

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 2022 unseres Sub-Advisors
CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Vorstand: Jens Große-Allermann, Waldemar Lokotsch
Aufsichtsrat: Dr. Maximilian Zimmerer (Vors.), Wolfgang Fritz Driese (stv. Vors.), Alexander Pichler (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

Teilgesellschaftsvermögen Intrinsic

Jahresbericht 2022 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug im Jahr 2022 nach allen Gebühren -35,0%. Damit lag der NAV zum 30.12.2022 bei 110,69€. Der DAX erzielte im Jahr 2022 eine Rendite von -12,4%. Seit Auflage des TGV Intrinsic am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Gebühren von +2,7%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +5,2% pro Jahr zu. Bedeutung gewinnt die jährliche Rendite frühestens ab einem Zeitraum von 5 Jahren.

Der Jahresbericht 2022 des TGV Intrinsic gibt zunächst einen Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Anschließend berichte ich kurz von meinen beiden letzten Reisen nach Brasilien und Japan. Besonders beeindruckt haben mich die prachtvollen japanischen Burgen und sie haben mich gleichzeitig die Wichtigkeit gelehrt, sich den Veränderungen der Umwelt anzupassen. Auch Hostelworld - eine Plattform für Hostelbuchungen - hielt mehrere Jahre an einer veralteten Erfolgsstrategie fest, bevor ein neues Management die Strategie an veränderte Marktstrukturen anpasste. Heute besitzt das Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz wieder eine klar differenzierte Wettbewerbsstrategie und ist für die Zukunft bestens gerüstet.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.12.2022

Portfoliostruktur

NAV zum 30.12.2022	110,69€
Zahl der Investments	10
Gewichtung größtes Investment	16,7%
Gewichtung fünf größte Investments	70,4%
Gewichtung Kasse	-0,3% ¹

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des TGV Intrinsic

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Hostelworld

MercadoLibre

Spotify

VEF

¹ Das TGV Intrinsic weist ein positives Barguthaben auf. Der Negativsaldo ergibt sich aus einer noch nicht abgerechneten Verbindlichkeit.

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	Dax (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%
2022	-35,0%	-12,4%	-22,6%
Seit Auflage	10,7%	20,8%	-10,1%
Seit Auflage p.a.	2,7%	5,2%	-2,4%

Innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen gab es im zweiten Halbjahr 2022 eine Veränderung: Frontier Digital Ventures befindet sich nicht mehr unter den Top 5 Positionen. Das Unternehmen ist aber mit einem Anteil von gut 10% am Gesamtportfolio weiterhin ein bedeutendes Investment im TGV Intrinsic und ich habe im Berichtsjahr den Kauf weiterer Anteile am Unternehmen empfohlen. Neu unter den fünf größten Positionen ist die irische Hostelbuchungsplattform Hostelworld. Die Investmentthese für Hostelworld erläutere ich in diesem Brief ausführlich. Wie bereits im ersten Halbjahr 2022 haben die Unternehmen im TGV Intrinsic auch in der zweiten Jahreshälfte fast ausnahmslos eine sehr gute operative Entwicklung vollzogen. Viele Unternehmen erzielten steigende Umsätze, welche in den meisten Fällen auch von steigenden Gewinnen begleitet wurden. Leider haben sich die operativen Fortschritte bisher noch nicht in steigenden Aktienkursen niedergeschlagen und der Kurs des TGV Intrinsic blieb gegenüber dem Halbjahr nahezu unverändert. Da alle Investmentthesen weiterhin intakt sind, bin ich mit der negativen Kursentwicklung von -35% des TGV Intrinsic im Gesamtjahr 2022 zwar unzufrieden, aber darüber nicht beunruhigt. Der Preis für eine langfristige Outperformance gegenüber dem Markt besteht im Erleben kurzfristig stärkerer Schwankungen (temporär eben auch in den negativen Bereich).

Ein Grund für die negative Kursentwicklung sind die gestiegenen Zinsen. Sie erhöhen die Kapitalkosten der Unternehmen und die Opportunitätskosten der Investoren. Dadurch wirken sie wie die Schwerkraft auf Bewertungen, weshalb die Bewertungsmultiplikatoren im letzten Jahr zu Recht stark gefallen sind. Die Multiplikatoren werden aber ihren Boden finden und ab diesem Zeitpunkt sollte das von mir erwartete Gewinnwachstum der Unternehmen im Portfolio des TGV Intrinsic auch wieder zu steigenden Aktienkursen führen. Besonders positiv gestimmt bin ich für die Investments in FEMSA, MercadoLibre (Meli) und VEF. Auf einer Brasilienreise im Dezember sammelte ich erneut viele positive Eindrücke, die meine Erwartung hinsichtlich langfristig steigender Gewinne dieser Top Positionen im Portfolio bestärkten. Durch VEF investiert das TGV Intrinsic in wachstumsstarke Finanztechnologieunternehmen, die heute nicht an der

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

Börse gelistet sind. Das wichtigste Investment ist Creditas, über das ich in meinen letzten Briefen bereits kurz berichtete. Gemeinsam mit einem befreundeten Investor traf ich in Sao Paulo Sergio Furio, den Gründer von Creditas. Er ist bis in die Haarspitzen mit unternehmerischer Energie geladen und meine Einschätzung, dass er die momentane Krise zur Stärkung von Creditas nutzen wird, hat sich bestätigt. Auch konnte ich die Gründer von Solfacil (besicherte Kredite für Solaranlagen) und Gringo (Superapp für Autofahrer) treffen. Beide Investments ging VEF im Jahr 2022 neu ein und sie besitzen gute Aussichten, in den kommenden Jahren für VEF einen signifikanten Wertzuwachs zu generieren.

Ebenso lernte ich das für den brasilianischen Markt zuständige Management von FEMSA kennen. Die Zahl der eröffneten OXXOs (Convenience Geschäfte) wächst rasant und die Umsätze pro Geschäft sind teilweise bereits höher als in Mexiko. Ich hatte mir bereits vor gut einem Jahr die ersten OXXOs in Sao Paulo angeschaut und stellte jetzt mit Freude fest, dass viele neue Geschäfte in hoch frequentierten Lagen hinzugekommen sind. Die Chancen stehen gut, dass sich Brasilien nach Mexiko zum zweitgrößten Markt für OXXO entwickeln kann und eines Tages vielleicht eine ähnliche Größe wie in Mexiko erreichen wird. Zu guter Letzt hat mich zum wiederholten Male der vorausschauende Organisationsaufbau von MercadoLibre beeindruckt. Pedro Arnt, CFO von Meli, verkündete bereits Anfang 2021, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren bei steigenden Umsätzen positive und sich ausweitende Gewinnmargen erwartet – lange bevor dies aufgrund eines sich verändernden Wirtschaftsumfeldes mit höheren Zinsen en vogue war. Pedro Arnt wollte den Mitarbeitern damit vor allem signalisieren, dass sie mit den eigenen Ressourcen effizienter haushalten müssen. Meli investiert aber weiterhin mit Nachdruck in einzelne Wachstumsfelder und meine vorübergehende Sorge, ob das Wachstum über die nächsten Jahre früher als erwartet nachlassen könnte, stellte sich als unbegründet heraus.

Das Umsatzwachstum von 53% bei gleichzeitig knapp 10% operativer Marge in den ersten neun Monaten demonstrieren eindrucksvoll die Vereinbarkeit von Wachstum und Gewinn. Im Gegenteil zu vielen anderen Technologieunternehmen sind bis jetzt Entlassungen ausgeblieben. Das unterstreicht, dass das Unternehmen den Status Quo kontinuierlich hinterfragt und sich frühzeitiger an Veränderungen der Umwelt anpasst. Auch ich prüfe meine Investmentempfehlungen fortlaufend auf ihre Risiken und beurteile, ob Unternehmen auf Veränderungen in ihrer Umwelt angemessen reagieren. Der langjährige Intel CEO Andy Grove beschreibt in seinem Buch „Only the Paranoid Survive“, dass einschneidende Veränderungen der Umwelt eher die Regel als die Ausnahme sind. Dennoch halten viele Unternehmen zu lange an einer veralteten Erfolgsstrategie fest, anstatt sich der Realität einer veränderten Umwelt zu stellen. Der Weitblick der Unternehmensführung bei MercadoLibre dient als gutes Beispiel für vorausschauendes Reagieren auf solche Veränderungen. Im Kontrast dazu zeigte mir meine Reise durch Japan aber auch die negativen Auswirkungen von zu langem Festhalten an überholten Erfolgsfaktoren auf.

Burggräben um verlassene Burgen

“Senior Managers got to where they are by having been good at what they do. (...) So, it's not surprising that they will keep implementing the same strategic and tactical moves that worked for them over the course of their careers – especially during their “championship” season. I call this phenomenon the inertia of success. (...) When the environment changes in such a way as to render the old skills and strengths less relevant, we almost instinctively cling to our past.” - Andrew S. Grove

Groves Zitat besitzt eine hohe Relevanz für Unternehmen, genauso aber für Kulturen und die wirtschaftliche Entwicklung ganzer Länder. Im Herbst 2022 bereiste ich für mehrere Wochen Japan. Ich nutzte die Reise, um die Kultur besser zu verstehen, die beeindruckende Geschichte des Landes kennenzulernen, viele mögliche neue Investments zu treffen und Verbindungen zu ähnlich gesinnten Investoren zu knüpfen. Das Land hat mich mit seinen Traditionen, der abwechslungsreichen Natur, den dynamischen Städten und der ausgezeichneten Küche begeistert. Selten bin ich mit ähnlich vielen neuen Eindrücken von einer Reise heimgekehrt. Fasziniert hat mich auch die große Zahl an prachtvollen Burgen in Japan. Dabei setzte sich ein Gedanke in meinem Kopf fest: Häufig waren Burgen und der zugehörige Adel in der Vergangenheit Zentrum der um sie herum entstehenden Städte und ein wichtiger Teil des administrativen sowie gesellschaftlichen Lebens. Warum haben sie in vielen Ländern trotz guter Ausgangsposition im Laufe der Zeit so stark an Bedeutung verloren?³

Ein wichtiger Auslöser für ihren Niedergang war das zu lange Festhalten an überholten Strukturen. Der Erfolg der Vergangenheit gab wenig Anlass, sich an eine veränderte Umwelt anzupassen. Besonders klar wurde mir das beim Besuch der Burgen in Himeji, Hiroshima oder Osaka – ähnliches gilt aber auch für Burgen auf dem europäischen Kontinent. Sie waren häufig Mittelpunkt des damaligen gesellschaftlichen Lebens, boten Wohnraum für den Adel und verfügten über starke Burggräben, um Bewohner vor Angriffen zu schützen. Schaut man heute aus den Türmen der zu Museen umgewandelten Burgen, sieht man funktionslos gewordene Burggräben und die in der Ferne prosperierenden Stadtzentren. Genauso wie die Städte den Burggräben entrückt sind, sind die verlassenen Burgen ein Spiegelbild der gesunkenen Relevanz des Adels. Veralterte Dogmen können auch ganze Volkswirtschaften vor massive Probleme stellen und dringend benötigte Anpassungsprozesse lähmen oder verhindern. Japan und Deutschland besitzen hierbei einige verblüffende Ähnlichkeiten.

In beiden Ländern ist das Befolgen von Regeln hoch angesehen. Diese Wertenorm ist besonders für eine auf das produzierende Gewerbe ausgerichtete Wirtschaft, in der Güter in repetitiven Prozessen produziert werden, wichtig. Japan und Deutschland bauten sich mit diesen Werten über Jahrzehnte eine ausgezeichnete Reputation für ihre Industrieproduktion auf. Auch deshalb waren sie nach der starken Zerstörung im zweiten Weltkrieg bereits in den 70er Jahren wieder die zweit- und drittgrößte Volkswirtschaft und behielten diese Position rund 30 Jahre. Heute aber haben beide Länder Schwierigkeiten, sich an eine Wirtschaftsordnung außerhalb ihrer historisch erfolgreichen Industrien anzupassen. Denn eine streng regelbefolgende Kultur kann kreativeres Denken, das in vielen modernen Industrien wie der Softwareentwicklung benötigt wird, erschweren. Die Gewohnheit, sich innerhalb fester Regeln zu bewegen, könnte auch Grund für eine geringere unternehmerische Risikobereitschaft sein. Sie spiegelt sich in Japan und Deutschland in einer niedrigen Zahl an Unternehmensgründungen pro Einwohner wider. Die Quote der Gründerinnen der 18-64jährigen liegt laut einer Studie des Innovationszentrum der Deutschen Wirtschaft bei 6,5% in Japan beziehungsweise 7% in Deutschland gegenüber 17% in den USA⁴.

Diese Gedanken verdeutlichen auch für Unternehmen zwei wichtige Lehren: **Erstens kann der Erfolg der Vergangenheit ein Hindernis für die Anpassung an eine neue Umwelt sein und zweitens ist deshalb die Bereitschaft, sich zu verändern ebenso wichtig wie ein bereits bestehender Wettbewerbsvorteil**

³ In Japan zum Beispiel besitzen Nachkommen des Adels (seit 1869 Kazoku genannt) zwar teilweise noch gesellschaftliche Bedeutung, allerdings in deutlich eingeschränktem Maße im Vergleich zur Historie.

⁴ Die Studie aus 2022 berechnet eine Quote der 18-64 jährigen, die zu der Gruppe „werdende Gründende“ oder „junge Gründungen“ gehören - <https://www.iwkg.uni-hannover.de/fileadmin/iwkg/projects/GEM/gem2021.pdf>.

(den Investoren häufig auch als Burggraben bezeichnen). Investoren suchen oftmals nach Unternehmen mit dem größten Wettbewerbsvorteil, da nur mit Hilfe von Wettbewerbsvorteilen überdurchschnittliche Kapitalrenditen verteidigbar sind. Ein zu hoher Fokus auf das Verteidigen von Wettbewerbsvorteilen kann aber auch Nachteile mit sich bringen: eine Unternehmenskultur, die sich auf alten Erfolgen ausruht, ein geringerer Drang nach Innovationen oder ein ineffizienter Organisationsaufbau mit langen Entscheidungswegen, da kein Bedarf an Schnelligkeit existiert. Auch Hostelworld - eine Buchungsplattform für Hostels – setzte jahrelang auf das Verteidigen alter Wettbewerbsvorteile, die im Zeitverlauf aber immer stärker an Bedeutung verloren. In einer veränderten Umwelt mit neuen Marktstrukturen führte das Festhalten an altbewährten Strategien zu sinkenden Marktanteilen. Erst ein neues Management im Jahr 2018 bewirkte einen Wandel in der Unternehmensstrategie. Seitdem fokussiert sich Hostelworld wieder erfolgreich auf das Stärken neuer Wettbewerbsvorteile durch Innovationen im Kerngeschäft.

Hostelworld: Die Modernisierung der Burg und das Auffüllen ausgetrockneter Burggräben

Hostelworlds Unternehmensgeschichte begann 1999, als Gründer Ray Nolan eine Buchungssoftware für Hostels programmierte, die er den Betreibern kostenlos anbot. Statt einer Lizenzgebühr erhob Hostelworld für jede Buchung über die zugehörige, eigene Plattform eine Provision von 10% (heute 15%). Das schnelle Wachstum spiegelte sich auch im Domainnamen wider. Von HostelDublin.com änderte er sich nach einigen Wochen zu Hostellreland.com und einen weiteren Monat später zu Hostelworld.com. Als Vorreiter für digitale Hostelsbuchungen hatte Hostelworld schnell eine starke Marktposition mit leichten Netzwerkeffekten erreicht. Viele Rucksackreisende buchten über die Plattform ihre Unterkunft, gleichzeitig wollten immer mehr Hostels auf der Plattform präsent sein, um diese Art von Reisenden zu erreichen. Als Marktführer generierte Hostelworld sukzessive zudem die meisten Hostelsbewertungen mit Details zu den nicht-standardisierten Betten, Duschen oder Gemeinschaftsräumen. Diese Art von Feedback ist gerade dann besonders wertvoll, wenn sie von gleichgesinnten Rucksackreisenden kommt. Als größte Plattform mit den meisten Bewertungen (heute etwa 16.000 Hostels mit gut 13 Millionen Bewertungen) besaß Hostelworld eine sehr stabile Position in seiner Nische.

Im Jahr 2009 übernahm der Private Equity Investor Hellman & Friedman Hostelworld⁵ und baute das Unternehmen auch durch Übernahmen wie die von Hostelbookers im Jahr 2013 weiter aus. Im Jahr 2015 erfolgte der Börsengang von Hostelworld. Als Marktführer in einem Nischenmarkt erreichte Hostelworld über viele Jahre stetiges Wachstum und Free-Cashflow Margen von rund 20%. Aufgrund dieser hohen Gewinne schwand der Innovationsdrang und Hostelworld sah keine Notwendigkeit, sich an durch neue Wettbewerber veränderte Marktgegebenheiten anzupassen. Die Weiterentwicklung der Plattform wurde vernachlässigt und im technischen Backend häuften sich Altlasten an. Die gesamte Software lief auf lokalen Servern und der Code bestand aus einem uniformen Softwarecode statt der heute gängigen kleineren selbstverwalteten Code-Einheiten. Dadurch waren Innovationen weniger leicht umsetzbar, Produktreleases dauerten zu lange und führten zu Instabilitäten der Plattform.

Die neuen Wettbewerber Booking.com und Expedia bauten sich bis Mitte der 2010er Jahre eine ähnliche Auswahl an Hostels auf ihrer Plattform auf, die sie ihrer bestehenden Kundenbasis einfach zusätzlich

⁵ Hellman & Friedman kauften damals die Holding „Web Reservations International“. Dort war Hostelworld die Hauptmarke, zudem gehörte Hostels.com zu der Holding und 2013 wurde Hostelbookers zugekauft. Die Marken und Kundenstämme wurden über die Zeit alle in die Marke Hostelworld integriert.

anboten. Hostelworld versuchte, mit markigen Werbekampagnen mit 50Cent, Mariah Carey oder Charlie Sheen im Kopf der Konsumenten präsent zu bleiben.⁶ Das führte zwar kurzfristig zu einem gewissen Buchungswachstum, allerdings unter Inkaufnahme hoher Kosten zur Kundenakquise und einer sinkenden Kundenbindung. Ohne Differenzierung zwischen den Buchungsplattformen macht es für den Nutzer keinen Unterschied, worüber er sein Hostel bucht und Reisende müssen für jede Buchung stets neu akquiriert werden. Der Markteintritt und die starken Marken von Booking.com und Expedia bedeuteten, dass die alten Wettbewerbsvorteile von Hostelworld in seiner Nische keinen Bestand mehr hatten - die ehemals tief mit Wasser gefüllten Burggräben waren ausgetrocknet. Als die strukturellen Probleme immer ersichtlicher wurden, setzte der Aufsichtsrat von Hostelworld im Jahr 2018 den heutigen CEO Gary Morrison ein. Er war zuvor sieben Jahre bei Expedia und ist verantwortlich für die Neuausrichtung sowie den heutigen Erfolg von Hostelworld.

Mit zwei Veränderungen setzte er bereits frühzeitig ein deutliches Zeichen: Zum einen schaffte Morrison die ehemals für Hostels buchbaren Sichtbarkeitsprodukte ab, die eine prominentere Platzierung in den Ergebnislisten ermöglichten. Mit der Abschaffung verzichtete Morrison auf eine sehr profitable Umsatzquelle mit Margen von häufig über 60%, die jedoch zulasten der bestmöglichen Kundenerfahrung ging. Im zweiten Schritt änderte Morrison gemeinsam mit dem Aufsichtsrat die Ausschüttungspolitik und kürzte die Dividende. Viele Investoren bevorzugten eine regelmäßige und jährlich steigende Gewinnausschüttung. Ich halte eine stabile Ausschüttungspolitik jedoch immer dann für potenziell wertvernichtend, wenn sie sinnvolle Reinvestitionen ins Unternehmen verhindert. Deshalb besaßen beide Maßnahmen eine hohe Signalwirkung an die Kapitalmärkte: Gary Morrison war angetreten, um den langfristigen Unternehmenswert zu steigern - unabhängig von kurzfristigen Meinungen des Kapitalmarktes und mit der Bereitschaft, zeitweise auf Gewinne zu verzichten. Genau die seltenen Eigenschaften, nach denen ich suche.

Ausgetrocknete Burggräben werden wieder mit Wasser aufgefüllt

Gut vier Jahre sind seitdem vergangen und es war keine einfache Zeit für Hostelworld. In den ersten Monaten ab Gary Morrisons Amtsantritt wurden mit einem Rückgang der Buchungen die Probleme der Vergangenheit erstmals auch nach außen sichtbar. Dann kam die Corona Pandemie auf und löste einen Stillstand bei den Buchungen mit Negativumsätzen in einzelnen Monaten aus.⁷ Dennoch trug genau dieser „perfekte Sturm“ dazu bei, dass Hostelworld heute produktseitig aber auch in puncto Organisationsstruktur besser denn je positioniert ist. Johnny Quach, der Chief Product Officer von Hostelworld, sagte im Februar 2021 dazu folgendes:

“I think Covid-19 in a sense, and this is gonna sound very crazy, but in a sense, it is the reset button that we really needed as a company but also as an industry. (...) When you operate in that one way you continue to do so unless your environment changes. And this environment has changed dramatically. So, of course we had to redo the way we are operating and focus on different things. But because of that it's really taught us to be lean, very lean and it's taught us to make decisions

⁶ Links zu den Kampagnen mit 50 Cent: <https://www.youtube.com/watch?v=zAU3Uqrsk7Y>; Mariah Carey: <https://www.youtube.com/watch?v=XdmlGLXZt5w>; Charlie Sheen: <https://www.youtube.com/watch?v=KOFc9StZibg>

⁷ Neben fehlenden Buchungen wurden auch bestehende Buchungen storniert.

extremely fast. (...) So what we have done is, we have taken this opportunity to rebuild a lot of the foundational pieces in the company."

Durch Gespräche mit dem Management von Hostelworld wurde mir klar, dass Hostelworld sich wieder eindeutig im Produkt von Wettbewerbern differenzieren wollte. Dazu musste Hostelworld erst einmal seine technologische Grundstruktur modernisieren. Da es im Jahr 2020 und 2021 kaum mehr Aktivität auf der Plattform gab, konnte Hostelworld in dieser Zeit seine Software in die Cloud bringen, ohne große Umsatzeinbrüche zu riskieren. Mit Hilfe der modernisierten Softwareinfrastruktur konnte anschließend die Vision zur Produktdifferenzierung umgesetzt werden. Die Vision von Hostelworld war von Anfang an wesentlich von der Erkenntnis geprägt, dass 60% der Hostelworld-Nutzer allein reisen. Die Zufriedenheit mit einer Reise wird oft durch die sozialen Verbindungen und Erlebnisse, die Menschen auf der Reise sammeln, bestimmt. Deshalb will Hostelworld seinen Nutzern dabei helfen, sich zu vernetzen und gemeinsam Aktivitäten zu erleben. Seit anderthalb Jahren konzentriert sich Hostelworld darauf, die übergreifend mit „Social Features“ titulierten Funktionen zu entwickeln und einzuführen. Anfang 2022 wurde eine grundlegend erneuerte App veröffentlicht und im April dann die erste Version der „Social Features“ eingeführt.

In der ersten Version sollen Reisende durch Chatfunktionen und gemeinsame Aktivitäten in Kontakt kommen. Nutzer können ein eigenes Profil erstellen, das sie bei Buchungen verwenden. Zwei Wochen vor Reiseantritt können sie dann Chatgruppen beitreten. Es gibt eine Gruppe für alle Reisenden, die in diesem Zeitraum im selben Hostel eingebucht sind, einen Chat für alle Reisenden, die zur gleichen Zeit in derselben Stadt sind und unterschiedliche Gruppen für Aktivitäten wie Sightseeing, Sport, Essen oder Nachtleben. Bereits im April testete ich die Features zum ersten Mal und im Verlauf des Jahres 2022 konnte ich viele Erfahrungen mit den neuen Funktionen sammeln. Meinen Heureka Moment erlebte ich an einem einsamen Hostelabend in Japan, als das Land für ausländische Touristen noch geschlossen war.

Aus Interesse buchte ich mich in aller Welt für den nächsten Tag in die beliebtesten Hostels ein. Von Ho Chi Minh Stadt nach Kapstadt über Buenos Aires und Rio de Janeiro nach Miami und wieder zurück nach Barcelona und London. In Städten wie Rio oder Kapstadt war die Kommunikation noch verhalten, immerhin waren aber etwa 30 Reisende Teil einzelner Chatgruppen. Ho Chi Minh Stadt hatte bereits etwas mehr Austausch und einige Rucksackreisende verabredeten sich auf ein Bier für den Abend. Die Chaträume für London und Barcelona zeigten dann aber, welcher Nutzen durch die „Social Features“ entsteht. In London waren über 100 Reisende in den Chaträumen, in Barcelona sogar über 300 Reisende. Im Minutentakt verabredeten sich Reisende zum Sport, Museumsbesuch, zum Essen oder für eine Bar. Selbst mit dieser ersten einfachen Funktion hatte Hostelworld einen großen Schritt in Richtung seines Ziels erreicht, Menschen zusammenzubringen.

Meine positiven Eindrücke aus den Chatgruppen wurden auf dem Investorentag im November letzten Jahres auch quantitativ bestätigt. Die Hälfte aller Buchungen generieren mittlerweile Nutzer, die ein Profil erstellt haben und 76% von ihnen verwenden die Chatfunktionen. Zudem buchen „Social Features“-Nutzer etwa zweimal mehr Übernachtungen und verwenden dafür doppelt so häufig den für Hostelworld profitableren Buchungsweg der App. Seit Herbst 2022 können Nutzer nun auch eigene Events erstellen und mit anderen Reisenden teilen. Bald können auch Hostels eigene Veranstaltungen anbieten und in der Zukunft wird es möglich sein, dass externe Anbieter wie Gastronomiebetriebe oder Tourbetreiber Events in der Hostelworld App hinzufügen. Nur durch eine Buchung über Hostelworld bekommen Reisende Zugang

zu diesen Aktivitäten, weshalb ich zukünftig von steigenden Marktanteilen für Hostelworld ausgehe. Gleichzeitig besteht eine Vielzahl weiterer Wachstumsmöglichkeiten. Hostelworld hat heute ähnlich wie der Hauptwettbewerber Booking.com circa 80% der jährlich verkauften Hostelbetten auf seiner Plattform. Diese Zahl sollte in den kommenden Jahren steigen und dadurch zu mehr Buchungen über die Hostelworld Plattform führen. Zudem reservieren Reisende häufiger die erste Nacht in einem Hostel über eine Plattform und buchen dann - sofern ihnen das Hostel gefällt - weitere Übernachtungen vor Ort. Mit Hilfe eines Loyalitätsprogramms könnte ein größerer Anteil dieser Buchungen über die Plattform abgewickelt werden.

Durch eine größere Anzahl von Events in der Hostelworld App besteht zudem auch die Chance, momentan nicht reisende Hostelworld Nutzer in ihrer Heimatstadt für Aktivitäten zu begeistern – was wiederum in einem größeren und wertvolleren Netzwerk mit weiteren Monetarisierungsmöglichkeiten resultiert. Perspektivisch wird Hostelworld aus meiner Sicht auch weitere Zielgruppen für Soloreisen wie im Bereich Work & Travel oder für Surf- und Yogacamps erschließen. Mit einem engagierten Netzwerk mit vielen Nutzern weltweit entsteht auch die Möglichkeit, ein profitables Werbegeschäft aufzubauen. Hierbei wird wieder entscheidend sein, dass sich das Hostelworld Management von profitablen Werbeumsätzen nicht blenden lässt und die Kundenerfahrung als oberste Priorität einstuft. Durch die klare Produktdifferenzierung gegenüber Wettbewerbern wie Booking.com oder Expedia befindet sich Hostelworld auf einem guten Weg, die ersten Netzwerkeffekte aus den „Social Features“ weiter auszubauen. Die dadurch wieder mit Wasser aufgefüllten Burggräben können nun das Geschäftsmodell auch wirksam verteidigen. Das sollte in den kommenden Jahren zu steigenden Gewinnen und einer steigenden Unternehmensbewertung führen.

Welchen Schatz verteidigen die wieder mit Wasser aufgefüllten Burggräben von Hostelworld?

Hostelworld hat meiner Meinung nach die Möglichkeit, die Position als eindeutiger Marktführer in seinem Nischenmarkt wieder zurückzuerlangen. Industrieexperten schätzen den gesamten Hostelbuchungsmarkt auf ein Volumen von 5-6 Milliarden Euro pro Jahr.⁸ Hostelworld wiederum geht von einem globalen Markt von 200 Millionen verkauften Hostelbetten pro Jahr aus. Bei einem durchschnittlichen Preis von 15 Euro pro Übernachtung entspräche dies einem Umsatzvolumen von etwa 3 Milliarden Euro. Ich selbst gehe von etwa 20.000 Hostels weltweit mit im Durchschnitt 50 Betten aus und einem Durchschnittspreis pro Bett von 15 Euro. So gelange ich zu einem Gesamtmarktvolumen von 5,5 Milliarden Euro. Bei einer durchschnittlichen Auslastung der Hostelbetten von 65% ergibt sich eine Marktgröße von 3,5 Milliarden Euro. Die Provision, die Hostels für eine Buchung über eine Reiseplattform zahlen, liegt typischerweise bei 15%. Somit läge das gesamte Umsatzpotenzial für Reiseplattformen im Bereich Hostelbuchungen bei gut 500 Millionen Euro.

Das ist einer der Gründe, warum ich es für unwahrscheinlich halte, dass sich der Hauptwettbewerber Booking.com im Hostelbereich weiter spezialisieren wird, anstatt den attraktiveren Markt der Hotel- und Ressortbuchungen weiter zu optimieren (das Hotelbuchungsvolumen ist rund 200x größer als der Hostelmarkt). Selbst bei einer Free Cashflowmarge von 30% und einem Marktanteil von 50% des Buchungsvolumens wären die resultierenden 75 Millionen Euro Free Cashflow für das Unternehmen im wirtschaftlichen Gesamtkontext nicht von Bedeutung.⁹ Hostelworld besitzt heute einen Marktanteil von

⁸ Phocuswright erwartete in seiner Studie „The Global Hostel Marketplace“ von vor Corona 6,5 Milliarden Euro Marktvolumen für 2022 (ausgehend von 5,5 Milliarden Euro in 2018).

⁹ Booking.com generiert in einem normalen Jahr rund 5 Milliarden Free Cashflow

rund 20% des gesamten Hostelbuchungsmarktes. In den Jahren vor der Corona Pandemie lag die Zahl der jährlichen Buchungen über die Plattform bei 6,8 Millionen bis 7,5 Millionen Buchungen. Im Jahr 2022 haben sich die Buchungen im Vergleich zu 2019 Monat für Monat weiter erholt und lagen im Oktober bei etwa 90% des 2019er Niveaus. Aufgrund höherer Preise pro Bettnacht wurde im Juni 2022 bereits der Monatsumsatz aus dem vergleichbaren Monat im Jahr 2019 übertroffen.

Insgesamt erreichte Hostelworld in 2022 4,8 Millionen Buchungen und etwa 70 Millionen Euro Umsatz. Hostelworld hat auf dem Investorentag einige Erwartungen für die Jahre bis 2025 ausgegeben, die ich für konservativ halte. In meinem - an diese Erwartungen angelehnten - Base Case Szenario gehe ich davon aus, dass Hostelworld im Jahr 2025 mit 7,3 Millionen Buchungen weiterhin unter den Spitzenwerten von vor der Corona Pandemie bleibt. Bei einem durchschnittlichen Umsatz pro Buchung von 15 Euro¹⁰ würde dies zu einem Nettoumsatz von knapp 110 Millionen Euro führen. Die Marketingausgaben lagen im zweiten Halbjahr 2022 bei 52% des Umsatzes, ich nehme an, dass sie auf 47% sinken werden. Die sonstigen Betriebskosten hat Hostelworld seit der Coronakrise konsequent gesenkt - auch dank der hervorragenden Arbeit der CFO Caroline Sherry. Diese Kosten lagen im Jahr 2022 bei rund 28 Millionen Euro und das Unternehmen plant, diese in den nächsten Jahren nicht nennenswert zu erhöhen. Ich gehe dennoch von einer leichten Steigerung aus.

Meine Annahmen im Base Case Szenario ergeben ein Ebitda von gut 23 Millionen Euro im Jahr 2025. Bei dem ausgegebenen Ziel einer Free Cashflow Conversion Rate von 75%, resultiert dies in einem Free Cashflow von rund 18 Millionen Euro. Die Free Cashflow Conversion ist mit 75% recht niedrig angesetzt, da Hostelworld während der Corona Pandemie ein fünfjähriges Darlehen aufnahm inklusive eines Zinscoupons von 9%. Ich gehe davon aus, dass dieses Darlehen im Jahr 2023 vorzeitig refinanziert wird und somit die Free Cashflow Conversion auch höher liegen könnte. Meine Erwartung ist, dass Hostelworld auch über das Jahr 2025 hinaus ein attraktives Wachstum erzielen wird, weshalb ich ein Multiple in Höhe des 15-fachen Free Cashflows im Jahr 2025 für angemessen halte. Dies führt zu einem Unternehmenswert von ungefähr 310 Millionen Euro (inklusive des bis dahin erwirtschafteten Free Cashflows) und Hostelworld besitzt keine Nettoverschuldung.¹¹ Die Marktkapitalisierung von Hostelworld beträgt heute etwa 200 Millionen Euro (Aktienkurs von 1,5 britischen Pfund bei 116 Millionen ausstehenden Aktien und GBP/EUR von 1,13). Bei Eintreffen des Base Case Szenarios würde das TGV Intrinsic mit seinem Investment eine Rendite von 16% pro Jahr erwirtschaften.¹² Deshalb halte ich Hostelworld mittel- wie auch langfristig für ein attraktives Investment und habe Anteile zum Kauf empfohlen.

Fazit

Das übergeordnete Thema dieses Investorenbriefes ist das Reagieren auf Veränderungen in der Umwelt. Wir befinden uns in einer Zeit, in der sich viele bestehende Strukturen wandeln. Geopolitische Konflikte, steigende Zinsen, sich verändernde Lieferketten mit Preisschocks und eine hohe Innovationskraft durch technologischen Fortschritt sind Themen, die viele Unternehmen beschäftigen. Wie beschrieben, verändert sich dadurch auch die Rolle von Wettbewerbsvorteilen. Es existieren meiner Meinung nach drei Arten von Unternehmen mit Wettbewerbsvorteilen. Um bei dem Bild der Burgen zu bleiben: Es gibt erstens

¹⁰ Lag im Jahr 2022 bei rund 16 Euro Umsatz pro Buchung.

¹¹ Dem aufgenommenen Darlehen steht eine in etwa gleich große Kasseposition gegenüber.

¹² Der durchschnittliche Einstiegskurs des TGV Intrinsic in die Hostelworld Position liegt bei 0,75 GBP. Die Rendite auf das Ursprungsinvestment wäre dementsprechend deutlich höher.

Unternehmen, die einmal Burggräben um Geschäftsmodelle aufbauen und sich dann darauf verlassen, dass die Burggräben nicht austrocknen. Ein befreundeter Investor nannte das einmal die „Arroganz der Etablierten“. Das kann eine Weile funktionieren, birgt aber die Gefahr, dass die Burggräben dennoch austrocknen und Wettbewerber die Burgen angreifen.

Die zweite Art von Unternehmen versucht, die Burggräben um das Geschäftsmodell kontinuierlich mit Wasser zu befüllen. Häufig geschieht dies mit Hilfe von Produkt- oder Geschäftsmodellinnovationen. Und es gibt eine dritte Art von Unternehmen, die die Stärke der eigenen Burg nutzen, um weitere Burgen aufzubauen. Die Burggräben der neuen Burgen können manchmal gleichzeitig das neue, aber auch das alte Geschäftsmodell schützen. Alle drei Unternehmensarten können bei der richtigen Bewertung gute Investments sein. Das Portfolio des TGV Intrinsic besteht heute aus einer Zusammenstellung der letzten beiden Unternehmenstypen – jedoch zum größten Teil aus Unternehmen, die ausgehend von bestehenden erfolgreichen Strukturen, weitere aussichtsreiche Geschäftsmodelle aufbauen. Hostelworld gehört meiner Meinung nach noch zu der zweiten Kategorie. Das Unternehmen hat rechtzeitig erkannt, dass es sich nicht auf alten Erfolgsfaktoren ausruhen kann und füllt mit seiner Strategie der „Social Features“ wieder erfolgreich die bestehenden Burggräben mit Wasser auf. Das ist die Grundlage, um langfristig auch weitere erfolgreiche Geschäftsmodelle aufzubauen und somit in die dritte Kategorie zu wechseln.

Falls Sie nach den Ausführungen Lust auf einen Burgbesuch bekommen haben, möchte ich Sie ganz herzlich zu unserem Investorentreffen am Samstag, den 20. Mai auf der Godesburg in Bad Godesberg einladen. Das Team der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV und ich freuen uns über Ihren Besuch. Eine Einladung zur Veranstaltung wird in nächster Zeit an Sie herausgehen. Sollte es noch Fragen geben, können Sie mich gerne jederzeit kontaktieren unter clemens.lotz@clcapital.de.

Ich wünsche Ihnen allen einen erfolgreichen Start in das Jahr 2023.

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).