

Intrinsic Fonds (ISIN DE000A2N68Z3)

Halbjahresbericht 2026 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des Intrinsic Fonds betrug im ersten Halbjahr 2026 nach allen Gebühren -2,3%. Damit lag der NAV zum 30.06.2026 bei 195,8€. Der DAX erzielte im ersten Halbjahr 2026 eine Rendite von +2,1%.¹ Seit Auflage des Intrinsic Fonds am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Kosten von +9,7%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +11,3% pro Jahr zu.

Der Halbjahresbericht 2026 gibt zunächst einen Überblick über die Portfoliostruktur und die Performance des Intrinsic Fonds. Während sich die globalen Aktienmärkte in den vergangenen anderthalb Jahren überwiegend positiv entwickelten, bewegte sich der Anteilspreis des Fonds seitwärts. Dies nehme ich zum Anlass, die Investmentthesen von MercadoLibre und Nubank erneut kritisch zu überprüfen. Beide Aktien sind in jüngerer Vergangenheit um rund 30% gefallen, obwohl sich beide Unternehmen operativ weiterhin sehr gut entwickeln und die Grundlagen für langfristiges Gewinnwachstum legen. Belastet wurden die Bewertungen vor allem durch kurzfristige Narrative. Daher untersuche ich auch, wie solche Narrative die Investmentwelt verändern und welche Folgen dies für das traditionelle Value-Investing hat.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.06.2026

Portfoliostruktur

NAV zum 30.06.2026	195,79€
Zahl der Investments	14
Gewichtung größtes Investment	14,0%
Gewichtung fünf größte Investments	62,0%
Gewichtung Kasse	0,2%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des Intrinsic Fonds

Argent Industrial

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Hostelworld

MercadoLibre

Nu Holdings (Nubank)

¹ Ich halte einen globalen Aktienindex wie den MSCI All Country World Index für eine geeignetere Benchmark, die Nutzung wäre jedoch mit hohen Lizenzzahlungen verbunden.

Performanceüberblick

Zeitraum	Intrinsic Fonds (1)	DAX (2)	Delta (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,6%
2021	24,5%	15,8%	8,7%
2022	-35,0%	-12,4%	-22,6%
2023	47,1%	20,3%	26,8%
2024	18,5%	18,9%	-0,4%
2025	3,9%	23,0%	-19,1%
2026 (6 Monate)	-2,3%	2,1%	-4,3%
Seit Auflage	95,8%	116,9%	-21,1%
Seit Auflage p.a.	9,7%	11,3%	-1,6%

Im ersten Halbjahr 2026 gab es eine Veränderung innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen. MercadoLibre befindet sich wieder unter den fünf größten Positionen, während VEF nicht mehr dazugehört. Die deutlichen Kursrückgänge bei MercadoLibre und Nubank habe ich angesichts ihrer weiterhin guten operativen Entwicklung für weitere Kaufempfehlungen genutzt. Auch die übrigen Kernbeteiligungen entwickelten sich operativ erfreulich. Argent Industrial steigerte den Gewinn je Aktie in den vergangenen zwölf Monaten um 10% und kündigte eine weitere Übernahme in Großbritannien an. Bei FEMSA zeigen sich die ersten Akzente des neuen CEOs. Die Kapitalallokation wird fokussierter und die Fintech-Strategie angepasst. Im zweiten Quartal wuchsen die Umsätze um 10% und die Gewinne um 12%. Hostelworld berichtete zum Halbjahr ebenfalls über ein zweistelliges Umsatz- und Gewinnwachstum. Zugleich verbessern die Investitionen in den Ausbau des sozialen Netzwerks für „Backpacker“ die Marketingeffizienz. Trotz dieser positiven operativen Entwicklung bewegte sich der Anteilspreis des Fonds in den vergangenen 18 Monaten lediglich seitwärts.

Seit seiner Auflage hat der Intrinsic Fonds nach allen Kosten eine jährliche Rendite von rund 10% erzielt. Das ist solide, löst aber keine Jubelsprünge bei mir aus – zumal sich globale Aktienindizes in den vergangenen anderthalb Jahren deutlich besser entwickelt haben. Wie lässt sich die im Vergleich zurückgebliebene Kursentwicklung erklären? Ein konzentrierter Investitionsansatz wird zwangsläufig Phasen durchlaufen, in denen er hinter dem Markt zurückbleibt - eine Outperformance in jedem einzelnen Jahr zu schaffen, halte ich für unrealistisch. Gerade die Möglichkeit, mich auf die langfristige Wertentwicklung, statt auf kurzfristige Indexvergleiche zu konzentrieren, ist ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil für mich. Dennoch stellt sich die Frage, ob sich Kapitalmärkte strukturell verändert haben. Nach meiner Beobachtung beeinflussen kurzfristige Narrative die Aktienkurse zunehmend stärker. Reißerische Zeitungsartikel oder plakative Beiträge auf X können Bewertungen erheblich bewegen. Diese Entwicklung spiegelt einen grundsätzlichen Wandel im Medienkonsum wider.

Ideen kann man sich leihen – Überzeugung nicht

In den USA lasen 2025 rund 40% der Erwachsenen kein einziges Buch; zugleich entfiel etwa die Hälfte aller gelesenen Bücher auf die lesefreudigsten 4%. Sollten Sie es bis zum Ende dieses Investorenbriefes schaffen, gehören Sie daher aller Wahrscheinlichkeit nach einer Minderheit an. Parallel wächst der Konsum kurzer, zugespitzter Inhalte rasant: Schlagzeilen, Feeds, Zusammenfassungen. Wir nehmen mehr Informationen auf als jede Generation vor uns. Doch wie viel davon verstehen wir wirklich? In meinem Halbjahresbericht 2023 erzählte ich die Geschichte von Mike May, der nach Jahrzehnten der Blindheit sein Augenlicht zurückerhielt. Er konnte wieder sehen, das Gesehene aber zunächst nicht einordnen. Ob eine Frau oder ein Mann vor ihm stand oder welchen Gegenstand er betrachtete, erschloss sich ihm erst durch zusätzliches Ertasten. Das Sehen lieferte ihm Eindrücke; erst das Ertasten machte sie verständlich.

Beim Investieren ist Lesen das Sehen und die Analyse das Ertasten. Überzeugend klingende Einschätzungen zu fast jedem Unternehmen liefern Analystenkommentare, Substack-Beiträge oder KI-Zusammenfassungen in Minuten. Hingegen entsteht ein belastbares Verständnis von Geschäftsmodell, Industrie und Management nur durch die Analyse von Geschäftsberichten, Gesprächen mit Kunden und Wettbewerbern sowie Unternehmensbesuchen. Ein gängiges Zitat fasst diesen Unterschied prägnant zusammen:

„You can borrow someone else’s stock ideas but you can’t borrow their conviction.“

Ideen und inzwischen ganze Analysen lassen sich einfach leihen. Überzeugung entsteht weiterhin nur durch eigene Arbeit. Das hat Folgen für die Kapitalmärkte: Je mehr Investoren mit geliehenem Wissen handeln, desto stärker bewegen kurzfristige Narrative die Kurse und desto schneller werden Positionen aufgegeben, sobald sich das Narrativ verändert. Wer seine Überzeugung dagegen selbst erarbeitet hat, kann solche Schwankungen besser einordnen und im besten Fall nutzen. Für gut informierte Investoren entstehen dadurch zusätzliche Chancen. Ein Narrativ, das derzeit die Kapitalmärkte dominiert, ist die Disruption etablierter Geschäftsmodelle durch Künstliche Intelligenz.

Der Intrinsic Fonds ist derzeit in keiner der Industrien investiert, deren Aktien vom KI-Narrativ profitieren. Darin liegt einer der Gründe, warum er in den vergangenen 18 Monaten hinter den globalen Aktienmärkten zurückblieb. Diese bewusste Entscheidung bedeutet keineswegs, dass ich den Bereich ignoriere. Im letzten Investorenbrief berichtete ich von meiner Asienreise; aufmerksame Investoren bemerkten auf einem der Bilder das Büro des koreanischen Speicherchipherstellers SK Hynix. Warum habe ich trotz meines Besuchs nicht investiert? Value-Investing setzt für mich eine belastbare Einschätzung der künftigen operativen Entwicklung voraus. Aus ihr leite ich die erwartete Gewinnentwicklung und den Preis ab, zu dem eine Aktie meine Zielrendite erfüllt. Bei Unternehmen aus der KI-Infrastruktur ist mir eine solche Prognose bislang nicht mit ausreichender Überzeugung gelungen. Die Nachfrage nach Künstlicher Intelligenz dürfte noch lange wachsen. Jedoch werden neue KI-Modelle - etwa aus China - pro Einheit Intelligenz deutlich effizienter. Weitere Effizienzgewinne und eine optimierte Token-Nutzung auf Unternehmensseite könnten den Ressourcenbedarf erheblich verändern.

Auch die Entwicklung des künftigen Angebots lässt sich nicht so einfach abschätzen. Die Speicherchiphersteller Micron, Samsung und SK Hynix erweitern in den kommenden Jahren erheblich ihre Produktionskapazitäten. Nach meinem Verständnis beruhen die derzeit hohen Preise vor allem auf dem knappen Angebot und weniger auf nachhaltiger Produktdifferenzierung. SK Hynix erklärte mir, dass das Unternehmen zwar gerade einen technologischen Vorsprung bei High Bandwidth Memory besitzt, weil es

DRAM effizienter und mit geringerer Wärmeentwicklung stapeln kann. Zugleich sei es wohl nur eine Frage der Zeit, bis Samsung diesen Vorsprung aufholt. Ich kann deshalb heute nicht belastbar einschätzen, ob künftig die steigende Nachfrage, Effizienzgewinne oder das wachsende Angebot die Preisentwicklung dominieren werden. Aus diesem Grund habe ich kein Investment im Bereich der Speicherchips empfohlen und ähnliche Überlegungen gelten auch für einige andere Teile der KI-Infrastruktur.

Größer ist meine Überzeugung bei der Frage, wie Künstliche Intelligenz bestehende Geschäftsmodelle auf der Anwendungsebene beeinflussen wird. Entscheidend sind häufig proprietäre Daten, mit denen Unternehmen Produkte verbessern und Prozesse effizienter gestalten können. MercadoLibre (seit 2019 im Fonds) und Nubank (seit 2022 im Fonds) verfügen über umfangreiche eigene Datensätze und setzen Künstliche Intelligenz bereits seit Jahren gezielt ein. Trotz ihrer guten operativen Entwicklung sind die Aktienkurse beider Unternehmen deutlich gefallen. Genau in solchen Phasen zeigt sich der Unterschied zwischen geliehenen Ideen und selbst erarbeiteter Überzeugung. Deshalb ordnete ich die Kursrückgänge im ersten Halbjahr als Gelegenheit ein, den Ausbau beider Positionen zu empfehlen.

Nicht zum ersten Mal: MercadoLibre reinvestiert heutige Gewinne in zukünftiges Wachstum

„When there is so much opportunity ahead at such an early stage in the development of Latin America's digital economy, we choose to invest boldly. The impact of our investments is visible today as a meaningful but deliberate compression of margins in the nearterm, but it is equally visible in accelerating growth, deeper engagement, greater scale, and a strengthening competitive position across Mercado Libre. As our investments mature, we expect their cost to be diluted and their profitability to improve. We believe the choices we are making today position us to maximize long-term cash flow – and we are confident that they will also lead to significantly higher margins over time.“ – Brief an die Aktionäre, Q1 2026

Zur Erinnerung: MercadoLibre wurde 1999 von Marcos Galperin gegründet und ist heute der größte Onlinehändler Lateinamerikas. Rund 150 Millionen Käufer erwerben über die Plattform jährlich Waren im Wert von mehr als 80 Milliarden US-Dollar. Dennoch bleibt das Wachstumspotenzial beträchtlich: Der Onlineanteil macht in Lateinamerika erst etwa 14% des Einzelhandels aus, verglichen mit rund 30% in den USA und etwa 35% in China. Mit MercadoPago betreibt MercadoLibre zugleich einen der größten digitalen Finanzdienstleister der Region. Mehr als 80 Millionen Nutzer wickeln über die digitale Wallet, Kreditkarten und weitere Zahlungsangebote jährlich ein Volumen von knapp 400 Milliarden US-Dollar ab. Auch hier bleibt viel Raum für Wachstum, da die fünf größten Banken in vielen lateinamerikanischen Ländern weiterhin mehr als 60% der Vermögenswerte kontrollieren. Trotz dieser langfristigen Wachstumsaussichten ist die Aktie in den letzten zwölf Monaten um rund 35% gefallen.

Nach meiner Einschätzung hat MercadoLibre den Wert je Aktie mit seinen strategischen Entscheidungen in den vergangenen zwölf Monaten erhöht. Dennoch wurde der Kurs vor allem durch zwei Faktoren belastet:

1. Die Sorge, wie sich Künstliche Intelligenz auf das Geschäftsmodell eines Onlinehändlers auswirkt
2. Der Rückgang der Ebitmarge von 12% auf 7%

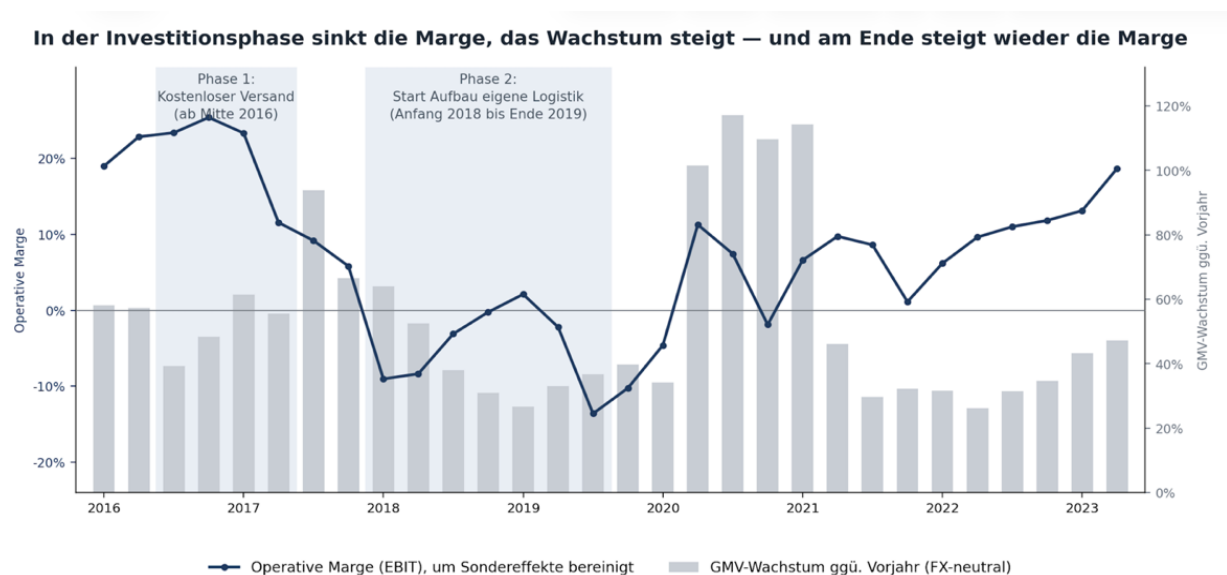
Im Zentrum der KI-Sorgen stehen zwei Fragen. Erstens: Welche Rolle spielt ein Onlinehändler noch, wenn Einkäufe künftig direkt über KI-Modelle wie ChatGPT oder Claude abgewickelt werden (Agentic Commerce)? Zweitens: Was geschieht mit den profitablen Werbeumsätzen, wenn sich die Produktsuche zu

solchen Modellen verlagert und diese selbst Werbung anbieten? Beide Aspekte wirken auf den ersten Blick bedrohlich. Auch MercadoLibre räumt ein, heute nicht genau zu wissen, wie Kunden in zehn Jahren einkaufen werden. Aufgrund seines umfassenden Ökosystems halte ich das Unternehmen jedoch für sehr gut positioniert, sich an dieses veränderte Nutzerverhalten anzupassen.

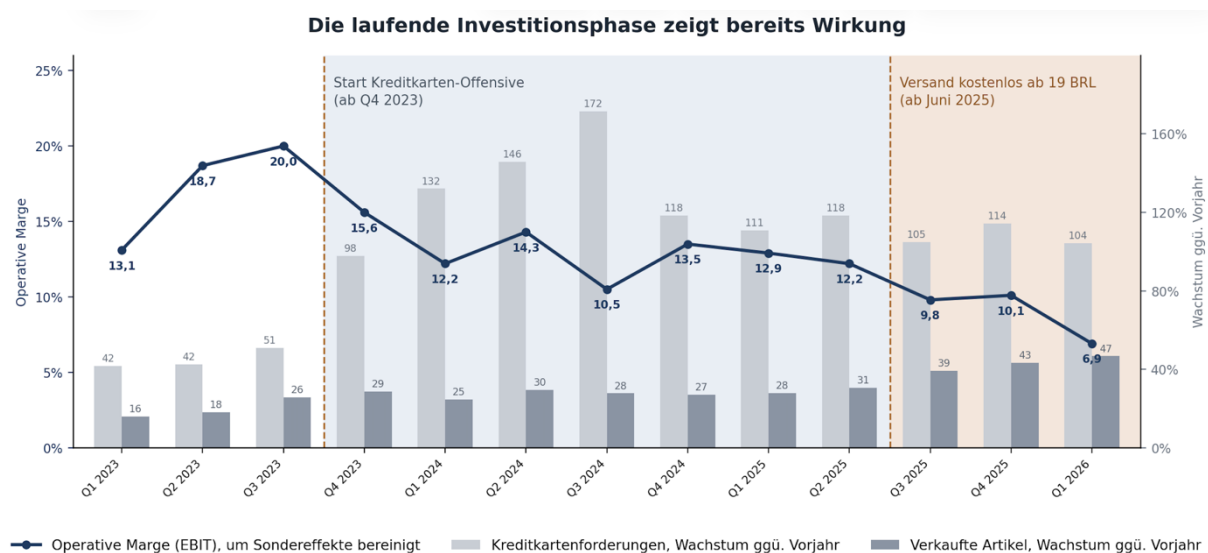
Dieses Ökosystem umfasst Finanzdienstleistungen für Käufer und Verkäufer, Kreditkarten mit Vorteilen auf der Plattform, das Treueprogramm Meli+ sowie ein breites Produktsortiment mit kurzen Lieferzeiten. Die enge Verzahnung dieser Angebote stärkt die Kundenbindung und verschafft MercadoLibre damit auch gegenüber Wettbewerbern wie Shopee einen strukturellen Vorteil. Ein zentraler Baustein ist die über Jahre aufgebaute Logistikinfrastruktur. MercadoLibre steuert inzwischen 95% seiner knapp drei Milliarden jährlich versendeten Produkte durch das eigene Netzwerk (beinahe 6.000 pro Minute, 365 Tage im Jahr, rund um die Uhr); ein großer Teil davon wird noch am selben oder am nächsten Tag zugestellt. Selbst Amazon ist es in Lateinamerika bisher nicht gelungen, eine vergleichbare Infrastruktur aufzubauen und auch FedEx stellte 2026 nach 37 Jahren seine inländischen Logistikdienste in Brasilien ein. Dass OpenAI oder Anthropic in absehbarer Zeit eine solche Logistik aufbauen, halte ich für unwahrscheinlich.

Auch die Werbeumsätze dürfte MercadoLibre weiter steigern. Die Plattform ist als Werbekanal besonders wertvoll, da Nutzer meist eine konkrete Kaufabsicht mitbringen. Zugleich verfügt MercadoLibre durch den Marktplatz und seine Finanzdienstleistungen über umfangreiche proprietäre Daten - von Kauf- und Suchhistorien bis hin zu Kreditkartenumsätzen. Solche Datensätze schaffen hohe Eintrittsbarrieren für potenzielle Wettbewerber wie OpenAI oder Anthropic. Heute entsprechen die Werbeumsätze erst 2,6% des über die Plattform abgewickelten Bruttowarenwerts, bei Amazon wird dieser Anteil auf 7 bis 8% geschätzt. Entsprechend gut ist MercadoLibre aus meiner Sicht positioniert, sein langfristiges Wachstumspotenzial zu nutzen. Warum ist die Ebitmarge dennoch von 12% auf 7% gefallen?

MercadoLibre hat in seiner Geschichte wiederholt kurzfristig Gewinne geopfert, um Wachstum und Marktführerschaft zu stärken. Die folgende Grafik verdeutlicht das: Mit der Einführung des kostenlosen Versands in Mexiko und Brasilien ab 2016 fiel die Ebitmarge (dunkelblaue Linie) innerhalb eines Jahres von 25% auf 6%. Beim Aufbau der eigenen Logistikinfrastruktur ab 2018 sank sie zeitweise sogar in den negativen Bereich.



In beiden Fällen beschleunigte sich anschließend das Wachstum (graue Balken) deutlich und der absolute Gewinn lag im Anschluss an die Investitionsphase klar über dem vorherigen Niveau. Aus meiner Sicht wiederholt sich dieses Muster derzeit. MercadoLibre investiert vor allem in zwei Bereiche, die kurzfristig finanziell belasten, langfristig aber das Gewinnpotenzial erhöhen sollten: (1) die erneute Senkung der Schwelle für kostenlosen Versand in Brasilien² und (2) das beschleunigte Wachstum des Kreditbuchs, insbesondere durch die Ausgabe von Kreditkarten. Beide Maßnahmen erklären einen wesentlichen Teil des Margenrückgangs, dürften aber den langfristigen Unternehmenswert steigern.



Tatsächlich zeigt sich bereits die erhoffte Wachstumsbeschleunigung. Die Zahl der verkauften Artikel (dunkelgraue Balken) wuchs zuletzt um 47% nach 28% im Vorjahr und die Wachstumsrate des Bruttowarenwerts stieg in Brasilien im gleichen Zeitraum von 30 auf 38% an. Besonders wichtig ist der Anstieg der verkauften Artikel je Kunde von 7,4 auf 8,6 im ersten Quartal 2026, da er auf eine stärkere Einbindung der Nutzer in das Ökosystem hinweist. Falls das zusätzliche Wachstum vor allem auf die neue Versandkostenfreiheit zurückzuführen ist, dürfte MercadoLibre allein im ersten Quartal rund 50 Millionen zusätzliche Artikel verkauft haben. Aus den Angaben im Geschäftsbericht leite ich für 2025 Logistikkosten von etwa drei US-Dollar je Artikel ab und halte einen negativen Deckungsbeitrag von im Schnitt knapp zwei US-Dollar pro Produkt unter 79 BRL (entspricht etwa 15 US-Dollar) für realistisch.³

Für die rund 50 Millionen zusätzlich verkauften Artikel dürften somit Kosten von knapp 100 Millionen US-Dollar angefallen sein. Hinzu kommt der negative Deckungsbeitrag auf bereits zuvor verkaufte Produkte unter 79 BRL, für die Kunden früher Versandkosten zahlten. Bei insgesamt 720 Millionen verkauften Artikeln im ersten Quartal 2026 und einem brasilianischen Anteil von 56% am Commerce-Umsatz erscheinen weitere 70-80 Millionen nun subventionierte Artikel mit knapp zwei US-Dollar negativem Deckungsbeitrag plausibel. Daraus ergäbe sich eine zusätzliche Belastung von etwa 150 Millionen US-Dollar. Zusammen erklären beide Effekte ziemlich genau die von MercadoLibre kommunizierte Margenbelastung von drei Prozentpunkten. Aufgrund der Beschleunigung kann MercadoLibre seine Logistikinfrastruktur weiter ausbauen und die bestehenden Kapazitäten besser auslasten. Im ersten Quartal sanken die Logistikkosten je Artikel bereits um 17%. Damit fällt auch die Preisschwelle, ab der eine

² Im Juni 2025 wurde die Grenze von 79 brasilianischen Reals (15 US-Dollar) auf 19 brasilianische Reals (4 US-Dollar) verringert.

³ Schätzung auf Basis von Annahmen zum durchschnittlichen Verkaufspreis, Artikel pro Paket und zur Take Rate.

Lieferung profitabel wird, wodurch die Wettbewerbsvorteile von MercadoLibre ausgebaut werden. Ähnlich lassen sich auch die Anlaufkosten des beschleunigten Kreditwachstums nachvollziehen.

Insbesondere neu ausgegebene Kreditkarten belasten das Ergebnis zunächst deutlich. Erträge aus Interchange-Gebühren und Zinsen auf revolvingende Salden entstehen erst mit zunehmender Nutzung; Risikovorsorge für erwartete Kreditausfälle muss dagegen ab dem Start der Nutzung der Kreditkarte gebildet werden. Deshalb wird ein Kreditkartenkunde typischerweise erst nach zwei bis drei Jahren profitabel.⁴ Die zweite Grafik veranschaulicht diesen Effekt: Seit dem vierten Quartal 2023 hat MercadoLibre das Wachstum im Kreditkartenbereich beschleunigt (hellgraue Balken), während die Ebitmarge sank (dunkelblaue Linie). Im ersten Quartal 2026 verdoppelte sich die Zahl der neu ausgegebenen Kreditkarten nahezu auf knapp drei Millionen. Auch die ungenutzten, aber zugesagten Kreditkartenlimits stiegen um 230% auf zwölf Milliarden US-Dollar, während die Auslastung der Limits von 48% auf 36% sank. Normalisiert sich diese Quote, entstehen zunächst weitere kurzfristige Belastungen und darauffolgend profitable Umsätze. Das hohe Neugeschäft verzerrt somit die aktuellen Ergebnisse. Insgesamt dürfte der Kreditkartenbereich heute noch Verluste von über 100 Millionen US-Dollar pro Quartal verursachen. Zudem hat MercadoLibre die Laufzeiten im Kreditbuch verlängert und den Zugang zu Krediten ausgeweitet.

Auch diese Ausweitung des Kreditgeschäfts erfordert eine sofortige Risikovorsorge und belastet die Marge, bevor profitable Umsätze entstehen. Insgesamt schätze ich die zusätzlichen Belastungen aus dem Kreditbereich auf 200 bis 300 Millionen US-Dollar pro Quartal. Zusammen mit den Investitionen im Commerce-Geschäft erklären diese gut 500 Millionen US-Dollar wachstumsbedingte Zusatzkosten den Margenrückgang der vergangenen zwölf Monate nahezu vollständig. Mit steigenden Umsätzen sollte sich die Profitabilität schrittweise wieder erholen. Zum Stichtag betrug die Marktkapitalisierung 85 Milliarden US-Dollar. Das Umsatzwachstum beschleunigte sich in den vergangenen zwölf Monaten von 37% auf 49%. Im Jahr 2026 sollte MercadoLibre einen Umsatz von über 40 Milliarden US-Dollar erzielen und die Gewinnmarge sich perspektivisch wieder in Richtung 10% normalisieren. Daraus ergibt sich ein normalisiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 21 - für ein Unternehmen mit langem Wachstumspfad halte ich das für attraktiv. Das kurzfristige Narrativ lautet, MercadoLibre habe operative Probleme. Die Details zeigen aus meiner Sicht ein anderes Bild: Das Unternehmen stellt erneut die Weichen für künftiges Gewinnwachstum und lässt sich dabei nicht von kurzfristigen Erwartungen leiten. Auch bei der brasilianischen Digitalbank Nubank ist der Aktienkurs zuletzt deutlich gefallen. Hier richtet sich die Skepsis vor allem auf den Kreditzyklus, die geographische Expansion und den Umbau des Managements.

Auch Nubank investiert in die nächste Wachstumsphase

Der Aktienkurs von Nubank ist seit seinem Jahreshoch von knapp 19 US-Dollar bis Ende Juni um rund 30% auf 13,3 US-Dollar gefallen. Gleichzeitig hat sich der innere Wert des Unternehmens aus meiner Sicht deutlich erhöht, sodass sich im ersten Halbjahr eine attraktive Chance zum Nachkauf bot. Nochmals kurz zur Erinnerung: Nubank wurde 2013 von David Velez, Cristina Junqueira und Ed Wible gegründet und ist heute mit 135 Millionen Kunden die größte Digitalbank außerhalb Chinas. Ausgangspunkt war die Dominanz weniger Großbanken in Lateinamerika – allein in Brasilien vereinen fünf Banken weiterhin mehr als 60% der Vermögenswerte auf sich. Die Folge waren hohe Gebühren, teure Kredite und ein schlechter

⁴ Der Wert der Kreditkarte liegt nicht nur in der langfristigen Profitabilität, sondern auch in der Bindung des Kunden in das Ökosystem von MercadoLibre.

Service. Nubanks Mission ist es seit der Gründung, diese Oligopole mit einfachen, transparenten und günstigeren Finanzprodukten aufzubrechen. Innerhalb eines guten Jahrzehnts wurde das Unternehmen nach Kundenzahl zur größten Privatbank Brasiliens.

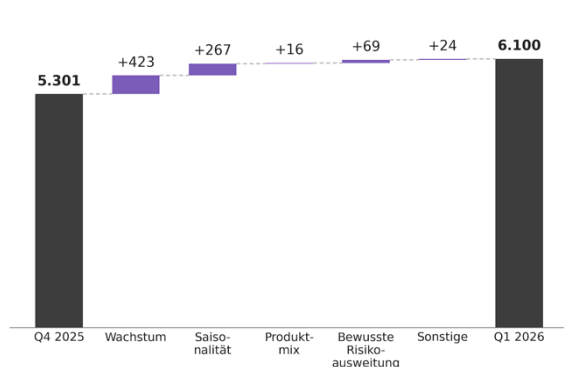
Dennoch bleibt das Wachstumspotenzial erheblich. Gemessen am Gesamtgewinn des brasilianischen Bankenmarktes liegt Nubanks Anteil erst bei rund 7% - die Vermögenswerte konzentrieren sich weiterhin bei den etablierten Banken. Deren Marktanteile greift Nubank Produkt für Produkt an. Was führte nun zu der schlechten Aktienkursentwicklung? Drei Gründe erscheinen mir dafür ausschlaggebend:

1. Die gestiegene Risikovorsorge für das Kreditbuch
2. Skepsis gegenüber der weiteren Expansion, insbesondere in die USA
3. Mehrere Wechsel im Management-Team

Der erste Punkt ist in großen Teilen mit dem vergleichbar, was ich bereits bei MercadoLibre erläutert habe. Auch für Nubank gilt, dass potenzielle Kreditausfälle sofort als Verlust in der Finanzrechnung erfasst werden, wohingegen sich die profitablen Umsätze erst über die Zeit zeigen. Die untere linke Grafik zeigt, dass der größte Teil der gestiegenen Risikovorsorge aus dem Wachstum und nicht aus einer Verschlechterung des Kreditbuchs entstanden ist. Zudem unterliegt das Kreditbuch einer starken Saisonalität. Wie in der rechten Grafik zu sehen ist, steigt in jedem Jahr zum ersten Quartal der Anteil überfälliger Kredite an. Das liegt beispielsweise an den Kreditkartenrechnungen von Weihnachtseinkäufen, an Steuern, die zum Jahresbeginn fällig werden, oder an sonstigen Jahresausgaben für Schulgebühren oder Urlaube. Im saisonalen Vergleich sind die überfälligen Kredite nur leicht gestiegen. Ein sehr einfach zu erklärender Punkt, der dennoch in der Vielzahl der kurzfristigen Narrative am Kapitalmarkt untergeht.

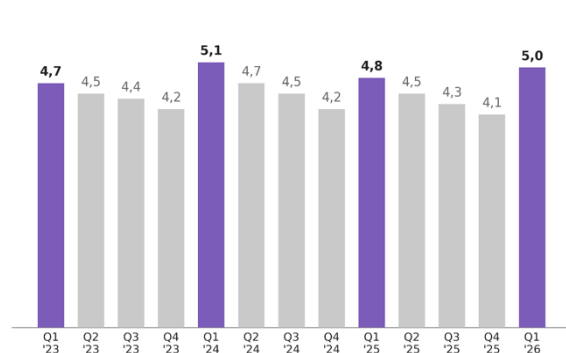
Risikovorsorge: Wertberichtigungsbestand (ECL)

Veränderung Q4 2025 → Q1 2026 nach Treibern (in Mio. US-Dollar)



Frühindikator NPL 15-90 Tage: wiederkehrender Q1-Anstieg

Anteil der 15-90 Tage überfälligen Forderungen am Kreditportfolio (in %)



Quelle: Nu Holdings, Q1-2026-Ergebnispräsentation (Mai 2026), Folien 15 und 17. ECL = Expected Credit Loss nach IFRS 9; Beträge in USD. Darstellung: eigene Übersetzung.

Des Weiteren ist in der linken Grafik zu erkennen, dass die Risikovorsorge in geringerem Maße durch einen veränderten Produktmix und eine Ausweitung der Risikobereitschaft stieg. Zum einen erhöhte sich der Anteil an unbesicherten Krediten leicht und zum anderen hat Nubank begonnen, Kredite an risikoreichere Kundengruppen zu vergeben. Was häufig missverstanden wird: Das Vergeben von Krediten an risikoreichere Kundengruppen und ein damit verbundener Anstieg der Ausfallraten bedeuten nicht, dass das Unternehmen niedrigere risikoadjustierte Margen akzeptiert. Jeder vergebene Kredit wird so gepreist, dass er auch bei einer Verdoppelung der Ausfallquote noch profitabel wäre. Vereinfacht gesprochen: höheres Risiko, höhere Zinsen. Die Erweiterung auf Kundengruppen mit höheren Ausfallrisiken lässt vermuten, dass Nubank insbesondere durch Künstliche Intelligenz präzisere Wege gefunden hat, diese

Kundengruppen zu modellieren. Gleichzeitig möchte ich die Risiken einer kreditvergebenden Bank nicht simplifizieren. Es wird immer wieder Kreditzyklen geben, in denen Ausfallquoten steigen und Finanzergebnisse belastet werden. Zudem hat das Management eine gewisse Freiheit bei der Darstellung der Zahlen. Meine Analyse lässt mich bis hierhin aber zu dem Schluss kommen, dass Nubank - genauso wie MercadoLibre - (1) verantwortungsvoll sein Kreditbuch ausbaut, (2) das Wachstum verlangsamt, wenn Risiken nicht eingeschätzt werden können und (3) aufgrund seiner Technologieführerschaft einen strukturellen Wettbewerbsvorteil gegenüber den traditionellen Banken besitzt. Ein weiterer kritisch gesehener Aspekt in den letzten Monaten ist die Expansion in den US-amerikanischen Markt.

Im Januar 2026 erhielt Nubank die vorläufige Genehmigung für eine US-Banklizenz. Die Bank muss nun innerhalb von zwölf Monaten kapitalisiert und spätestens nach 18 Monaten eröffnet werden. Vor allem US-Investoren befürchten, dass der Eintritt in den hart umkämpften amerikanischen Bankenmarkt den Fokus auf Lateinamerika verwässern könnte. Nubank hat jedoch klargestellt, dass die operativen Belastungen 2026 und 2027 jeweils auf maximal 100 Basispunkte des Umsatzes begrenzt bleiben sollen. Bei einem erwarteten Umsatz von gut 20 Milliarden US-Dollar entspräche dies höchstens rund 200 Millionen US-Dollar. Fließen davon 50-100 Millionen US-Dollar in die Kundenakquisition, wären bei branchenüblichen Akquisitionskosten von etwa 100-400 US-Dollar pro Kunde grob 125.000 bis eine Million Neukunden erreichbar. Deutlich niedrigere oder höhere Werte würden früh Hinweise auf Erfolg oder Misserfolg des US-Eintritts liefern. Gemessen an einem erwarteten Gewinn von über vier Milliarden US-Dollar halte ich es für vertretbar, über zwei Jahre je rund 5% des Gewinns zu investieren,⁵ um zu testen, ob Nubank auch im weltweit größten Finanzdienstleistungsmarkt ein differenziertes Angebot aufbauen kann. Ein dritter Grund für die zuletzt gestiegene Skepsis waren mehrere Wechsel im Management-Team.

In der jüngeren Vergangenheit kündigten mit Youssef Lahrech (COO), Jag Duggal (CPO), Vitor Olivier (CTO) und zuletzt Guilherme Lago (CFO) vier wichtige Mitglieder aus dem Führungsteam ihren Abschied an. Laut dem kurzfristigen Narrativ verändert sich die Unternehmenskultur und es liegen operative Probleme vor. Ich habe seitdem viele Gespräche mit dem Unternehmen, ehemaligen Mitarbeitern und anderen Investoren sowie Analysten geführt. Meine Interpretation zeichnet ein differenzierteres Bild: Zu den unterschiedlichen Abgängen gab es verschiedene Gründe – eine grundsätzlich negative Veränderung der strategischen Ausrichtung kann ich bislang nicht erkennen. Zwei Motive für die Veränderungen sind, dass Nubank (1) wieder flachere Hierarchien schaffen möchte für schnellere Entscheidungswege und (2) in Anbetracht der geographischen Expansion Führungskräfte sucht, die Erfahrung mit dem Aufbau großer Organisationen besitzen. Exemplarisch dafür hat der neue CFO Rob Livingston bei einem der nordamerikanischen Pendants von Nubank, Capital One, 18 Jahre lang gearbeitet und leitete bis 2013 das kanadische Geschäft. Von 2013 bis 2026 war er dann bei Visa tätig - zuletzt als CFO für Nordamerika. Damit verbindet er Kreditexpertise mit der Fähigkeit, eine große Organisation aufzubauen und zu führen. Eine Kombination, die auch bei einer längerfristigen US-Expansion wertvoll sein dürfte.

Diese drei Aspekte haben dazu geführt, dass der Aktienkurs in den letzten Monaten stark gefallen ist. Nubank weist momentan eine um überschüssiges Cash bereinigte Marktkapitalisierung von 61 Milliarden US-Dollar auf. Das Unternehmen sollte dieses Jahr einen Nachsteuergewinn von 4 Milliarden US-Dollar erzielen. Dies entspricht einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von circa 15x. Gleichzeitig wachsen die Gewinne momentan um 50% pro Jahr und ich gehe davon aus, dass sie in den nächsten Jahren durch die Kombination

⁵ Hinzu kommt die Erstkapitalisierung der Bank.

aus Kundenwachstum und einem höheren Umsatz pro Kunde weiterhin um über 30% pro Jahr steigen werden. Deshalb halte ich die Bewertung genauso wie bei MercadoLibre für attraktiv und habe den weiteren Kauf von Anteilen empfohlen.

Fazit

Glückwunsch! Sie haben es bis hierhin geschafft - und gehören damit zu den Menschen, die lange Texte noch zu Ende lesen. Mit diesem Investorenbrief möchte ich zeigen, wie wichtig es ist, sich durch eine eigene Analyse eine fundierte Überzeugung aufzubauen, statt lediglich einem Narrativ zu folgen. Bei MercadoLibre sieht der Kapitalmarkt auf den ersten Blick sinkende Margen, bei Nubank eine steigende Risikovorsorge, eine ambitionierte geographische Expansion und Veränderungen im Management. Der genauere Blick führt mich zu einem anderen Ergebnis: Ein wesentlicher Teil der aktuellen Belastungen entsteht durch bewusste Investitionen in zukünftiges Wachstum und die zeitlich versetzte Realisierung von Kosten und Umsätzen. Beide Unternehmen vertiefen ihre Kundenbeziehungen, erweitern ihre Ökosysteme und stärken damit ihre Wettbewerbsvorteile.

Die Kursentwicklung des Fonds in den vergangenen 18 Monaten stellt mich nicht zufrieden. Ein konzentrierter Investitionsansatz wird jedoch zwangsläufig Phasen durchlaufen, in denen er hinter dem Markt zurückbleibt. Selbst erarbeitete Überzeugung bedeutet dabei nicht, starr an einer These festzuhalten. Sie verpflichtet mich vielmehr, meine Annahmen fortlaufend zu hinterfragen und zu handeln, wenn Preis und Unternehmenswert signifikant auseinanderfallen. Bei MercadoLibre und Nubank halte ich die Investmentthesen weiterhin für intakt und die Bewertungen für attraktiv. Deshalb habe ich empfohlen, beide Positionen auszubauen.

Sollten Sie Fragen zum Intrinsic Fonds haben, können Sie mich jederzeit per Mail unter clemens.lotz@clcapital.de kontaktieren.

Ich wünsche Ihnen allen eine schöne und erfolgreiche zweite Jahreshälfte 2026.

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). Frühere Wertentwicklungen lassen nicht auf zukünftige Renditen schließen. Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet.

English: **This is a 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). Past performance is not indicative of future returns. Securities transactions are inherently subject to risks, including the potential loss of the entire amount invested.