

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.12.2017

Sehr geehrte Damen und Herren,

zum Jahreswechsel bleibt Zeit für Besinnlichkeit. Wir sinnen darüber, was wir im letzten Jahr gut und was wir weniger gut gemacht haben. Gerade von den schwachen Investmententscheidungen kann man sehr viel lernen. Deshalb ist dies für uns immer ein wichtiger Aspekt zum Jahreswechsel.

Bei unseren Überlegungen kamen wir zu folgendem einhelligen Schluss: Unsere Trefferquote im Vereinigten Königreich war mangelhaft!

Sell (in) May and go away?

Wir haben per 15.12.2017 eine ganz banale und einfache Analyse all unserer Fondsposition durchgeführt. Wie viele unserer Titel liegen im „Plus“ und wie viele im „minus“?

Von all unseren 41 Titeln liegen 30 im positiven und 11 im negativen Terrain. Das bedeutet eine Trefferquote von 73%. Wenn wir uns die Erfolgsquote auf Länderebene ansehen, fällt vor allem UK besonders auf – und zwar im negativen Sinne: 4 Aktien sind im Plus und 7 im Minus. Das bedeutet eine Trefferquote von nur 36%.

Wenn wir alle Aktien exklusive UK betrachten, sehen wir eine Quote von 26:4. Das ist eine Erfolgsquote von 87%.

Diese kleine Analyse hat natürlich ihre Schwachstellen. Wir betrachten dabei weder die Haltedauer noch die Performancebeiträge der guten bzw. schlechten Investments. Manchmal sind aber gerade die einfachen Analysen diejenigen, die einem die Augen öffnen. Es ist klar festzuhalten, dass unsere Trefferquote in UK einfach nicht gut war. Für unsere Strategie ist aber eine hohe Trefferquote von essentieller Bedeutung. Gerade bei einem konzentrierten Portfolio ist eine niedrige Fehlerquote sehr wichtig. Wir selbst sagen immer, dass wir nur dann „zuschlagen“ (abgeleitet vom erfolgreichen Baseballspieler Ted Williams), wenn wir eine hohe Confidence haben (und sicher sind, dass wir gut treffen). Haben wir v.a. in UK zu oft zugeschlagen? Was sind die Gründe gibt unser schwaches Abschneiden in UK?

Können wir es auf einen schwachen Aktienmarkt in UK schieben? Nein, denn dort ist der breite Aktienmarkt mit 7,6% im Plus. Nicht so stark wie die deutschen oder europäischen Märkte, aber dennoch können wir es nicht auf den „Markt“ schieben.

Ist der Brexit ein möglicher Grund? Das müssen wir auch verneinen, denn gerade weil wir viele günstige Titel in UK gefunden haben, haben wir dort vermehrt die Aktienquote ausgebaut.

Was ist mit der Sprache? Bleiben im Gespräch oder beim Studium des Geschäftsberichtes einige Informationen liegen, weil man nicht in der gleichen Qualität in der Muttersprache mit den Firmen kommunizieren kann? Dann müssten aber unsere Investments in Frankreich, den Niederlanden oder Italien ebenfalls eine schwache Trefferquote aufweisen. Diese liegt allerdings bei 11:2. Damit dürfte dies nicht der entscheidende Grund sein.

Wie sieht es mit der Unternehmerkultur aus? In UK gibt es, aus unserer subjektiven Wahrnehmung, weniger eigentümergeführte Mittelständler wie z.B. auf dem deutschen Kurszettel. Anstelle von langfristig denkenden Unternehmern findet man in UK häufig angestellte Manager, die keine Aktien am eigenen Unternehmen besitzen. Diese werden stark über umfangreiche und komplizierte Aktienoptionsprogramme incentiviert, welche in den Geschäftsberichten meist mehr als 10 Seiten in Anspruch nehmen. Durch diesen Umstand schätzen wir, dass die Manager eher auf kurzfristige Zielerreichung „managen“ als auf die Erarbeitung langfristiger Wettbewerbsvorteile.

Wie sieht es mit der Aktienmarktkultur in UK aus? Als wir uns mehr mit England beschäftigt haben, ist uns eine deutlich höhere Volatilität einzelner Aktien sofort ins Auge gesprungen. Wenn ein Unternehmen kurzfristig die Markterwartungen verfehlt, reagieren die Anleger teilweise panisch und schicken die Aktien oftmals innerhalb eines Tages um 20 bis 40% oder mehr in den Keller. Aber gerade das bietet für langfristige Value Investoren sehr interessante Kaufgelegenheiten. Diesen Umstand sehen wir sogar als Vorteil an, da diese irrationalen Kursbewegungen viele Aktien deutlich unter ihren fairen Wert fallen lassen und wir somit oft gute Kaufchancen bekommen. Allerdings ist es fatal, wenn man die kurzfristige Entwicklung der Firmen zu positiv einschätzt und dann zunächst erst mal ordentlich hinten liegt. An der Stelle müssen wir in Zukunft sicher noch näher dran sein!

Was bleibt es festzuhalten? Unsere Fehlerquote in UK ist noch zu hoch, und wir sind uns, Stand heute, noch nicht ganz im Klaren, woran es liegt. Das ist sowohl für Sie als auch für uns nicht zufriedenstellend.

Wie gehen wir nun damit um? Wir werden sicherlich mehr Vorsicht walten lassen. Und wir werden uns die Zeit nehmen, uns zu verbessern und darüber nachdenken, was wir besser machen können. Es gibt gerade auf Grund der Brexit Unsicherheit einige sehr günstige Titel, in die wir investiert haben. Wir würden uns aber auch nicht davor scheuen, den Anteil in UK deutlich zu reduzieren oder uns ganz aus dem Land verabschieden, wenn wir das Gefühl haben, dass wir in UK keine vernünftige Trefferquote und damit keinen adäquaten Performancebeitrag erzielen können.

Sollte es so kommen, werden wir dies weder auf Mrs. May oder auf irgendein Börsensprichwort schieben. Am Ende sind wir selbstverständlich selbst schuld.

Aber noch ist es nicht so weit. So schnell geben wir nicht auf!

Basic Fit

Basic Fit ist mit rund 500 eigenen Fitnessstudios die größte „Value“-Fitnessstudiokette Europas. Das Konzept ist simpel. Eine qualitativ hochwertige Ausstattung an Geräten, ein sehr günstiger Preis (19,99 EUR p. Mo.), der Verzicht auf Schnickschnack (Sauna, Whirlpool etc.) und eine hohe Automatisierung (weniger als 3 Mitarbeiter pro Studio). Das Geschäftsmodell erinnert stark an Ryanair, Easyjet, Aldi, Lidl, Fielmann – Ziel: Preisführer bei hoher Qualität und Reduzierung auf das Wesentliche.

Basic Fit ist in den Niederlanden mit einem Marktanteil von 16% fast doppelt so groß wie die Nr. 2. In Belgien liegt der Marktanteil sogar bei 50%. Hier ist die Gesellschaft mit 143 Studios fast 5x so groß wie der zweitgrößte Anbieter mit nur 29 Studios.

Der Hauptgrund für diese starke Marktstellung liegt vor allem am Preis. Bei Basic Fit kostet der Monatsbeitrag 19,99 EUR. Der Durchschnitt liegt bei 37 EUR in den Niederlanden und 36 EUR in Belgien. Dabei kann der Kunde jederzeit kündigen und ist nicht an langfristige 12- oder 24-Monatsverträge gebunden.

Mit dieser starken und sehr profitablen Basis (EBITDA Benelux 2016 → 86 Mio. EUR) versucht Basic Fit nun den französischen Markt zu erschließen.

Der Markt in Frankreich ist sehr fragmentiert und hat nur wenige Ketten, die sich dem Low-Cost-Segment verschrieben haben. Vita Liberte betreibt 107, Neones 29 Studios. Basic Fit eröffnet rund 80 neue Studios pro Jahr und ist nach nicht einmal zwei Jahren mit 135 bereits Marktführer.

Auf dem Investorentag in Amsterdam hat der verantwortliche Manager erläutert, wie sie versuchen den französischen Markt zu erobern. Im ersten Schritt haben sie sich alle Städte vorgenommen, die mehr als 30.000 Einwohner haben – exklusive Paris. Nachdem die ersten Tests vielversprechend liefen, haben sie in diesen Städten die erste Expansionswelle ausgerollt. Hieraus ergibt sich ein Potential von etwas mehr als 300 Studios.

Der zweite Schritt zielt auf Ile-de-France ab – also der Ballungsraum um Paris. Auch hier wurde jeder Distrikt genau nach Einwohnerzahl analysiert, um die sinnvollsten Standorte zu verifizieren, die ein Einzugsgebiet von mindestens 30.000 Einwohnern haben.

Im dritten Schritt will sich Basic Fit bis nach Paris vorarbeiten. Auf Grund der sehr hohen Mieten und entsprechender Risiken geht man die französische Hauptstadt erst an, wenn die ersten beiden Schritte erfolgreich bestritten wurden. Zwei Tests laufen aber bereits. Ein „reifer“ Club hat im Schnitt rund 3.500 Mitglieder und erzielt dabei eine EBITDA-Marge von 50%. Dies wird im Schnitt nach 24 Monaten erreicht; die 3.000-Mitgliedergrenze nach ungefähr einem Jahr.

Der erste Pariser Club wurde in Q4 2015 eröffnet und hat mittlerweile 5.700 Mitglieder. Der zweite Club wurde in Q3 2016 eröffnet und hat sogar 6.700 zahlende Kunden. Das Ganze ohne Marketing und mit einer Marke, die in Paris gänzlich unbekannt ist. Das Konzept scheint auch in Paris erfolgversprechend zu sein.

Es gibt aber noch einen vierten Schritt. Städte mit weniger als 30.000 Einwohnern. Interne Analysen haben gezeigt, dass Einwohner in kleinen Städten bereit sind 8-12 km

zum nächsten Supermarkt zu fahren. Der verantwortliche Manager wollte auch diese Überlegung testen und bat seinen CFO um die entsprechenden Mittel. Er musste um diese Genehmigung betteln. Mittlerweile testen sie zwei Clubs in zwei Städten mit 5.500 bzw. 15.500 Einwohnern. Beide wurden im März 2017 eröffnet und haben mittlerweile 3.055 bzw. 2.720 Mitglieder. Das bedeutet ein schnellerer Hochlauf als im Durchschnitt aller anderen Basic Fit Studios in Frankreich.

Ob dieser vierte Schritt wirklich funktioniert wird sich zeigen. Eines zeigen diese Beispiele aber: Das Konzept funktioniert auch in Frankreich, obwohl die Gesellschaft in der breiten Masse unbekannt ist.

Wie sieht das finanzielle Modell dahinter aus?

Alle Clubs sind gemietet und verschlingen rund 1 Mio. EUR an Kapital für die Renovierung sowie die Ausstattung mit Trainingsgeräten. Alle Clubs, die älter als zwei Jahre sind, generieren aktuell im Durchschnitt 372.000 EUR EBITDA, was einer Rendite von rund 35% entspricht. Nach den jährlichen Renovierungskosten sowie dem Austausch oder dem Upgrade von Geräten verbleibt eine Rendite von rund 30%.

Bei solchen Kapitalrenditen fragt man sich: Was macht die Konkurrenz? McFit scheint sich auf Italien und Osteuropa zu konzentrieren. Die beiden französischen Wettbewerber verfügen nicht über die finanzielle Power von Basic Fit. Wir glauben deshalb, dass die Strategie in Frankreich schnell groß zu werden sinnvoll ist. Denn wenn Basic Fit sich erst einmal breit gemacht hat, wird es selbst für einen weiteren Value-Anbieter nicht leicht. Warum soll ich als Kunde von Basic Fit zu einem anderen Studio wechseln, wenn ich keinen Preisvorteil habe? Außerdem kann ich als Mitglied in alle Basic Fit Studios gehen, die Familienmitglieder, die unter der gleichen Adresse gemeldet sind, ebenfalls mitnehmen und bekomme ein sehr gutes digitales Angebot über die Basic Fit-App.

Ein Wort zum CEO. Er war früher Tennisprofi in den Niederlanden und hat vor über 30 Jahren sein erstes Fitnessstudio eröffnet. Er ist mit etwas über 20% zweitgrößter Aktionär. Die Private Equity Gesellschaft 3i ist mit 28% größter Anteilseigner. Wir glauben, dass diese Verbindung für Basis Fit von großem Vorteil ist. Der CEO und die meisten leitenden Angestellten kommen aus dem Sportbereich. Das ist hilfreich, denn am Ende muss man den Kunden verstehen. Auf dem Investorentag kam außerdem rüber, dass sie dennoch unglaublich analytisch und zahlenbasiert die Gesellschaft steuern. Ein sehr starkes Doppel!

Noch ein Wort zu ihrer Cluster Strategie, was uns mit am Meisten beeindruckt hat. In größeren Städten fassen sie drei Studios, die räumlich (zu) eng beisammen sind, zu Clustern zusammen. Dabei erzielt das erste Studio die besten Renditen, Nr. 2 durchschnittliche und Nr. 3 unterdurchschnittliche Erträge. Zusammengefasst liegen diese drei wieder auf Gruppendurchschnitt. Der CEO hat diese Vorgehensweise wie folgt erläutert: „Wenn wir das dritte Studio weglassen würden, wäre das aus kurzfristiger Sicht besser. Wir denken aber langfristig. Wenn dort drei Clubs eng zusammenstehen, dann ist diese Region für einen möglichen Konkurrenten fast nicht zu erschließen. So schützen wir uns vor unserer Konkurrenz. Wir verzichten kurzfristig auf Profitabilität, bauen aber langfristig einen großen Wettbewerbsvorteil auf.“

So etwas gefällt uns besser als das, was wir sonst oft aus UK hören!

Bei unserem Kauf lag die Bewertung mit einem EV/EBITDA von 11 nicht gerade im Schnäppchenbereich. Dennoch glauben wir, dass wir nicht zu viel bezahlt haben. Durch die bestehenden Clubs, die noch nicht „reif“ sind, wird es einen automatischen Ergebnisrückwind geben, der das EV/EBITDA auf rund 10 bringt. Auf Grund der Expansionsstrategie in Frankreich kann Basic Fit mit einem zusätzlichen Ergebniswachstum von rund 20% p.a. rechnen. Somit haben wir es hier mit einem Wachstumsunternehmen zu tun, welches auf das investierte Kapital 30% Rendite erwirtschaftet. Für dieses aus unserer Sicht erstklassige Unternehmen waren wir bereit, auf Basis der aktuellen Bewertung, einen fairen Preis zu zahlen, versprechen uns aber vom zukünftigen hohen Wachstum zu profitieren.

Wir hoffen, dass Sie durch diese Beispiele ein besseres Verständnis dafür erhalten, wie wir bei der Analyse von Unternehmen vorgehen und welche „Investment cases“ uns zusagen.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Hinweis: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind die Verkaufsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.