

Georgia Capital

Die Investment-Holding Georgiens

Private Equity mit Public-Market-Zugang

LSE: CGEO

INVESTMENT-SNAPSHOT

Sektor:	Investment-Holding / Private Equity
Markt:	Georgien (+ Armenien)
NAV per Share CAGR:	~14% seit 2018
NAV-Discount bei Kauf:	~50%
Erstinvestment:	11,14 GBP (2024)

Inhaltsverzeichnis

- 1.** Zusammenfassung der Investment-These
- 2.** Georgien — Vom Zusammenbruch zur Wachstumsstory
- 3.** Die Geschichte: Von der Bank of Georgia zu Georgia Capital
- 4.** Der CEO: Irakli Gilauri
- 5.** Das Portfolio: Marktführer in jeder Branche
- 6.** Die Beteiligung an Bank of Georgia Group
- 7.** Kapitalallokation und Aktienrückkäufe
- 8.** Bewertung
- 9.** Risiken
- 10.** 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	Georgia Capital PLC
Börse / Ticker	LSE: CGEO
Market Cap bei Kauf	~400 Mio. GBP
Bewertung bei Kauf	~0,5x Buchwert (NAV)
Aktienrückkauf angekündigt	≥300 Mio. GEL (~110 Mio. USD)
NAV per Share CAGR seit 2018	~14% p.a. (in GEL)

Unsere These bei Georgia Capital ist im Kern einfach: Wir haben eine Aktie gekauft, die bei rund 0,5x Buchwert handelte — also für 50 Cent pro 1 GBP an Vermögenswerten. Gleichzeitig hat das Management ein Aktienrückkaufprogramm von mindestens 300 Mio. GEL (ca. 110 Mio. USD) angekündigt.

Bei einer Market Cap von ~400 Mio. GBP zum Zeitpunkt unseres Kaufs entspricht das einer Rückführung von rund 25% der Marktkapitalisierung an die Aktionäre innerhalb von zwei Jahren. Unsere Überlegung war: Wir wollten sehen, was mit dem Aktienkurs passiert, wenn das Management systematisch eigene Aktien unter Buchwert zurückkauft.

Die Mathematik ist zwingend: Wenn ein Unternehmen Aktien bei 0,5x NAV zurückkauft, schafft jeder investierte 1 GBP einen NAV-per-Share-Zuwachs von 2 GBP für die verbleibenden Aktionäre. Das ist die wertschöpfendste Verwendung von Kapital, die es gibt — und genau das tut Georgia Capital. Selbst wenn nichts anderes passiert, sorgt der mechanische Effekt der Rückkäufe unter Buchwert für eine erhebliche Wertsteigerung pro Aktie.

2. Georgien — Vom Zusammenbruch zur Wachstumsstory

Um Georgia Capital zu verstehen, muss man Georgien verstehen. Das Land hat in den letzten 25 Jahren eine der bemerkenswertesten wirtschaftlichen Transformationen der Welt durchlaufen.

Nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion in den 1990er-Jahren kollabierte die georgische Wirtschaft. Das BIP schrumpfte dramatisch, die Infrastruktur verfiel, Korruption war allgegenwärtig. Georgien war einer der ärmsten Nachfolgestaaten der UdSSR.

Die Rosenrevolution von 2003 markierte den Wendepunkt. Die reformorientierte Regierung unter Micheil Saakaschwili setzte radikale Wirtschaftsreformen um: Deregulierung, Privatisierung, Bekämpfung der Korruption, Steuervereinfachung. Georgien stieg in den «Ease of Doing Business»-Rankings der Weltbank rasant auf.

Kennzahl	Wert
BIP pro Kopf (2000)	~700 USD
BIP pro Kopf (2023)	~8.200 USD
BIP-Wachstum Ø 2004–2007	>10% p.a.
BIP-Wachstum 2022	11,0%
BIP-Wachstum 2023	7,5%
BIP absolut (2023)	~30 Mrd. USD
Bevölkerung	~3,7 Mio.
HDI-Anstieg 2000–2017	+15,9%

Das BIP pro Kopf hat sich in knapp 25 Jahren von ~700 USD auf über 8.000 USD mehr als verelfacht. Das Wirtschaftswachstum lag 2022 bei 11,0% und 2023 bei 7,5% — Raten, von denen die meisten europäischen Länder nur träumen können. Georgien ist ein kleines Land mit 3,7 Millionen Einwohnern, aber es wächst schnell und hat einen reformfreundlichen, unternehmerischen Geist.

Für Investoren bedeutet das: Wer in Georgia Capital investiert, investiert nicht nur in ein Unternehmen, sondern in die Wachstumsdynamik einer gesamten Volkswirtschaft, die sich im Übergang von einem Frontier- zu einem Emerging Market befindet.

3. Die Geschichte: Von der Bank of Georgia zu Georgia Capital

Georgia Capital entstand nicht auf der grünen Wiese — das Unternehmen hat seine Wurzeln in der Bank of Georgia, der mit Abstand größten Bank des Landes.

Unter der Führung von Irakli Gilauri (dazu mehr im nächsten Kapitel) wurde die Bank of Georgia zu einem Konglomerat ausgebaut: Neben dem Kerngeschäft Bankwesen kamen Gesundheit, Versicherung, Pharmazie, Energie, Immobilien und weitere Geschäftsfelder hinzu. Das Ganze war unter dem Dach der BGEO Group an der London Stock Exchange gelistet.

2018 wurde die Struktur zu komplex. Bank-Investoren wollten eine reine Bank bewerten, nicht ein Konglomerat mit Apotheken und Krankenhäusern. Also entschied das Management, BGEO aufzuspalten:

- **Bank of Georgia Group PLC** — das reine Bankgeschäft
- **Georgia Capital PLC** — alle nicht-bankbezogenen Assets: Pharmazie, Healthcare, Versicherung, Energie, Bildung, Wein und mehr

Die Abspaltung (Demerger) wurde am 29. Mai 2018 vollzogen, bewertet mit ~430 Mio. GBP. Für jede BGEO-Aktie erhielten Aktionäre je eine Aktie der Bank of Georgia und eine Aktie von Georgia Capital.

Das Entscheidende: Irakli Gilauri — der Mann, der das gesamte Konglomerat aufgebaut hatte — entschied sich, Georgia Capital zu führen, nicht die Bank. Er sah das größere Potenzial in den nicht-bankbezogenen Geschäften und in der Rolle als aktiver Kapitalallokator.

4. Der CEO: Irakli Gilauri

Irakli Gilauri ist Georgia Capital. Es gibt wenige börsennotierte Unternehmen, bei denen eine einzelne Person so prägend ist.

Geburtsjahr	1977
Ausbildung	BSc University of Limerick / MSc Cass Business School
Karrierestart	EBRD (Europäische Bank für Wiederaufbau), 5 Jahre
CFO Bank of Georgia	2004 (mit 27 Jahren)
CEO Bank of Georgia	ab 2006
CEO BGEO Group	ab 2011
Chairman & CEO Georgia Capital	seit 2018
Persönliche Beteiligung	~2,5 Mio. Aktien (~5%), Wert ~65-70 Mio. GBP

Gilauris Karriere ist beeindruckend: Nach fünf Jahren bei der EBRD (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung) in Tiflis und London wurde er 2004 CFO der Bank of Georgia — der mit Abstand größten Bank des Landes. Er war damals 27 Jahre alt.

Ab 2006 übernahm er als CEO die operative Führung, ab 2011 leitete er die gesamte BGEO Group. Unter seiner Führung wurde die Bank of Georgia von einer lokalen georgischen Bank zu einem diversifizierten, an der LSE gelisteten Konglomerat ausgebaut. 2018 entschied er sich, das reine Bankgeschäft abzuspalten und stattdessen Georgia Capital zu führen — das komplexere, aber potenziell lukrativere Geschäft.

Sein Track Record bei Georgia Capital: NAV per Share CAGR von ~14% seit 2018. Seine persönliche Beteiligung liegt bei rund 5% der Aktien, was einem Wert von 65–70 Mio. GBP entspricht. Er hat angekündigt, ~20% seiner Aktien über Zeit zu verkaufen — für finanzielle Diversifikation. Das ist nachvollziehbar, wenn das eigene Vermögen so stark in einem einzigen Unternehmen konzentriert ist.

5. Das Portfolio: Marktführer in jeder Branche

Georgia Capital besitzt ein Portfolio von Unternehmen, die in ihren jeweiligen Branchen die klare Nummer 1 in Georgien sind. In einer kleinen Volkswirtschaft mit 3,7 Millionen Einwohnern hat der Marktführer eine quasi-monopolartige Stellung — es ist extrem schwer, diese Positionen anzugreifen.

Große Portfolio-Unternehmen

- **Retail (Pharmazie):** Größte Apothekenkette Georgiens mit rund 400 Filialen und einem Marktanteil von über 35%. Auch in Armenien aktiv (6 Filialen). Das wertvollste Einzelunternehmen im Portfolio.
- **Healthcare Services:** Größter diversifizierter Gesundheitsdienstleister Georgiens — Krankenhäuser, Kliniken, Diagnostik. Dominante Marktposition in einem Sektor, der mit steigendem Wohlstand strukturell wächst.
- **Versicherung (Aldagi):** Führender Schaden- und Unfallversicherer des Landes. Profitiert von der zunehmenden Durchdringung des Versicherungsmarktes in Georgien.

Investment-Stage Unternehmen

- **Erneuerbare Energien / Wasserversorgung (GGU):** Hat einen 250 Mio. USD Green Bond ausgegeben. Betreibt Wasserversorgung und investiert in erneuerbare Energieprojekte.
- **Bildung:** Schulen und Bildungseinrichtungen in Georgien.
- **Auto Service:** Automobildienstleistungen und -handel.

Weitere Beteiligungen

- **Teliani:** Führender Wein- und Bierproduzent Georgiens. Georgien ist eines der ältesten Weinanbaugebiete der Welt.
- **m2 Real Estate (Housing Development):** Marktführer im georgischen Wohnungsbau. 11 fertiggestellte Wohnanlagen mit über 3.000 Familien, aktuell das bisher größte Projekt m3 Saburtalo mit rund 3.000 neuen Wohnungen. Dazu Hospitality und Gewerbeimmobilien.
- **IT Outsourcing:** Technologiedienstleistungen.

Die großen Portfolio-Unternehmen verzeichnen starkes Wachstum mit zweistelligen Umsatz- und EBITDA-Steigerungen. Die private Portfoliowertschöpfung trägt substantiell zum NAV-Wachstum bei.

6. Die Beteiligung an Bank of Georgia Group

Neben dem privaten Portfolio hält Georgia Capital eine ~19%-Beteiligung an der Bank of Georgia Group PLC (Ticker: BGEO) — der mit Abstand größten und profitabelsten Bank Osteuropas.

Die Bank of Georgia ist an der London Stock Exchange gelistet und gehört zu den erfolgreichsten Finanzinstituten in den Emerging Markets. Das allein zeigt, wie weit die Bank unter Gilauris früherer Führung gekommen ist.

Für Georgia Capital ist die BGEO-Beteiligung aus mehreren Gründen wichtig:

- **Dividendenquelle:** Die Dividenden der Bank of Georgia sind eine wesentliche Cash-Flow-Quelle, die Georgia Capital für seine Aktienrückkäufe nutzt. Allein von der BoG-Beteiligung erhält Georgia Capital jährlich über 120 Mio. GEL an Dividenden (2024: 122 Mio. GEL).
- **Transparenter Wertanker:** Anders als die privaten Beteiligungen hat die BGEO-Position einen öffentlichen Marktpreis — das gibt Investoren einen klaren Referenzpunkt für einen Teil des NAV.
- **PFIC-Management:** Georgia Capital achtet darauf, den Anteil so zu steuern, dass man unter der 50%-Schwelle für passive Vermögenswerte bleibt — ein steuerrechtlicher Vorteil für US-Investoren.

Die Bank of Georgia selbst performt stark: robustes Kreditwachstum, hohe Eigenkapitalrendite und steigende Dividenden.

7. Kapitalallokation und Aktienrückkäufe

Dies ist das Herzstück unserer Investment-These. Georgia Capitals Kapitalallokation ist die eigentliche Wertschöpfungsmaschine.

Kennzahl	Wert
NAV per Share CAGR seit 2018	~14%
Buyback-Programm angekündigt	≥300 Mio. GEL (~110 Mio. USD)
NAV-Discount Sep 2022 (Hoch)	~61%
NAV-Discount bei Kauf	~50%

Die Zahlen sprechen für sich: Der NAV per Share ist seit der Gründung 2018 mit rund 19% pro Jahr gewachsen. Buybacks unter Buchwert sind dabei ein zentraler Treiber — jeder zurückgekaufte GBP an Aktien schafft überproportionalen Wert für die verbleibenden Aktionäre.

Der NAV-Discount — also die Differenz zwischen Aktienkurs und innerem Wert pro Aktie — lag auf seinem Allzeithoch bei ~61% (September 2022). Zum Zeitpunkt unseres Kaufs liegt er bei rund 50%. Das Management hat klar kommuniziert, dass der aktuelle Discount weiterhin «accretive» ist und die Rückkäufe fortgesetzt werden.

Zur Verdeutlichung der Mechanik: Wenn Georgia Capital Aktien bei 0,5x NAV zurückkauft, wird für jeden investierten 1 GBP an Aktienrückkauf 2 GBP an NAV-per-Share-Wert für die verbleibenden Aktionäre geschaffen. Es ist, als würde man einen 100-GBP-Schein für 50 GBP kaufen — und das systematisch, Quartal für Quartal.

8. Bewertung

Wir kaufen Georgia Capital bei ~0,5x Buchwert. Die Bewertung zum Kaufzeitpunkt:

NAV-Discount bei Kauf	~50%
Bewertung bei Kauf	~0,5x Buchwert (NAV)

Georgia Capital handelt mit einem erheblichen Abschlag zum inneren Wert. Verglichen mit börsennotierten Private-Equity-Gesellschaften in entwickelten Märkten — die typischerweise mit 0–20% Discount handeln — spiegelt der Abschlag bei Georgia Capital vor allem die «Georgien-Risikoprämie» wider.

Für uns ist das eine Gelegenheit: Wir bekommen 1 GBP an Vermögenswerten für 50 Pence. Gleichzeitig kauft das Management mit dem angekündigten Buyback-Programm systematisch eigene Aktien unter Buchwert zurück — was den NAV pro Aktie mechanisch steigert. Die Frage ist nicht ob der Discount sich schließt, sondern wann.

9. Risiken

Kein Investment ohne Risiken. Wir nehmen diese bewusst in Kauf, weil wir sie für beherrschbar halten — aber sie sind real:

1. Politisches Risiko / Geopolitik

Dies ist das größte Einzelrisiko. Georgien hat im Dezember 2023 den EU-Kandidatenstatus erhalten, aber im November 2024 die EU-Beitrittsverhandlungen bis 2028 ausgesetzt. Die Regierungspartei

«Georgischer Traum» hat ein umstrittenes «Ausländische-Agenten-Gesetz» verabschiedet, das von der EU und westlichen Verbündeten scharf kritisiert wird. Die Parlamentswahlen von Oktober 2024 wurden international als problematisch eingestuft.

Gleichzeitig rückt die Regierung näher an Russland, China und den Iran. Proteste werden mit Gesichtserkennung überwacht. Dies ist ein ernstes Risiko — allerdings wächst die Wirtschaft trotz der politischen Turbulenzen weiterhin robust (7,5% in 2023). Die Geschäftswelt operiert weitgehend unabhängig von der politischen Oberfläche.

2. Konzentration auf einen kleinen Markt

Georgien hat nur 3,7 Millionen Einwohner und ein BIP von ~30 Mrd. USD — kleiner als die meisten europäischen Großstädte. Das Wachstumspotenzial der Portfolio-Unternehmen hat ein natürliches Limit. Die Expansion nach Armenien hat begonnen, ist aber noch klein.

3. Währungsrisiko

Das Portfolio ist in georgischem Lari (GEL) denominated, der Aktienkurs in GBP. Der GEL kann gegenüber Hartwährungen volatil sein. Allerdings war der Lari in den letzten Jahren relativ stabil, und die starke wirtschaftliche Entwicklung stützt die Währung.

4. Key-Man-Risiko

Irakli Gilauri IST Georgia Capital. Er hat das gesamte Konglomerat aufgebaut und kennt jedes Geschäft im Detail. Wenn er geht, gibt es erhebliche Unsicherheit bezüglich der Nachfolge. Sein persönlicher Anteil von ~5% (Wert 65+ Mio. GBP) ist ein starkes Alignment — aber kein Garant für Verbleib.

5. Liquidität

Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen an der LSE ist begrenzt. Große institutionelle Investoren könnten Schwierigkeiten haben, Positionen schnell auf- oder abzubauen. Für eine kleine Investmentpartnerschaft wie M & Friends ist das weniger problematisch.

6. NAV-Bewertung der privaten Beteiligungen

Die privaten Portfolio-Unternehmen werden vom Management bewertet — es gibt keinen öffentlichen Marktpreis zur Verifizierung. Das Risiko optimistischer Bewertungen besteht. Allerdings werden die Bewertungen extern geprüft, und die Bank-of-Georgia-Beteiligung bietet einen transparenten, marktbeurteilten Anker im Portfolio.

10. Fazit

Georgia Capital ist eine Wette auf einen der fähigsten Kapitalallokatoren, die wir gefunden haben — operierend in einem übersehenen Markt mit strukturellem Wachstumsrückwind. Die Buyback-Mathematik ist zwingend: Das Management kauft systematisch eigene Aktien unter innerem Wert zurück und treibt damit den NAV per Share mechanisch nach oben.

Die Risiken sind real — Politik, Geopolitik, Marktgröße, Key-Man-Abhängigkeit. Aber die Sicherheitsmarge bei 0,5x Buchwert bietet erheblichen Schutz nach unten. Selbst wenn die politische Situation sich verschlechtert, operieren die Portfolio-Unternehmen (Apotheken, Krankenhäuser, Versicherungen) in Sektoren, die von der georgischen Bevölkerung unabhängig von der Regierung benötigt werden.

Was passiert, wenn das Buyback-Programm über die nächsten 18–24 Monate planmäßig umgesetzt wird? Wenn der NAV-Discount sich verengt und das Management seine Versprechen einhält, sehen wir hier ein

Investment mit hervorragendem Risiko-Rendite-Profil.

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 (Georgia Capital PLC, LSE: CGEO). 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