

# Corpovael

## CADU Inmobiliaria

---

Mexikos Wohnungsbauer zum Ausverkaufspreis  
BMV: CADU A

### INVESTMENT-SNAPSHOT

Sektor:	<b>Wohnimmobilienentwicklung</b>
Markt:	<b>Mexiko (Schwerpunkt Cancún / Quintana Roo)</b>
Bewertung bei Kauf:	<b>~30 Mio. USD Market Cap</b>
Immobilien auf den Büchern:	<b>~250 Mio. USD (nach Schulden)</b>
Erstinvestment:	<b>2,08 MXN pro Aktie (2022)</b>

# Inhaltsverzeichnis

---

- 1.** Zusammenfassung der Investment-These
- 2.** Das Unternehmen: CADU Inmobiliaria
- 3.** Der mexikanische Wohnungsmarkt
- 4.** Die Gründerfamilie: Vaca Elguero
- 5.** Die COVID-Krise und der Kurseinbruch
- 6.** Die Bewertung: Was wir für unser Geld bekommen
- 7.** Aktienrückkäufe und Kapitalallokation
- 8.** Risiken
- 9.** Fazit

*Dieser Report gibt die Einschätzung von M & Friends Capital zum Zeitpunkt der Analyse wieder. Er stellt keine Anlageberatung dar. Jede Investitionsentscheidung treffen Sie eigenverantwortlich.*

---

## Bevor Sie weiterlesen

Vielen Dank für Ihr Interesse an diesem Report. Wir schätzen es sehr, dass Sie sich die Zeit nehmen, unsere Analysen zu lesen — das ist nicht selbstverständlich.

*«Sie brauchen in Ihrem ganzen Leben nur wenige richtige Entscheidungen zu treffen, solange Sie nicht zu viele falsche treffen.»*

**— Warren Buffett**

Fehlinvestments gehören zum Investieren wie Gegenwind zum Segeln — auch für die Besten. Buffett verlor Milliarden mit Kraft Heinz und IBM. Munger nannte Alibaba «einen meiner schlimmsten Fehler». Pabrai kaufte Horsehead Holdings bei ~8 USD und verkaufte bei 0,28 USD. Ackman verlor über 4 Mrd. USD mit Valeant Pharmaceuticals.

Und dennoch: All diese Investoren haben ein beachtliches Vermögen aufgebaut. Was sie gemeinsam haben — nicht die Abwesenheit von Fehlern, sondern zwei Disziplinen:

- **Die Auswahl der richtigen Unternehmen.** Buffett schätzt, dass acht bis neun Entscheidungen den Großteil seines Vermögens erzeugt haben. Diese wenigen richtigen Entscheidungen waren so gut, dass sie alles andere überkompensierten.
- **Die richtige Positionsgröße.** Bei Überzeugung groß rein, bei Unsicherheit klein bleiben. Diese Asymmetrie ist der eigentliche Hebel.

Das ist auch unser Ansatz bei M & Friends Capital. Wir werden Fehler machen — das ist sicher. Aber wir arbeiten jeden Tag daran, dass unsere besten Entscheidungen groß genug gewichtet sind, um die unvermeidlichen Fehler mehr als auszugleichen.

Wir haben diesen Report nach bestem Wissen erstellt — aber wir können falsch liegen. Wir investieren unser eigenes Geld auf Basis dieser Analyse — weil wir von ihr überzeugt sind, nicht weil wir die Wahrheit gepachtet haben. Lesen Sie diesen Report kritisch, bilden Sie sich Ihre eigene Meinung — und wenn Sie Fragen haben, schreiben Sie uns.

Viel Spaß beim Lesen!

**Ihr Maik und Manuel**

## 1. Zusammenfassung der Investment-These

Unternehmen	<b>Corpovael, S.A.B. de C.V. (CADU Inmobiliaria)</b>
Börse / Ticker	<b>BMV: CADU A</b>
Market Cap bei Kauf	<b>~30 Mio. USD</b>
Umsatz (2019, vor COVID)	<b>~4.100 Mio. MXN (~205 Mio. USD)</b>
Umsatz (2020, COVID-Jahr)	<b>~3.000 Mio. MXN (~150 Mio. USD)</b>
Immobilienwert auf den Büchern (netto)	<b>~250 Mio. USD</b>
Insider-Beteiligung (Familie)	<b>~77%</b>

Die These bei Corpovael ist klassisches Deep Value: Wir kaufen einen mexikanischen Wohnimmobilienentwickler, der aufgrund von COVID massiv abgestraft wurde — obwohl die zugrundeliegenden Vermögenswerte ein Vielfaches der Marktkapitalisierung wert sind.

Die Zahlen sprechen für sich: CADU Inmobiliaria hat Immobilien auf den Büchern, die nach Abzug aller Schulden mit rund 200 Mio. USD bewertet werden. Gleichzeitig kann man das gesamte Unternehmen an der Börse für ~30 Mio. USD kaufen. Das heißt: Wir bekommen 1 USD an Vermögenswerten für 12 Cent.

Dazu kommt: Das Unternehmen hat selbst im schwierigsten COVID-Jahr noch rund 150 Mio. USD an Umsatz erzielt. Es handelt sich nicht um ein Unternehmen in der Insolvenz — es ist ein profitabler Wohnungsbauer mit über 20 Jahren Erfahrung, der vom Markt so bewertet wird, als stünde er kurz vor dem Bankrott.

Die Gründerfamilie hält rund 70% der Aktien und kauft über ein Buyback-Programm kontinuierlich weitere Aktien zurück. Das Management setzt sein eigenes Geld aufs Spiel — ein starkes Signal, dass die Innensicht des Unternehmens eine andere ist als die des Marktes.

## 2. Das Unternehmen: CADU Inmobiliaria

Corpovael, S.A.B. de C.V. — kommerziell bekannt als CADU Inmobiliaria — ist ein mexikanischer Wohnimmobilienentwickler mit Sitz in Cancún, Quintana Roo. Das Unternehmen wurde 2001 in Aguascalientes gegründet und ging 2015 an der Bolsa Mexicana de Valores (BMV) an die Börse.

CADU baut und verkauft Wohnungen über das gesamte Preisspektrum: von sozialem Wohnungsbau (Affordable Housing) über die Mittelklasse bis hin zu gehobenen Wohnanlagen. Der Schwerpunkt liegt im Bundesstaat Quintana Roo — der Tourismusregion rund um Cancún und die Riviera Maya —, wo CADU laut INFONAVIT-Daten einen Marktanteil von über 34% hält.

### Regionale Präsenz

- **Quintana Roo (Kernmarkt):** Cancún, Playa del Carmen, Tulum. Über 34% Marktanteil. Getrieben von Tourismus, Hotelbau und dem daraus resultierenden Bedarf an Wohnraum für Servicekräfte.
- **Aguascalientes:** Gründungsstandort. Starke Industrieregion mit Automobil- und Zulieferindustrie.

- **Jalisco / Guadalajara:** Zweitgrößte Stadt Mexikos. Wachsender Tech-Sektor.
- **Weitere Standorte:** Puebla, Estado de México, Querétaro.

Seit der Gründung hat CADU über 124.000 Wohnungen gebaut und verkauft. Das Unternehmen ist damit einer der größten regionalen Wohnungsbauer Mexikos — nicht der größte national, aber in seinem Kernmarkt Quintana Roo klar dominant.

### 3. Der mexikanische Wohnungsmarkt

Mexiko hat ein strukturelles Wohnungsdefizit. Je nach Quelle fehlen zwischen 2 und 9 Millionen Wohneinheiten im Land. Dieses Defizit wächst, weil die Bevölkerung weiter zunimmt und die Urbanisierungsrate bereits über 80% liegt.

Kennzahl	Wert
Bevölkerung Mexiko	~130 Mio.
Urbanisierungsrate	>80%
Strukturelles Wohnungsdefizit	2-9 Mio. Einheiten
Mediangehalt (2022)	~6.000 USD p.a.
Hypothekenzinsen (2022)	~10-12%
BIP-Wachstum 2021	4,8%
Marktvolumen Wohnungsbau (2024-2033)	13,9 → 21,1 Mrd. USD

Der mexikanische Wohnungsmarkt wird von zwei Instrumenten gestützt: INFONAVIT (das staatliche Wohnungsbauinstitut, das Hypotheken für Arbeitnehmer im formellen Sektor vergibt) und FOVISSSTE (das Pendant für Staatsangestellte). Diese Institutionen finanzieren den Großteil des sozialen und mittleren Wohnungsbaus.

Für CADUs Kernmarkt Quintana Roo kommt ein zusätzlicher Nachfragetreiber hinzu: der Tourismus. Cancún und die Riviera Maya wachsen seit Jahrzehnten als Tourismusdestination. Jedes neue Hotel braucht Servicekräfte — und die brauchen Wohnraum. CADU baut diesen Wohnraum.

### 4. Die Gründerfamilie: Vaca Elguero

CADU ist ein Familienunternehmen. Gegründet und geführt von Pedro Vaca Elguero, der sowohl Chairman als auch CEO ist. Die Familie Vaca Elguero hält rund 70% der ausstehenden Aktien.

Gründer & CEO	<b>Pedro Vaca Elguero</b>
Rolle	<b>Chairman &amp; CEO</b>
Grupo de Control	<b>77,3% (234,5 Mio. Aktien)</b>
Gründungsjahr	<b>2001</b>
IPO	<b>2015 (BMV)</b>
Aktien gesamt	<b>303,3 Mio.</b>

## Aktionärsstruktur — Grupo de Control

Aktionär	Aktien (Mio.)	Anteil
Pedro Vaca Elguero (Gründer, CEO)	75,4	23,6%
Pablo Vaca Elguero	47,6	14,9%
Luis Vaca Elguero	41,4	13,0%
Vaca Elguero (weiteres Familienmitglied)	37,2	11,7%
Victor Manuel Rodriguez Garcia	8,3	2,6%
Manuel Araiza Luevano	7,0	2,2%
Javier Cervantes Montiel	7,0	2,2%
Machado Godina	3,0	0,9%

Quelle: CADU Investor Relations, MarketScreener. Fondo de Recompra (Treasury): 0,6%. Free Float (Publico Inversionista): 22,1%.

Die hohe Insider-Beteiligung ist aus unserer Sicht ein entscheidender Punkt. Wenn die Familie 70% der Aktien hält, dann verliert sie bei einem Kurseinbruch von 90% am meisten. Und wenn sie trotzdem weiter Aktien zurückkauft, dann glaubt sie — mit vollem Risiko — an die Erholung.

Das ist kein angestellter Manager, der mit Stock Options spielt. Das ist eine Familie, deren gesamtes Vermögen in diesem Unternehmen steckt. In einer Situation, in der der Markt das Unternehmen für wertlos hält, ist das ein starkes Gegensignal.

## 5. Die COVID-Krise und der Kurseinbruch

COVID hat CADU härter getroffen als die meisten mexikanischen Wohnungsbauer. Der Grund liegt in der geographischen Konzentration: Quintana Roo lebt vom Tourismus, und der Tourismus brach 2020 vollständig ein.

Kennzahl	Wert
Umsatz 2019 (vor COVID)	~4.100 Mio. MXN
Umsatz 2020 (COVID)	~3.038 Mio. MXN (-26%)
Nettogewinn 2020 vs. 2019	-73,4%
Operating Cash Flow 2020	-56,6%
Baustopp	2 Monate (landesweit)
Dividende 2020 / 2021	Ausgesetzt
Aktienkurs: Allzeithoch	18,20 MXN (Dez 2015)
Aktienkurs: Allzeittief	1,57 MXN (Apr 2022)
Kursrückgang Hoch → Tief	-91%

Was passierte: Die mexikanische Regierung verhängte einen zweimonatigen Baustopp. Immobilienverkäufe kamen praktisch zum Erliegen. Der Umsatz fiel um 26%, der Nettogewinn brach um über 73% ein. CADU musste die Dividende aussetzen und mit Gläubigern verhandeln.

Der Aktienmarkt reagierte drastisch: Die Aktie fiel von ihrem IPO-Hoch bei 18,20 MXN auf ein Allzeittief von 1,57 MXN im April 2022 — ein Verlust von 91%. Im Juni 2022 wurde der Handel sogar kurzzeitig ausgesetzt, obwohl der CFO betonte, dass dies nicht mit operativen Problemen zusammenhing.

Was der Markt übersah: CADU war nicht insolvent. Das Unternehmen hatte weiterhin Immobilienbestände auf den Büchern, die ein Vielfaches der Marktkapitalisierung wert waren. Der Umsatz war zwar rückläufig, aber das Unternehmen verkaufte immer noch Tausende von Wohnungen pro Jahr. Der Markt bewertete CADU, als würden die Immobilien nie wieder verkauft — eine extreme Annahme.

## 6. Die Bewertung: Was wir für unser Geld bekommen

Dies ist das Herzstück der These. Die Zahlen sind so extrem, dass man sie zweimal lesen muss:

Market Cap bei Kauf	<b>~30 Mio. USD (~600 Mio. MXN)</b>
Immobilienwert auf den Büchern (netto)	<b>~250 Mio. USD</b>
Verhältnis Market Cap / Netto-Immobilienwert	<b>0,12x</b>
Umsatz (selbst im COVID-Jahr)	<b>~150 Mio. USD</b>
Price/Sales	<b>~0,2x</b>
Insider-Beteiligung	<b>~77%</b>

Das Unternehmen wird für 12 Cent pro Dollar an Netto-Vermögenswerten gehandelt. Selbst wenn man einen massiven Abschlag auf die Buchwerte annimmt — sagen wir 50% — wären die Immobilien immer noch 100 Mio. USD wert, mehr als das Dreifache der Marktkapitalisierung.

Dazu kommt: CADU erzielt weiterhin Umsätze von über 150 Mio. USD im Jahr. Das Price/Sales-Verhältnis von 0,2x bedeutet, dass man für 20 Cent einen Dollar Jahresumsatz kauft. Zum Vergleich: Vergleichbare mexikanische Wohnungsbauer wie Vinte oder Javer handeln bei 0,5–1,5x Umsatz.

Der Markt preist hier eine dauerhafte Zerstörung von Wert ein — als ob die Immobilien auf den Büchern plötzlich wertlos würden und nie wieder eine Wohnung verkauft wird. Wir sehen das anders.

---

## 7. Aktienrückkäufe und Kapitalallokation

Trotz der Krise kauft CADU eigene Aktien zurück. Das Management hat rund 9,5 Millionen Aktien zurückgekauft — etwa 2,8% des ausstehenden Kapitals. Bei einem Aktienkurs nahe dem Allzeittief ist das ein außerordentlich starkes Signal.

Warum das wichtig ist: Wenn ein Unternehmen bei 0,12x Buchwert Aktien zurückkauft, schafft jeder zurückgekaufte Peso einen überproportionalen Wert für die verbleibenden Aktionäre. Es ist dasselbe Prinzip wie bei Georgia Capital — nur noch extremer, weil der Abschlag zum Buchwert noch größer ist.

Dass die Gründerfamilie mit 70% Beteiligung diese Rückkäufe zulässt und unterstützt, bestätigt unsere These: Die Insider wissen, dass die Aktie dramatisch unterbewertet ist, und handeln entsprechend.

---

## 8. Risiken

Kein Investment ohne Risiken. Bei Corpovael sind die Risiken real und signifikant — deshalb ist die Aktie so billig:

### 1. Geographische Konzentration

CADUs Kernmarkt ist Quintana Roo — eine Region, die fast vollständig vom Tourismus abhängt. Ein weiterer Tourismuseinbruch (Pandemie, Naturkatastrophe, Sicherheitslage) würde CADU erneut hart treffen. Diese Konzentration auf eine einzelne Region ist das größte operationelle Risiko.

### 2. Hurrikan- und Klimarisiko

Cancún und die Riviera Maya liegen in der karibischen Hurrikan-Zone. Ein schwerer Hurrikan könnte nicht nur den Tourismus, sondern auch CADUs Bauprojekte und fertige Immobilien direkt beschädigen.

### 3. Liquiditätsrisiko

Die Aktie ist extrem illiquide. Der tägliche Handel ist gering, und der Free Float liegt bei nur ~30% (die Familie hält 70%). Ein Einstieg ist möglich, ein Ausstieg kann schwierig werden. Für eine kleine Investmentpartnerschaft wie M & Friends ist das beherrschbar — für größere Investoren wäre es ein Problem.

### 4. Corporate Governance

CADU ist ein familiengeführtes Unternehmen mit 70% Insider-Beteiligung. Das kann Vor- und Nachteil sein: Einerseits sind die Interessen des Managements stark mit denen der Aktionäre verbunden. Andererseits gibt es wenig Gegengewicht, wenn die Familie Entscheidungen trifft, die Minderheitsaktionären schaden.

### 5. Mexiko-Risiko

Politische Unsicherheit, Währungsvolatilität (MXN), Sicherheitslage und regulatorische Änderungen bei INFONAVIT/FOVISSSTE können die Geschäftstätigkeit beeinflussen. Mexiko ist kein einfacher Markt.

## 6. Buchwert-Risiko

Die 200 Mio. USD an Netto-Immobilienwert basieren auf Buchwerten. Die tatsächlichen Marktwerte könnten niedriger sein — insbesondere wenn Immobilienpreise in der Region fallen oder bestimmte Projekte schwer verkäuflich sind. Buchwerte sind keine Marktpreise.

---

## 9. Fazit

Corpovael ist ein klassisches Deep-Value-Investment. Wir kaufen einen funktionierenden Wohnungsbauer mit realen Vermögenswerten für einen Bruchteil dessen, was diese Vermögenswerte wert sind.

Die Risiken sind offensichtlich: geographische Konzentration, Illiquidität, Mexiko-Risiko, Governance-Fragen. Aber die Sicherheitsmarge ist enorm — 200 Mio. USD an Netto-Immobilienwert für 30 Mio. USD Market Cap. Selbst in einem pessimistischen Szenario, in dem die Buchwerte um die Hälfte übertrieben sind, kaufen wir immer noch für 24 Cent pro Dollar.

Dass die Gründerfamilie 70% der Aktien hält und das Management aktiv Aktien zurückkauft, gibt uns zusätzliche Überzeugung. Hier investieren wir Seite an Seite mit Insidern, die deutlich mehr über das Geschäft wissen als wir — und die mit ihrem eigenen Vermögen darauf wetten, dass der Markt falsch liegt.

---

## Rechtliche Hinweise

Dieser Report wurde von M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) erstellt und dient ausschließlich zu Informations- und Bildungszwecken. Er stellt **keine Anlageberatung** und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar und ist nicht als solche im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) zu verstehen.

M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) ist eine private Investmentpartnerschaft und kein regulierter Investmentfonds. Die hier dargestellten Analysen und Einschätzungen spiegeln die persönliche Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

**Interessenkonflikt:** Die Autoren und/oder M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Positionen in dem besprochenen Wertpapier (Corpovael, S.A.B. de C.V., BMV: CADU A). Es besteht daher ein Interessenkonflikt, da die Autoren ein finanzielles Interesse an der Kursentwicklung des besprochenen Wertpapiers haben.

**Keine Gewährleistung:** Die in diesem Report enthaltenen Informationen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch nicht unabhängig verifiziert haben. Wir übernehmen keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Angaben.

**Risikohinweis:** Jede Investitionsentscheidung treffen Sie eigenverantwortlich. Investitionen in Aktien sind mit erheblichen Risiken verbunden und können zum vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Vergangene Renditen sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Bitte konsultieren Sie bei Bedarf einen qualifizierten Finanzberater.

---

### M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt)

info@mandfriendscapital.de

mandfriendscapital.de