statt und auf Spotify befinden sich über 4 Milliarden Playlists. Wie von Andrew Chen beschrieben, haben die beiden Phasen „Kundengewinnung“ und „Kundenbindung“ auch bei Spotifys Plattform positive Netzwerkeffekte ausgelöst und verstärken sich gegenseitig vor allem durch die Analyse der Musikgewohnheiten.

Mehr Daten zu Musikpräferenzen führen zu besseren Empfehlungen, die zu einer höheren Kundenbindung, aber auch einem höheren Kundenwachstum führen und damit wieder zu mehr Datenpunkten. Das spiegelt sich in Spotifys Zahlen wider: Etwa 400 Millionen monatlich aktive Nutzer konnte Spotify bis Ende 2021 gewinnen. Während diese Nutzer im Jahr 2015 noch 190 Stunden jährlich auf Spotify verbrachten, waren es 2020 jährlich 270 Stunden. Gleichzeitig hat sich die monatliche Kundenabwanderungsrate von 7,5% im vierten Quartal 2015 auf unter 4% im dritten Quartal 2021 verringert.⁷ Und Spotifys Fokus auf bessere Musikempfehlungen führt auch zu einem großen Vorteil im Vergleich zu den beiden Wettbewerbern Apple und Amazon: Nutzer verbringen auf Spotify zweimal mehr Zeit als auf Apple Music und etwa dreimal mehr als auf Amazon Music. Dadurch existieren viele Möglichkeiten zu einer stärkeren Monetarisierung der Plattform. Perspektivisch werden Themen wie Ticketing, Live-Veranstaltungen oder die Monetarisierung von Superfans eine wichtige Rolle spielen. Ich werde mich in diesem Brief auf die zwei Bereiche „Two-sided Marketplace“ und „Gesprochene Audioinhalte“ konzentrieren. Diese beiden Bereiche werden in näherer Zukunft an Bedeutung gewinnen und stellen die einfachsten Möglichkeiten dar, um eine höhere Monetarisierung umzusetzen.

Spotifys Eintritt in die dritte Phase: Monetarisierung der Plattform

Einer der großen Kritikpunkte am Geschäftsmodell von Spotify ist, dass von jedem erwirtschafteten US-Dollar im Musikbereich etwa 65 Cent als Lizenzgebühren an die Rechteinhaber ausgezahlt werden müssen. Diese variable Kostenstruktur verhindert, dass zusätzliche Umsätze zu einer Ausweitung der Margen führen. Zugleich sind die großen Labels heute deutlich profitabler als Spotify. Könnte Spotify einfach selbst zum Label werden und Künstler exklusiv auf seine Plattform bringen? In der Theorie wäre das möglich, da Spotify eine riesige Datenbasis zu weltweiten Musikpräferenzen besitzt und viele hilfreiche „Werkzeuge“ für Künstler anbietet. Ich halte diese Entwicklung in den kommenden zehn Jahren dennoch für unwahrscheinlich: Künstler erwirtschaften den Großteil ihres Einkommens mit Live-Veranstaltungen und Merchandise. Um diese Umsätze zu maximieren, wollen sie auf möglichst vielen Plattformen vertreten sein und die Zahl der Hörer maximieren, damit diese nachher zu ihren Konzerten kommen. Eine Label-Strategie von Spotify und damit verbundene exklusive Musik für Spotify würde dieser Dynamik entgegenarbeiten.

Allerdings schiebt sich Spotify mit der massiven Bündelung der Nachfrageseite nachhaltig zwischen Labels und Endkunden. Mit dem Aufbau des sogenannten „Two-sided Marketplace“ hat Spotify eine Plattform entwickelt, die

⁷ Die auf den ersten Blick hohen Zahlen täuschen etwas, da ein großer Teil an abgewanderten Kunden Spotify innerhalb der nächsten Monate sofort wieder abonnieren.

den Labels bei der gezielten Vermarktung ihrer Künstler hilft. Beispielsweise bietet Spotify den Labels Tools an, um auf einzelne Songs oder Künstler durch Pop-ups in der App aufmerksam zu machen und deren Bekanntheit zu steigern. Wenn ein beworbener Song dann abgespielt wird, muss Spotify eine geringere Lizenzgebühr an die Labels zahlen. Statistiken zeigen, dass sich derartige Investitionen in die gezielte Vermarktung von Songs oder Künstlern für die Musiklabels lohnen. Die Qualität von Spottys Nutzerdaten ist mittlerweile so fundiert, dass Künstler auf ihren Live-Touren diese Daten nutzen, um in unterschiedlichen Städten andere Songs zu spielen – je nach Präferenz der Fans in den jeweiligen Geographien. Zudem helfen Spottys Daten auch dabei, Merchandise von Künstlern bei besonders zahlungsbereiten Fans zu platzieren. Meiner Einschätzung zufolge wird Spotify mit solchen Produkten perspektivisch seine Position zwischen Labels und Endkonsumenten besser monetarisieren. Die Stärke der Marktposition von Spotify wird auch durch den Rückgang des Anteils der größten Musiklabels an den jährlichen Streams von 87% im Jahr 2017 auf 78% im Jahr 2020 ersichtlich. Den größeren finanziellen Effekt werden allerdings neue Audioinhalte auf der Spotify-Plattform haben.

Gesprochene Audioinhalte – von variablen Kosten hin zur fixen Kostenstruktur durch exklusive Inhalte

"The reality was, every other place had Justin Bieber including YouTube and Radio and all of these other services – so we won by other things. But ultimately it would be harder and harder for us to compete in that world. And so, we knew that eventually the final point of differentiation would be to differentiate on the content itself." – Daniel Ek

Wie zuvor beschrieben, ist eine Differenzierung durch exklusive Musik auf der Spotify Plattform kein sinnvoller Weg. Dennoch wurde dem Unternehmen recht früh klar, dass exklusive Inhalte in anderen Audiobereichen ein wichtiger Differenzierungsfaktor sein würden. Die Lösung dazu fand Spotify im Markt für Podcasts und veränderte diesen innerhalb weniger Jahre vollkommen. Das Unternehmen konnte viele neue Podcaster für seine Plattform gewinnen, exklusive Podcasts mit prominenten Persönlichkeiten aufbauen und eine Reihe von Tools und Monetarisierungsoptionen für Podcaster schaffen. Auch hier sprechen die Zahlen eine deutliche Sprache: Anfang 2019 existierten etwa 200.000 Podcasts auf der Spotify Plattform, im dritten Quartal 2021 waren es bereits 3,2 Millionen Podcasts. Apple war Anfang 2017 in dem weltweit bedeutendsten Markt für Podcasts, den USA, mit über 90% Marktanteil unangefochtener Marktführer. Heute ist Spotify dort Marktführer vor Apple und Google. Von den rund 400 Millionen Spotify-Nutzern hören mittlerweile etwa 100 Millionen Nutzer monatlich Podcasts. Durch den Vorstoß von Spotify im Podcastbereich ist auch der Gesamtmarkt stark gewachsen: Weltweit ist die Zahl der monatlichen Podcasthörer von 100 Millionen im Jahr 2015 auf 460 Millionen Hörer im Jahr 2020 gewachsen.

Spotify und die Musiklabels haben in den letzten Lizenzverhandlungen vereinbart, Umsätze aus Podcasts von den Musikeinnahmen für die Labels zu trennen: ein weiteres Indiz für die wachsende Unabhängigkeit von Spotify. Somit kann der Streaming Anbieter nun bei eigenen Podcasts ein besseres Margenprofil erwirtschaften. Statt von jedem erwirtschafteten US-Dollar 65 Cent an die Musiklabels abzugeben, weist Spotify im Podcastbereich jetzt eine fixe Kostenstruktur auf. Jeder zusätzlich umgesetzte US-Dollar bedeutet, dass die fixen Kosten besser verteilt werden und zu höheren Gewinnmargen führen. Allgemein existieren zwei Möglichkeiten, Podcasts zu monetarisieren: Werbeinnahmen und Premium-Abomodelle. Erste Podcaster verlangen bereits eine Gebühr für exklusive Inhalte oder Sonderinterviews. Zudem bin ich überzeugt, dass Spotify zukünftig auch ein eigenes Premium-Abonnement für Podcasts anbieten wird - beispielsweise, um Podcasts werbefrei hören zu können. Das Unternehmen hat aus der Vergangenheit gelernt, Kunden möglichst viele Inhalte kostenlos zur Verfügung zu stellen, da dies die Kundenbindung erhöht und die Nutzer nach und nach in Premiummodelle wechseln. In näherer Zukunft spielen allerdings die Werbeerlöse aus Podcasts für Spotify eine größere Rolle.

In der Wertschöpfungskette von Podcasts gibt es drei Hauptspieler: Podcaster oder Publisher wie iHeartMedia aus den USA erstellen die Inhalte, Podcast Hosting Unternehmen wie Acast aus Schweden verteilen diese Inhalte. Und über Podcast Apps wie die von Apple werden die Inhalte abgespielt. Spotify ist wiederum in allen drei Bereichen tätig: Sie veröffentlichen eine große Anzahl eigener Podcasts, haben die beiden Podcast-Hosting Unternehmen Anchor und Megaphone gekauft⁸ und besitzen mit Spotify die meistgenutzte Podcast App weltweit. Wenn eine Agentur Werbung schaltet, erhält der Publisher typischerweise 50-70% der Werbeeinnahmen, abhängig davon, ob der Podcaster selbst die Werbung spricht oder sie vom Hosting Unternehmen eingespielt wird. Das Podcast Hosting Unternehmen bekommt 30-50% der Werbeeinnahmen und die Podcast App im Normalfall keine Einnahmen. Aus diesem Grund war es so bedeutsam, dass Spotify in Podcast Publisher investierte und sich exklusive Shows sicherte sowie in den Markt für Podcast-Hosting expandierte. Gleichzeitig hat Spotify einen großen Vorteil gegenüber reinen Publishern und Hosting Unternehmen: Während diese meist nur wissen, ob eine Podcast Folge heruntergeladen wurde, weiß Spotify aufgrund seiner App exakt wer, wo und wie lange welche Folge gehört hat. Zudem fügt Spotify je nach Hörer eine andere Werbung in den Podcast ein. Dadurch kann Spotify Werbenden eine deutlich höhere Effizienz bieten als Wettbewerber und wiederum Podcastern, die Spotify als Hosting Unternehmen nutzen, eine bessere Monetarisierung ihrer Podcasts versprechen. Podcaster scheinen das ähnlich zu sehen: 80% der Podcaster, die neu auf die Spotify Plattform kommen, nutzen Spottys Hosting Plattform Anchor, die insgesamt etwa einen Marktanteil von 50% im Hosting Markt besitzt.

Neben der Positionierung in Podcasts hat Spotify zwei Übernahmen getätigt, die zeigen in welche Industrien das Unternehmen als nächstes expandieren wird: Live Audio⁹ und Audiobücher. Im Bereich der Audiobücher hat Spotify im November 2021 das amerikanische Unternehmen Findaway gekauft und ist eine Partnerschaft mit dem schwedischen Rechteinhaber von Audiobüchern Storytel eingegangen. Zudem hat sich Spotify mit der Übernahme von Greenroom auch in dem wachsenden Live Audio-Markt positioniert. Insgesamt beschreitet Spotify auch bei gesprochenen Audioinhalten wieder den langfristigen Weg, um stärkere Netzwerkeffekte zu erzielen: Mit der im Juli 2021 verkündeten „Open Access Platform“ ermöglicht es Spotify (im Gegensatz zu Apple) Künstlern, den direkten Kontakt zu Endkonsumenten und deren Daten zu behalten.¹⁰ Außerdem wird Spotify für Bezahlmodelle von Podcastern bis 2023 keine Provision nehmen und anschließend lediglich 5% - Apple verlangt dagegen einen Anteil von 30% im ersten Jahr und 15% ab dem zweiten Jahr. Das sollte dazu führen, dass mehr Podcaster Spotify als Plattform wählen und das dadurch entstehende größte Podcast Angebot sollte wiederum mehr Hörer anziehen. Wie zuvor beschrieben: Spottys Fokus liegt immer zuerst darauf, das beste Produkt zu bauen (1. Kundengewinnung), dann die Kundenerfahrung zu verbessern und Netzwerkeffekte zu schaffen (2. Kundenbindung) und erst später zu monetarisieren:

“We’re focused on our stakeholders, the creators and consumers and we prioritize speed, and we adapt quickly. So, by constantly improving our user experience, users will not only come to Spotify, but we will retain them. And if we retain users, we will bring more creators to the platform to share their content. Better content means more advertisers. And all of these things coupled together, users, creators, advertisers, unlock the power of our flywheel.” – Daniel Ek

Dieses langfristige Denken ist auch deshalb möglich, weil Ek und Lorentzon als Gründer heute weiterhin knapp 20% der Aktien halten und etwa 75% der Stimmrechte kontrollieren. Dadurch können sie völlig unabhängig von

⁸ Genauere Infos dazu, wie die Übernahme von Megaphone Spottys Podcast Strategie komplementiert, finden sie in der Präsentation eines befreundeten Investors unter folgendem Link: <http://www.patient-capital.de/s/SPOT.pdf>

⁹ Live Audio ist ein neu entstehendes Format, bei dem Interviews, Diskussionen oder Vorträge in Echtzeit in digitalen Räumen stattfinden und an denen alle Teilnehmer partizipieren können.

¹⁰ Ein lehrreicher Podcast zum Thema „Open Access Platform“ mit dem Chief R&D Officer Gustav Söderström: <https://open.spotify.com/episode/78pGvc2o0EWPAVGModu7CV?si=cbae8754a3f743a7>

kurzfristigen Interessen anderer Kapitalmarkteilnehmer agieren – exakt die Ausgangsposition, die ich für meine Investmentempfehlungen suche und die für mich die Grundlage einer langfristigen Wertsteigerung von Unternehmen darstellt. Für das Investment des TGV Intrinsic in Spotify erwarte ich eine langfristige jährliche Wertsteigerung von etwa 15%. Im nachfolgenden Abschnitt erläutere ich, wie ich auf diesen Erwartungswert komme.

Warum Spotify ein gutes Investment ist

Bei Spotify bewerte ich mehrere Unternehmensteile separat. Für die nähere Zukunft spielen vor allem die Teile Musik und Podcasts eine wichtige Rolle. Für den Musikbereich nehme ich an, dass sich die Nutzerzahl in den kommenden 5 Jahren auf etwa 800 Millionen Nutzer verdoppeln wird (etwa 15% Wachstum pro Jahr). In Europa und Nordamerika hat Spotify eine Penetration der Gesamtbevölkerung von 16-18%, in den restlichen Teilen dieser Welt ist diese Penetration noch deutlich niedriger. Diese teils recht neuen Märkte werden für einen wichtigen Teil des Wachstums stehen. Im Premiumbereich gehe ich von etwas sinkenden Umsätzen pro Kunde aus (aufgrund des steigenden Anteils an Kunden aus Entwicklungsländern) und im Werbebereich von leicht steigenden Umsätzen pro Kunde aufgrund höherer Werbeeffizienz. Durch Produkte aus dem Two-sided Marketplace und einer sich verbessernden Marge bei den Musikwerbeumsätzen erwarte ich eine Erhöhung der Bruttomarge von heute 27% auf knapp über 30% und dieser Teil sollte es schaffen, normalisiert eine 10% Free Cashflow-Marge zu erzielen. Das entspräche knapp 2 Milliarden Free Cashflow in 5 Jahren. Bei einem heutigen Enterprise Value von gut 30 Milliarden US-Dollar und der recht gut absehbaren Entwicklung im Musikbereich ist der Marktwert somit abgesichert.

Es ist heute schwer, zu quantifizieren, welchen Wert Spotify bei gesprochenen Inhalten im Audiobuch und Live Audio-Bereich schaffen wird – weshalb ich beide Produkte mit keinem Wert ansetze und als zusätzliche Option ansehe. Der Wert von Podcasts für die Spotify Plattform lässt sich heute bereits besser abschätzen. Ich nähere mich diesem Wert aus zwei Perspektiven, als erstes mit Hilfe einer übergeordneten Sichtweise: Der Markt für Radiowerbung hat heute global eine Größe von circa 30 Milliarden US-Dollar. Das entspricht etwa 4% des globalen Werbemarktes von 700 Milliarden US-Dollar. Ich gehe davon aus, dass der Markt für Podcastwerbung zukünftig in ähnliche Größenordnungen hineinwachsen wird. Der Konsum von Podcasts nimmt stetig zu, die Anzahl an Geräten, auf denen Audio gehört wird, wächst stark und Werbung kann im Gegensatz zum Radio speziell auf einzelne Hörer zugeschnitten werden. Wenn Spotify seinen Marktanteil von 30% etwa hält, würden circa 10 Milliarden US-Dollar Werbeumsatz über die Spotify Plattform laufen. Zukünftig sollte deutlich mehr als die Hälfte der gehörten Podcasts auf Spotify von eigenen und eigens gehosteten Podcasts kommen, von denen Spotify einen Teil der Werbeumsätze erhält. iHeartMedia als großer Publisher von Podcasts in den USA erzielt EBITDA-Margen von 30-35%, Spotify als deutlich größeres Unternehmen sollte dies im Publishing auch schaffen. Acast wiederum als Wettbewerber im Hosting erzielt Bruttomargen von rund 40%, aber noch keine Gewinne. Spotify sollte zukünftig aufgrund seiner Größe deutlich effizienter als Acast Podcasts hosten können. Je nach Verteilung der insgesamt gehörten Podcaststunden auf eigene, gehostete und „fremde“ Podcasts erwarte ich, dass Spotify hier einen zusätzlichen Gewinn von gut 1,5 Milliarden US-Dollar erwirtschaften kann. Hinzu kommen potenzielle Umsätze aus einem deutlich profitableren Premium-Abomodell, die ich hier noch nicht berücksichtige.

Diesen Top-Down Ansatz vergleiche ich mit einer Analyse aus Sicht der Nutzungszahlen. Im Jahr 2021 wurden etwa 110 Milliarden Stunden Inhalte auf der Spotify Plattform abgespielt (bei 400 Millionen Nutzern also etwa 45 Minuten pro Tag). Mittlerweile hören 25% der monatlich aktiven Nutzer auf Spotify Podcasts. Ich erwarte, dass diese Zahl auf 40% ansteigen wird und diese Nutzer 20% ihrer Zeit Podcasts hören. Bei insgesamt leicht steigender Spotify-Nutzungszahlen entspricht das in einigen Jahren etwa zwei Stunden Podcast Nutzung pro

Woche. Acast zeigt, dass diese Zahl für Nutzer, die wöchentlich Podcasts hören mit durchschnittlich sechs Stunden bereits deutlich höher liegt (im Jahr 2015 waren es noch vier Stunden). Die Preise für Podcastwerbung liegen heute normalerweise zwischen 20 bis 30 US-Dollar pro 1000 Impressionen. Das ist deutlich höher als für Radio (eher 5-10 US-Dollar) und spiegelt die höhere Wirksamkeit von Podcastwerbung wider. Allerdings beinhalten viele unbekanntere Podcasts heute noch keine Werbung und diese Podcasts werden niedrigere Preise erzielen. Genaueres Ausspielen von Werbung wird dem etwas entgegensteuern. Ein wichtiger Faktor ist zudem, wieviel Werbezeit in eine Stunde Podcasts eingesteuert wird. Der sogenannte „Ad Load“ liegt heute noch deutlich unter dem Referenzwert anderer Medien. Der durchschnittliche Ad Load bei Podcasts liegt momentan bei rund 5%, wohingegen er im Radio bei 15-20% und im TV bei 20-25% liegt. Auch in dieser Herleitung erhalte ich einen Wert von etwa 1,5 Milliarden US-Dollar zusätzlichem Gewinn. Hinzu kommen wiederum die potenziellen Wertbeiträge aus werbefreien Podcast-Premiumabonnements.

Natürlich gibt es eine Vielzahl von Faktoren in dieser Rechnung, die sich anders entwickeln werden als von mir angenommen – positiv wie negativ. Ich glaube aber, dass der Podcastbereich eine Verdoppelung des Unternehmenswertes in den kommenden Jahren rechtfertigen kann. Sollte das innerhalb von 5 Jahren geschehen, würde dies eine jährliche Rendite von etwa 15% bedeuten. Meine Annahme ist zwar, dass diese Entwicklung etwas länger dauern wird, allerdings sind zusätzliche Gewinne aus den angesprochenen Bereichen Audiobücher, Live Audio, Ticketing, Live-Veranstaltungen oder aber aus der Monetarisierung von Superfans in dieser Zahl noch nicht berücksichtigt. Deshalb erwarte ich für das Investment des TGV Intrinsic in Spotify insgesamt eine langfristige jährliche Rendite von 15%. Einige der angesprochenen Projekte werden sich als Misserfolg herausstellen, insgesamt hat Spotify aus meiner Sicht aber die richtige Unternehmenskultur, um neu eingeführte Produkte schnell zu testen, anzupassen und vielversprechendes Kundenfeedback in die Realität umzusetzen. Diese Balance aus langfristiger Vision und kurzfristiger Umsetzungsstärke wird für die langfristige Wertentwicklung des Unternehmens entscheidend sein.

Langfristige Ziele sind mit kurzfristiger Umsetzungsstärke vereinbar

Ich hoffe, ich konnte zeigen, warum ich von den langfristigen Aussichten für Spotify überzeugt bin und ein Investment empfohlen habe. Langfristiges Denken bedeutet aber nicht, die Gegenwart aus den Augen zu verlieren. Vielmehr helfen langfristige Ziele dabei, kurzfristig den richtigen Fokus zu bewahren. Daniel Ek hat früh gezeigt, dass er trotz langfristiger Denkweise auch kurzfristige Ziele kompetitiv verfolgt. So auch bei der Counter-Strike Partie mit seinem Freund und Gründungspartner Lorentzon. Eks Mannschaft gewann auch aufgrund eines Streiches von Ek: Unbemerkt hatte er Spieler eines professionellen Counter-Strike Teams engagiert und sie für das Spiel in unauffällige Pyjamas gekleidet. Das zeigt seinen unbedingten Siegeswillen auch in der kurzen Frist. Daniel Ek ist einer der Menschen, die es wahrscheinlich geschafft hätten, das erste Marshmallow sofort zu essen und trotzdem nachher irgendwie noch ein zweites zu bekommen.

Am 21. Mai 2022 wird das Investorentreffen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren in Bad Godesberg stattfinden. Momentan hoffen wir noch, dass die Veranstaltung physisch stattfinden kann. Falls dem nicht so sein sollte, werden wir eine virtuelle Investorenkonferenz veranstalten. Als Investor des TGV Intrinsic sind Sie dazu herzlich eingeladen. Über Ihre Teilnahme würde ich mich sehr freuen - eine Einladung dazu wird in den kommenden Wochen an Sie herausgehen.

Ich wünsche Ihnen ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2022.

Clemens Lotz

Disclaimer:

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF das Informationsdokument des AIF und das KIID/KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die CL Capital GmbH ist im Rahmen der Anlageberatung gem. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG ausschließlich auf Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg tätig. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

English: **This is Marketing advertisement:** Please read the AIF prospectus, the AIF information document, and the KIID/KID before making a final investment decision. CL Capital GmbH operates within the scope of investment advice pursuant to § 2 (2) No. 4 WpIG exclusively on behalf and under the liability of NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS is a securities institution pursuant to § 2 (1) WpIG and holds the necessary licenses from the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).