

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 2023 unseres Sub-Advisors
CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Teilgesellschaftsvermögen Intrinsic
Jahresbericht 2023 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug im Jahr 2023 nach allen Gebühren +47,1%. Damit lag der NAV zum 29.12.2023 bei 162,82€. Der DAX erzielte im Jahr 2023 eine Rendite von +20,3%. Seit Auflage des TGV Intrinsic am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Gebühren von +10,8%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +8,2% pro Jahr zu. Bedeutung gewinnt die jährliche Rendite frühestens ab einem Zeitraum von 5 Jahren.

Der Jahresbericht 2023 des TGV Intrinsic gibt zunächst einen Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Mehrere Gründer von Unternehmen im Portfolio des TGV Intrinsic haben mit ihrer Geschäftsidee bestehende Industriestandards ignoriert und dadurch erfolgreiche Geschäftsmodelle mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen aufgebaut. Das kontinuierliche Hinterfragen des Status Quo eint diese Unternehmer, aber auch viele erfolgreiche Sportler. Der Amerikaner Dick Fosbury schuf mit seiner zunächst unkonventionellen Sprungtechnik einen neuen Status Quo im Hochspringen, der bis heute Bestand hat. David Velez, Mitgründer der brasilianischen Digitalbank Nubank, hinterfragte ebenfalls kritisch den Status Quo der brasilianischen Bankenlandschaft und ebnete anschließend den Weg für ein inklusiveres Finanzsystem. Im Hauptteil des Jahresberichtes erkläre ich, warum ich glaube, dass Nubank noch viele Kunden für sich begeistern wird und warum das TGV Intrinsic in das Unternehmen investiert hat.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 29.12.2023

Portfoliostruktur

NAV zum 29.12.2023	162,82€
Zahl der Investments	12
Gewichtung größtes Investment	16,2%
Gewichtung fünf größte Investments	64,8%
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%
2023	47,1%	20,3%	26,8%
Seit Auflage	62,8%	45,3%	17,5%
Seit Auflage p.a.	10,8%	8,2%	

Innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen gab es im Jahr 2023 keine Veränderungen und ich blicke mit Zuversicht auf die weitere Entwicklung der Unternehmen. FEMSA eröffnet mit zunehmender Geschwindigkeit neue OXXO Convenience-Geschäfte und die Finanzapp Spin gewann innerhalb von zwei Jahren etwa sieben Millionen aktive Nutzer in Mexiko. Das Abfüllgeschäft ist strukturell attraktiver geworden, da FEMSA nun auch Drittprodukte über die bestehende Logistik ausliefert. Hostelworld konnte den Umsatz um 32% steigern und erzielte mit 20% Ebitda-Marge wieder eine Profitabilität nahe am Vor-Corona Niveau. Dabei gewinnen die von mir im Jahresbericht 2022 beschriebenen Social Features weiter an Dynamik und wirken sich in Form einer von 59% auf 50% gesunkenen Kostenquote bereits positiv auf die Marketingaufwendungen aus. MercadoLibres Wachstum ist mit 40% Umsatzsteigerung im dritten Quartal 2023 ungebrochen. Gleichzeitig erhöhte sich die Ebit-Marge auf 18% - auch aufgrund des profitablen Werbe- und Kreditgeschäfts. Spotify erzielte mit mehr als 110 Millionen Neukunden auf nun 600 Millionen aktive Musikhörer ein hohes Kundenwachstum und zeigt langsam auch die erwarteten Verbesserungen auf der Kostenseite. VEF konnte seinen NAV im Jahr 2023 um 12% steigern und erwartet für 2024 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 35% über alle Beteiligungen hinweg. Der Kapitalmarkt bleibt skeptisch angesichts eines Abschlags von knapp 60% auf den aktuellen NAV. Ich bin aber zuversichtlich, dass die nächsten 1-2 Jahre zeigen werden, dass der NAV werthaltig bis konservativ berechnet ist.

Weder hat mich die negative Kursentwicklung im Jahr 2022 beunruhigt noch drehe ich nach dem Jahr 2023 eine Siegerrunde. Die Kernbotschaft aus beiden Jahren ist dieselbe: Die Unternehmen, in denen das TGV Intrinsic investiert ist, haben sich operativ sehr gut weiterentwickelt und sollten langfristig zu einer guten Kursentwicklung des TGV Intrinsic führen. Der große Unterschied in der Kursentwicklung zwischen den Jahren 2022 und 2023 lag auch an der schnell wechselnden Wertschätzung des Kapitalmarktes gegenüber der operativen Entwicklung der jeweiligen Unternehmen. Genau aus dieser Volatilität ergeben sich Investitionsmöglichkeiten, solange die Investoren eines Investmentfonds bereit sind, diese Kursschwankungen zu akzeptieren. Der Dank gilt hier Ihnen, den Investoren des TGV Intrinsic, die es mir

² Rundungsdifferenzen sind möglich.

ermöglichen, kurzfristige Mehrheitsmeinungen zu ignorieren und stattdessen den Fokus auf die langfristige Entwicklung der Unternehmen zu legen. Damit ist aus meiner Sicht der Grundstein für eine langfristige Outperformance des TGV Intrinsic gegenüber dem Index gelegt – es liegt an mir, diese vorteilhafte Struktur mit guten Investmentempfehlungen zu nutzen.

Wie das Ignorieren bestehender Industriestandards zu Wettbewerbsvorteilen führen kann

Das Hinterfragen und Ignorieren der Mehrheitsmeinung gibt mir die Möglichkeit, rationale Investmentempfehlungen treffen zu können. Hierin liegt ein langfristiger Wettbewerbsvorteil für mich. Auch im Sport finden sich Beispiele, wie durch das Ignorieren bestehender Denkweisen Wettbewerbsvorteile aufgebaut wurden. So zum Beispiel im Hochsprung, wo bis in die sechziger Jahre Athleten mit dem sogenannten Scherensprung (engl.: Scissors) oder dem Tauchwälzer (engl.: Straddle) gegeneinander konkurrierten. Im Jahr 1963 beginnt der unbekannte 16-jährige Dick Fosbury aus Portland, eine neue Hochsprungtechnik zu testen, da er seit fast zwei Jahren seine Sprunghöhe nicht verbessern kann und ihm der Ausschluss aus dem Schulkader droht. Gleich bei der ersten Veranstaltung verbessert er seine Bestleistung von 162,5 cm auf 177,8 cm – Welten im Hochsprung. Innerhalb von zwei Jahren entwickelt er sich unerwartet zu einem der besten Hochspringer im Bundesstaat Oregon.

Worin liegt die Neuerung in seiner Sprungtechnik? Anstatt vorwärts über die Latte zu springen, springt er rückwärts über den Balken. Seine Konkurrenten lachen ihn aus, die Trainer bitten ihn trotz des Erfolges doch bitte zur traditionellen Variante zurückzukehren und eine Zeitung bezeichnet ihn als den „weltweit faulsten Hochspringer“. Fosbury ignoriert die Kritik, ist aber Anfang 1968 weiterhin nur auf Platz 23 der Rangliste der amerikanischen Hochspringer. Er realisiert auch nicht, dass in diesem Jahr die olympischen Spiele stattfinden werden. Bis zu diesem Zeitpunkt hatten es weltweit 45 Springer geschafft, die Grenze von 2,13 Meter (7'0) zu überspringen. Davon waren 44 Springer im Straddle vorwärts gesprungen und Dick Fosbury mit seinem belächelten, eigenen Stil rückwärts. Knapp schafft er es, sich für Olympia in Mexiko-Stadt zu qualifizieren. Am 20. Oktober 1968 kommt es überraschenderweise zu einem Showdown im Hochsprungfinale zwischen dem Sovjetrussen Gavrilow, dem Amerikaner Caruthers und Fosbury. Fosbury verbessert seinen eigenen Rekord bei der Höhe von 2,22 Meter, Gavrilov scheitert in seinen drei Versuchen. Es verbleiben Fosbury und Caruthers im Kampf um die Goldmedaille.

Die nächste Höhe beträgt 2,24 Meter. Fosbury und Caruthers scheitern in ihren beiden ersten Versuchen. Fosbury muss vorlegen und schafft es, die Höhe zu überspringen. Er stellt einen neuen Olympiarekord auf, Caruthers schafft diese Höhe nicht und Dick Fosbury gewinnt völlig überraschend die Goldmedaille. Seit 1976 sind alle olympischen Goldmedallengewinner mit dem nach seinem Gründer benannten „Fosbury Flop“ gesprungen. Der belächelte Sprungstil ist zum Standard geworden. Aus meiner Sicht ein schönes Beispiel dafür, warum die von uns Investoren häufig genutzten „Mental Models“ mit Vorsicht anzuwenden sind. Sie helfen dabei, schnell eine Meinung zu einem Sachverhalt aufzubauen, basieren per Definition aber auf bestehenden Denkweisen. Wenn die zugrundeliegenden Annahmen nicht mehr der Realität entsprechen, können „Mental Models“ zu schlechten Entscheidungen führen. In Dick Fosburys Fall gab es zudem eine externe Veränderung. Statt der früheren Sand- oder Sägemehlgruben wurde immer häufiger eine Schaummatte hinter den Balken gelegt, was das Landen auf dem Rücken deutlich angenehmer machte.³ Diese Veränderung entkräftete alte Argumente von Trainern, dass eine Landung auf dem Rücken zu einer

³ Video zur Entwicklung des Hochsprungs über die Zeit und auch der Entwicklung des Landebereiches:
https://www.youtube.com/watch?v=p_7T76GcJOQ.

Verletzung führen könnte. Das „Mental Model“ der Hochsprung Technik war somit veraltet, dennoch fiel es zu Beginn vielen Springern und Trainern aufgrund alter Gewohnheiten schwer, auf die effizientere Hochsprungart umzusteigen.⁴ Das TGV Intrinsic ist in mehrere Unternehmen investiert, deren Gründer wie einst Dick Fosbury den Status Quo hinterfragten, bestehende Industriestandards ignorierten und erfolgreich Unternehmen aufbauten. Eines dieser Unternehmen ist Nubank, eine der größten Digitalbanken der Welt und ein Investment des TGV Intrinsic.

Wie Nubank ein kundenfreundlicheres lateinamerikanisches Finanzsystem mitaufbaut

Im Jahr 2013 reiste ich drei Monate mit dem Rucksack von Kolumbien über Ecuador und Peru, nach Bolivien und Brasilien. Ohne gutes Spanisch, aber mit Anzugtasche in der Hand, um in Kolumbien, Peru und Brasilien Unternehmer zu treffen. Ein Meeting blieb mir von dieser Reise besonders negativ im Gedächtnis: In Sao Paulo traf ich den Textilhändler Marisa und lernte, dass ein großer Teil der Umsätze mit der von Marisa ausgegebenen Kreditkarte finanziert wurden. Ein Drittel dieser Kreditkartenforderungen musste Marisa jedes Jahr als wertlos abschreiben. Das Ergebnis? Eigenkapitalrenditen von über 30%, möglich gemacht durch Überziehungszinsen von 10% - pro Monat! Stolz berichtete Marisa, dass ein Drittel der Kreditkarteninhaber entweder die Rückzahlung vergaßen oder zwischendurch nicht zahlungsfähig waren und deshalb die hohe Profitabilität erzielt werden könne. Ich verstand: Das brasilianische Finanzsystem besaß Eigenheiten, die mir aus Europa - glücklicherweise - nicht bekannt waren. Verantwortlich dafür ist die oligopolistische Bankenstruktur in Brasilien, die ein solches Zinskostenniveau möglich macht.

Nach dem letzten Banking-Bericht der brasilianischen Zentralbank (BCB) kontrollieren die fünf größten brasilianischen Banken – Itau Unibanco, Banco do Brasil, Banco Bradesco, Caixa Economica, Banco Santander Brasil – über 70% der finanziellen Vermögensgegenstände. In den USA liegt dieser Wert bei unter 50%. Diese machtvolle Position nutzen die brasilianischen Banken, um steigende Gebühren bei gleichzeitig schlechtem Kundenservice durchzusetzen. Im globalen Vergleich spiegelt sich das in überdurchschnittlichen Eigenkapitalrenditen dieser Banken wider. Im letzten Jahr lag sie im Schnitt bei 15%, während sie bei den amerikanischen Wettbewerbern nur etwa 10% beträgt.⁵ Gleichzeitig besaßen laut Weltbank im Jahr 2011 von 150 Millionen der über 15-jährigen Einwohner Brasiliens mehr als 45% kein Bankkonto. Die brasilianische Zentralbank beschloss um das Jahr 2010, dass für ein höheres Level an finanzieller Inklusion stärkerer Wettbewerb erforderlich war und reformierte in der Folge konsequent das heimische Finanzsystem.

Der erste Schritt lag darin, die Exklusivität für Kreditkartenterminals von Cielo mit Visa und von Rede mit Mastercard zu verbieten. Dann erließ im Jahr 2013 der Regulator einen neuen gesetzlichen Rahmen, mit dem Startups im Finanzbereich Lizenzen für einzelne Finanzdienstleistungen wie Kreditkarten oder Zahlungsdienstleistungen beantragen konnten, ohne eine volle Banklizenz zu benötigen. Internationale Anerkennung erlangte das Ende 2020 eingeführte, digitale Echtzeit Zahlungssystem PIX erlangt. Mit Hilfe von PIX können Privatpersonen und Unternehmen Zahlungen jederzeit kostenlos innerhalb weniger Sekunden senden und erhalten. PIX ist mittlerweile das am meisten genutzte Zahlungsmittel in Brasilien, noch vor Kredit- und Debitkarten. Zudem können Kunden seit der Open Finance Regulierung aus dem Jahr 2021 anderen Banken die Erlaubnis erteilen, deren Finanzverträge einzusehen, um anschließend potenziell günstigere Angebote zu erhalten. In den letzten zehn Jahren hat sich das brasilianische Finanzsystem zu

⁴ Gemessen daran, wieviel ein Hochspringer die eigene Körpergröße überspringen konnte.

⁵ Es gab teilweise recht starke Adjustierungen der amerikanischen Banken – unadjustiert lag die Eigenkapitalrendite niedriger.

einem der progressivsten der Welt entwickelt, wodurch eine Vielzahl von wertvollen Finanztechnologieunternehmen entstanden sind. Eines der Unternehmen, das diesen regulatorischen Rückenwind nutzen konnte, ist Nubank, ein Investment des TGV Intrinsic.

David Velez: Kölner Mathestudent revolutioniert mit Nubank die lateinamerikanische Bankenwelt

Im Jahr 2018 erzählte mir ein Taxifahrer in Brasilien begeistert von seinem neuen Bankkonto bei Nubank. Selten hatte ich jemanden so begeistert über seine Bank sprechen hören und ich begann, mich näher mit dem Unternehmen zu beschäftigen. Nubank wurde von Cristina Junqueira, David Velez und Edward Wible im Jahr 2013 gegründet. David Velez, der in einer kolumbianischen Unternehmerfamilie aufgewachsen war, hatte die ursprüngliche Geschäftsidee zu Nubank. Er ging in Kolumbien sowie Costa Rica auf deutsche Schulen, wodurch er fließend Deutsch spricht. Während seines Studiums in Stanford studierte er im Ausland ein Jahr Mathematik an der Universität zu Köln (ich kann Sie beruhigen: diese gemeinsame Vergangenheit spielte keine Rolle für meine Investmentempfehlung). Zeitgleich mit seinem Master in Stanford, arbeitete er für den erfolgreichen Startup-Investor Sequoia. Nach Abschluss des Studiums suchte er für Sequoia in Brasilien nach Investments. Allerdings schloss Sequoia aufgrund fehlender Investmentopportunitäten den Standort nach anderthalb Jahren wieder und wollte, dass Velez in die USA zurückkehrte. Velez hatte jedoch andere Pläne und verließ Sequoia - nicht aber ohne vorher seinem Mentor, dem Sequoia Partner Doug Leone, die Idee einer Digitalbank in Brasilien vorzustellen.

Die Idee war entstanden, nachdem Velez den mangelhaften Kundenservice der brasilianischen Banken am eigenen Leib zu spüren bekam. Um ein Bankkonto zu eröffnen, war er monatelang in Bankfilialen vorstellig geworden, musste sich durch lange Sicherheitskontrollen vor den mit Panzerglas geschützten Türen der Filialen kämpfen und eine Vielzahl von Dokumenten ausfüllen. Seine negativen Kundenerfahrungen standen im starken Gegensatz zur hohen Profitabilität der Finanzinstitute. Velez glaubte, dass eine kundenorientierte Digitalbank in Brasilien effizienter sein könnte bei gleichzeitig höherer Zufriedenheit der Kunden. Velez sah sich mit zahlreichen Gegenargumenten konfrontiert: Unibanco hatte es trotz besserer Ausgangslage nicht geschafft, eine erfolgreiche Digitalbank aufzubauen, der Regulator würde Wettbewerb nicht unterstützen, Brasilianer verlangten in jedem Fall ein Netz an Bankfilialen. Ebenso wie Dick Fosbury ignorierte Velez seine Kritiker, denn er besaß einen wichtigen Vorteil: Velez hatte niemals in einer Bank gearbeitet und brachte als Kolumbianer einen frischen, mitunter auch etwas naiven Blick mit.

Dieser frische Blick ermöglichte es ihm, die sich anbahnenden Veränderungen im brasilianischen Finanzsystem zu erkennen, die erfahrene Banker nicht sahen. Zu der veränderten Position des Regulators kam hinzu, dass Brasilianer bereits früh intensive Nutzer von Smartphones waren. Schon im Jahr 2013 gab es etwa 50 Millionen Smartphone Nutzer, die viel Zeit an den Endgeräten verbrachten. Ähnlich wie die Schaummatte Dick Fosbury den Sprung rückwärts ermöglichte, halfen Smartphones dabei, die Idee einer Digitalbank Realität werden zu lassen. Das bestehende „Mental Model“ zu Digitalbanken in Brasilien war nicht mehr zeitgemäß und Velez ignorierte zu Recht die bestehenden Industriestrukturen. Mit Cristina Junqueira und Edward Wible fand David Velez die passenden Mitgründer und auch Sequoia ließ sich für die Startup-Finanzierung gewinnen. Gemeinsam mit Kasczek, einem erfolgreichen brasilianischen Startup-Investor (gegründet von dem MercadoLibre Mitgründer Hernan Kazah), unterzeichneten die beiden Investoren die erste Finanzierungsrounde.

“What if people actually liked our products?”

Cristina Junqueira, David Velez und Edward Wible, die heute noch etwa 24% der Unternehmensanteile halten, erkannten, dass das Hauptdifferenzierungsmerkmal der Bank in einer auf Kundenzufriedenheit fokussierten Unternehmenskultur liegen musste. Velez erstellte bereits neben der Präsentation für die erste Finanzierungsrunde eine weitere Präsentation mit den Inhalten zur Unternehmenskultur. Bis heute präsentiert Velez diese Werte monatlich allen neuen Mitarbeitern. Auch der Name Nubank spiegelt die Werte des Unternehmens wider: Nu heißt auf portugiesisch „nackt“ und steht für die radikale Transparenz gegenüber dem Kunden. In vielen Gesprächen mit Nubank, ehemaligen Mitarbeitern und Wettbewerbern lernte ich, dass diese kundenfokussierte Unternehmenskultur weiterhin essenzieller Bestandteil von Nubank ist. David Velez fasst es in folgenden Worten zusammen:

„Culture is the driving force, there's nothing more important. Culture allows you to hire people. People build products. Products bring you customers. And so ultimately, customers won't come to you because of your products. Consumers come to you because of the culture, they are consumers of your culture.“

Der Fokus auf den Endkunden führte auch dazu, dass sich Nubank als Technologieunternehmen interpretiert und nicht als klassische Bank. Bis heute besitzt Nubank keine physischen Bankfilialen und große Teile der IT-Systeme wurden intern und von Anfang an in Amazon Web Services entwickelt. Neuprodukte und Produktveränderungen können deshalb schneller werden als von der Konkurrenz. Auch das erste Nubank Finanzprodukt war unkonventionell: eine gebührenlose, lilafarbene Kreditkarte, die ausschließlich online beantragt werden konnte. Junqueira hatte als Verantwortliche für die Itau Kreditkarte hohe Marketinginvestments zur Kundengewinnung getätigt. Um die Marketingkosten zu amortisieren, mussten die Kunden dann hohe Gebühren für ihre Kreditkarte zahlen. Das resultierte in unzufriedenen Kunden, die entsprechend schnell den Anbieter wechselten, sobald es ein günstigeres Angebot gab. Junqueira stellte sich die Frage „What if people actually liked our products?“ und erarbeitete ein kundenfreundlicheres Kreditkartenprodukt. Ihr Vorschlag wurde allerdings von den Itau Verantwortlichen abgelehnt. Bei Nubank konnte sie endlich ihren Anspruch auf kundenfreundliche Produkte verwirklichen.

Nubanks Kreditkarte ist kundenfreundlich und kostenlos. Das Ergebnis sind außerordentlich zufriedene Kunden mit einem Net Promoter Score (NPS)⁶ von etwa 90. Aufgrund dieser Zufriedenheit empfehlen die Kunden die Kreditkarte an Bekannte weiter, weshalb Nubank kaum etwas in Marketing investieren muss. Daher ist die Kreditkarte für Nubank auch ohne Gebühren profitabel,⁷ letztlich wurden Werbebudgets zum Endkonsumenten hin umverteilt. Wie beschrieben, versuchen die meisten Finanzdienstleister, die Kreditkarte durch Überziehungszinsen zu monetarisieren. Hier findet sich ein weiteres Indiz für den Fokus von Nubank auf die Kundenzufriedenheit. Nur 7% von Nubanks Forderungen in Brasilien entstehen aus Überziehungskrediten; der Industrieschnitt liegt bei 16%. Fast jede Person, mit der ich sprach, kannte zudem folgende Anekdote: Vor einigen Jahren sprangen Nubanks Umsätze von einem auf den anderen Tag nach oben. Die Mitarbeiter waren irritiert und nach etwas Suchen fanden sie den Grund: Normalerweise bekommen Kunden von Nubank eine Nachricht, wenn ihnen droht, Überziehungszinsen zu zahlen. Diese Benachrichtigung war durch einen Systemfehler weggefallen.

⁶ Der NPS ist eine der bekanntesten Methodiken, um Kundenzufriedenheit zu messen – für Infos zur Berechnung: <https://www.textbroker.de/net-promoter-score-nps>.

⁷ Der Großteil der Umsätze besteht aus den üblichen Interchange Gebühren, die von den Händlern gezahlt werden.

Viele Banken hätten sich in diesem Moment gefreut und überlegt, wo sie weitere Hinweise dieser Art entfernen könnten. David Velez erzählt dazu, wie stolz er auf seine Mitarbeiter war, denn es habe keine Sekunde lang Zweifel gegeben, die Benachrichtigungsfunktion umgehend zu reaktivieren. Damit nicht genug: Nubank schrieb eine Nachricht an seine Kunden, entschuldigte sich für den Fehler und erstattete die Gebühren zurück. Das entspricht definitiv nicht dem Industriestandard.

Im Jahr 2017 besaß Nubank zwei Millionen Kunden und erst zu diesem Zeitpunkt führte das Unternehmen ein zweites Produkt ein, das Bankkonto Nu Cuenta. Zu dem Zeitpunkt hatte Nubank kumuliert sieben Millionen Kunden für eine Kreditkarte abgelehnt. Diesen Personen konnte nun das risikoärmere Bankkonto ohne Kreditfunktion angeboten werden. Die Folge war eine Beschleunigung des Kundenwachstums. Das Wachstum der letzten Jahre konnte Nubank auch aufgrund einer ausgeklügelten Differenzierungsstrategie gegenüber Wettbewerbern erzielen. Anders als Dick Fosbury, der spätestens nach seiner olympischen Goldmedaille viel Aufmerksamkeit bekam und von anderen Hochspringern kopiert wurde, arbeitet Nubank kontinuierlich daran, sich von seinen Wettbewerbern abzuheben und die Markteintrittsbarrieren auszubauen.

Die vier Ebenen der Wettbewerbsdifferenzierung von Nubank

Nubank differenziert sich auf vier Ebenen von seinen Wettbewerbern und baut dadurch wachsende Wettbewerbsvorteile auf: Die erste Ebene der Differenzierung liegt in der günstigen Kundengewinnung. Aufgrund kundenfreundlicher Produkte mit niedrigen Kosten weist Nubank einen hohen NPS von etwa 90 auf. Selbst eine beliebte Marke wie Apple hat „nur“ einen NPS von 72, Banken liegen sogar häufig im negativen Bereich. Deshalb gewinnt Nubank bis heute 80% seiner Neukunden kostengünstig durch Empfehlungen. Die Marketingkosten liegen bei lediglich 2% des Umsatzes und die gesamten Kosten pro neu gewonnenen Kunden liegen nach meiner Berechnung bei etwa 10 USD.⁸ Die zweite Ebene der Differenzierung ergibt sich aus der niedrigen Kostenstruktur. Nubank besitzt kein Filialnetz und nutzt moderne und effiziente Technologien wie Amazon Web Services. Viele Kundenanfragen kann Nubank deshalb digital lösen, es existiert aber auch ein großes, vor allem inhouse geführtes Call Center. Die monatlichen Kosten, um einen Kunden zu bedienen, liegen bei unter einem US-Dollar. Die Effizienz Ratio, eine Kennzahl, die bei Banken weltweit die operativen Kosten in Relation zum Umsatz misst, lag für Nubank im dritten Quartal bei 35%. Itau, der größte und am besten geführte brasilianische Wettbewerber macht etwa zehnmal mehr Umsatz als Nubank und hat dennoch „nur“ eine Effizienz Ratio von 40%. JPMorgan, die größte Bank weltweit außerhalb Chinas, hat eine Effizienzratio von über 50%. Das zeigt, wie effizient Nubank bereits in der heutigen Größe das Geschäft betreibt.

Die dritte Differenzierungsebene sind die Refinanzierungskosten. Hier besaß Nubank aus meiner Sicht lange Zeit einen Wettbewerbsnachteil, da die großen Banken sich durch ihr Einlagengeschäft sehr günstig refinanzieren konnten. Durch die Einführung von Nu Cuenta im Jahr 2017 hat Nubank mittlerweile ein signifikantes Einlagengeschäft in der Größe von knapp 20 Milliarden US-Dollar aufgebaut, das mit über 30% wächst. Dadurch kann Nubank den Großteil seines Geschäfts sehr günstig refinanzieren. Die vierte Ebene der Differenzierung ergibt sich daraus, dass Nubank die Ausfallrisiken der Kredite genauer bewerten kann

⁸ Die Marketingkosten stehen für etwa 50% der Kundengewinnungskosten, die anderen 50% liegen im Kauf von Daten der Kreditbüros und im Drucken und Versenden der Kreditkarte.

als Wettbewerber. Mitgründer Edward Wible beschreibt in einer Präsentation aus dem Jahr 2017,⁹ wie Nubank durch seine einheitliche Technologieplattform über alle Berührungs punkte mit den Kunden zentral verfügt. Wettbewerber verfügen dagegen häufig über eine Vielzahl von uneinheitlichen Systemen, welche die Auswertung von Kundendaten erschweren. Natürlich gibt es mittlerweile auch weitere Digitalbanken in Brasilien, die versuchen, ein ähnliches Geschäftsmodell zu betreiben. Da aber weiterhin der größte Teil der Kundengelder bei den fünf größten Banken liegen, sind die Wettbewerbsvorteile von Nubank gegenüber den „alten“ Großbanken in den nächsten Jahren entscheidend.

Aus dieser Differenzierung heraus ist eine Bank mit beeindruckenden Zahlen entstanden. Nubank gewann in den gut 10 Jahren seines Bestehens 80 Millionen aktive Kunden. Über 50% der erwachsenen, brasilianischen Bevölkerung sind mittlerweile Nubank Nutzer. Die Umsätze sollten dieses Jahr um gut 60% auf 8 Milliarden US-Dollar Umsatz steigen und es dürfte ein Gewinn von über einer Milliarde US-Dollar erzielt werden. Die Eigenkapitalrendite in Brasilien liegt bereits über 40% und damit höher als bei den fünf großen brasilianischen Banken. Durch das kritische Hinterfragen und Ignorieren des Status Quo konnten die drei Gründer von Nubank innerhalb weniger Jahre eine beeindruckende Digitalbank aufbauen. Ich bin davon überzeugt, dass die klare Vision, das Unternehmen durch den Fokus auf Kundenzufriedenheit zu differenzieren, noch für viele gute Ergebnisse sorgen wird.

Warum halte ich Nubank für ein gutes Investment?

Es ist meist einfacher, heutige Gewinne zu bewerten, als Gewinne, die in der Zukunft liegen. Noch weniger sind Kapitalmärkte bereit, qualitative Faktoren wie die Unternehmenskultur in eine Bewertung einzubeziehen. Ich glaube, dass Nubank durch seinen Fokus auf die Kundenzufriedenheit ein differenziertes Produkt besitzt, mit dem es noch über viele Jahre Umsätze und Gewinne steigern wird. Die Bewertung von Nubank spiegelt diese Wachstumsmöglichkeiten heute nicht ausreichend wider. In einem Basisszenario erwarte ich, dass Nubank seine Kundenzahl in den nächsten Jahren um 50% ausbauen kann und den Umsatz pro Kunde von monatlich 10 US-Dollar auf 25 US-Dollar steigern wird. Gleichzeitig gehe ich davon aus, dass die Nettogewinnmarge von heute 14% auf 20% steigen kann. Beim Erreichen dieser Ziele innerhalb von 7 Jahren und einem Kurs Gewinn Verhältnis von 15x würde das Investment ab heute eine jährliche Rendite von 15% erwirtschaften.¹⁰ Wie komme ich zu diesen Annahmen?

Ein Wachstum von 50% in der Zahl der aktiven Kunden bedeutet 45 Millionen neue Kunden. Nubank wächst weiterhin mit 1,5 Millionen neuen Kunden in Brasilien pro Monat; diese Zahl wird aber sinken. Im Jahr 2020 hat Nubank seine lila farbene Kreditkarte in Mexiko und Kolumbien eingeführt. Die letzten Jahre haben gezeigt, dass Nubank für weitere Kundengewinne in diesen Märkten gut positioniert ist. Es gibt dort ebenfalls einen großen Teil der Bevölkerung, der sich entweder vom Finanzsystem exkludiert oder durch die hohen Gebühren der alteingesessenen Banken aufgrund ihrer starken Marktstellung betrogen fühlt. In beiden Ländern sind die Kunden sogar zufriedener als in Brasilien und die Wachstumsraten sind höher als es zur vergleichbaren Zeit in Brasilien der Fall war. Zwar versuchen einzelne Finanzdienstleister, eine digitale Bank aufzubauen, zum Beispiel Daviplata in Kolumbien von Banco Davivienda oder Nequi von Bancolombia. Dennoch werden es diese Unternehmen schwer haben, da sie sich nicht vollkommen von den existierenden Strukturen lösen können. Ähnlich wie in Brasilien sind die Anreizstrukturen der mexikanischen und kolumbianischen Banken nicht auf Kundenzufriedenheit ausgerichtet. Zudem existiert

⁹ „Architecting a Modern Financial Institution“ - <https://www.infoq.com/presentations/nubank-architecture/>.

¹⁰ Die durchschnittlichen Einstiegskosten des TGV Intrinsic liegen bei 4,20 US-Dollar.

eine Vielzahl von Softwaresystemen, die einen einheitlichen Blick auf den Kunden und eine adäquate Kundenerfahrung erschweren.

Nubank hat in Mexiko bereits knapp 5 Millionen Kunden und kürzlich das Bankkonto Nu Cuenta eingeführt. Dies der Moment, in dem das Wachstum in Brasilien enorm zunahm und ich erwarte eine ähnliche Entwicklung in Mexiko. Zudem ist es wahrscheinlich, dass Nubank in fünf Jahren in weiteren Ländern aktiv sein wird – allein eine gute Entwicklung in Mexiko und Kolumbien würde aber das Wachstum von 50% in den Nutzerzahlen rechtfertigen. Noch wichtiger in meiner Kalkulation ist die Annahme, dass der Umsatz pro Kunde von 10 US-Dollar auf 25 US-Dollar pro Monat steigen wird. Schaut man sich Nubank Kunden an, die bereits mehrere Jahre Nutzer sind, so machen sie gut 25 US-Dollar Umsatz pro Monat. Ich gehe schlichtweg davon aus, dass sich die Umsätze der jüngeren Kundenkohorten diesem Wert angleichen werden. Der Anstieg resultiert aus der intensiveren Nutzung der Nubank Produkte über die Zeit hinweg. Die typische Kundenbeziehung besteht heute darin, dass ein Kunde zunächst ein Bankkonto eröffnet. Verhält er sich kreditwürdig, bekommt er von Nubank die lilafarbene Kreditkarte. Sofern auch hier keine Ausfälle stattfinden, kann der Kunde über die App unbesicherte Privatkredite beantragen.

In den letzten Jahren hat Nubank sein Produktpotfolio vergrößert, sodass Kunden heute über die App auch Geld investieren, unterschiedliche Versicherungen abschließen oder besicherte Kredite aufnehmen können. Die Umsätze von Nubank bestehen zu 80% aus Zinseinnahmen durch Privatkredite und der Kreditkarte und zu 20% aus Einnahmen durch Gebühren - die wiederum zu 75% aus den Interchange Gebühren der Kreditkarte bestehen. Bei den älteren Kundenkohorten wachsen die Umsätze pro Monat sogar noch weiter. Kunden der fünf großen brasilianischen Banken tätigen einen Umsatz pro Monat von etwa 40 US-Dollar- diesen Wert wird Nubank aufgrund seiner günstigeren Gebührenstruktur nicht erreichen. Weitere Umsatztreiber könnten aber die neue violette Kreditkarte für Besserverdiener sein oder das bis jetzt wenig beachtete Firmenkundengeschäft, in dem Nubank bereits zwei Millionen Kunden aufweist.

Die wachsenden Umsätze pro Kunde sollten in einer steigenden Gesamtprofitabilität für Nubank münden. Im dritten Quartal 2023 lag die Nettogewinnmarge von Nubank bei 14% gegenüber 1% im dritten Quartal 2022. Nubank peilt eine Bruttomarge (Umsatz minus Rückstellung für Kreditausfälle minus Refinanzierungskosten) von 60% an. Ältere Kohorten zeigen diese Margen bereits. Ein Grund, warum Nubank diese Margen heute noch nicht auf Konzernebene ausweist, ist unter anderem ein Bilanzierungseffekt: Nach IFRS müssen alle erwarteten Kreditausfälle sofort in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ausgewiesen werden – auch wenn diese erst über längere Zeiträume realisiert werden. Bei starkem Wachstum wie bei Nubank ist deshalb die GuV durch „Wachstumskosten“ verzerrt.¹¹ Da die Umsätze pro Kunde weiter steigen und die operativen Kosten wie Kundenservice und Overhead Kosten pro Kunde seit vielen Jahren sinken, gehe ich von weiteren Skalierungseffekten aus. Dies kommt in meiner Annahme von einer auf 20% wachsenden Nettogewinnmarge zum Ausdruck. Worin liegt nun das größte Risiko für Nubank?

Wie bei Banken üblich, liegt das größte Risiko aus meiner Sicht in der Qualität des Kreditbuchs. Aus zwei Gründen glaube ich, dass Nubank dieses Risiko unter Kontrolle hat: Erstens aufgrund des Blickes in die vergangenen Jahre. Nubank hat in Brasilien bereits mehrere Zinszyklen erlebt, zuletzt mit dem Ansteigen

¹¹ Gut dargestellt in der Nubank Investorenpräsentation für das vierte Quartal 2021 auf Seite 23.

des Zinssatzes der BCB „Selic“ von 2% auf 13,75% innerhalb von weniger als zwei Jahren. Während dieser Zyklen konnte Nubank kontinuierlich niedrigere Ausfallraten als die großen fünf Banken ausweisen. Dies gibt mir die Zuversicht, dass Nubank Kreditrisiken aufgrund der gesamtheitlichen Betrachtung der Kunden durch eine einheitliche Plattform korrekt bepreist. Der zweite Grund liegt in der konservativen Vorgehensweise von Nubank. Jedes Kreditportfolio wird so bepreist, dass es bei einer Verdoppelung der Ausfallraten noch profitabel wäre. Zudem liegt das Verhältnis von Krediten zu Einlagen bei 35%. Bei den meisten Banken global liegt dieses Verhältnis deutlich über 50%, oftmals sogar über 100%. Auch verkauft Nubank keine Kreditforderungen, um seine Ausfallraten zu beschönigen, wie bei manch anderer Bank üblich. Cristina Junqueira, David Velez und Edward Wible haben das langfristige Ziel, ein inklusiveres lateinamerikanisches Finanzsystem zu schaffen. Kurzfristige Exzesse in Form von schnellem Kreditwachstum bei zu niedrigen Preisen widersprechen diesem Ziel und das spiegelt sich in den Zahlen wider. Auch Berkshire Hathaway scheint von der Integrität der Gründer überzeugt zu sein und hält Aktien im Wert von einer Milliarde US-Dollar.

Fazit

Dick Fosbury baute durch seinen unkonventionellen Sprungstil im Hochsprung einen Wettbewerbsvorteil auf und gewann 1968 überraschend die Goldmedaille. Verächtliche Zeitungskommentare wichen der Bewunderung, zum Beispiel in der New York Times:

„No track and field athlete at the Olympic Games drew more whoops of delight or shrieks of disbelief from the crowds (...) than did Dick Fosbury, the architect of an acrobatic maneuver that has become known as the Fosbury Flop.“

Genauso sind die Kritiker an David Velez' Idee für eine Digitalbank verstummt. Es existiert aber ein wichtiger Unterschied: Fosbury feierte im Anschluss an sein olympisches Gold keine großen Erfolge mehr und trat nie wieder bei Olympia an. Fehlende Wettbewerbsvorteile führten dazu, dass andere Springer seine Sprungtechnik schnell kopieren konnten und ebenbürtig oder besser wurden. Noch wichtiger war, dass Fosburys intrinsische Motivation nicht darin lag, ein erfolgreicher Leichtathlet zu werden. Schnell widmete er sich neuen Herausforderungen. Von Nubank erwarte ich eine andere Zukunft: Das Unternehmen besitzt wachsende Wettbewerbsvorteile und sollte sich noch viele Jahre operativ positiv entwickeln. Vor allem aber geht das TGV Intrinsic und seine Investoren eine Partnerschaft mit den drei Nubank Gründern ein, von denen ich glaube, dass sie anders als Fosbury noch lange „ihrem Sport“ erhalten bleiben werden.

Ich möchte Sie herzlich zu unserem Investorentreffen am Samstag, den 8. Juni 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 2024.

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).