

GEHLEN BRÄUTIGAM

CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Kurfürstendamm 11
10719 Berlin

+49 30 42141851
info@gbcvalue.com
www.gbcvalue.com

Letter to Partners #8

Q2 2020 (01.04.2020 - 30.06.2020)

20. Juli 2020

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

anlässlich unseres zweijährigen Fondsjubiläums wollen wir an dieser Stelle einen kurzen Rückblick auf die bisherige Entwicklung werfen. Seit Auflage weist unser Fonds eine **Performance von -3,0%** auf. Auch wenn diese Entwicklung **mehr als 5% über der unseres Referenzindexes** (dem MSCI Europe Small & Micro Cap) liegt, ist eine negative Entwicklung natürlich **nicht zufriedenstellend** und auch **weit entfernt von unserem Ziel (einer zweistelligen netto-Rendite pro Jahr)**.

Jedoch ist für uns eine andere Entwicklung viel wichtiger. Unserer Meinung nach hat sich der **intrinsische Wert** des Portfolios seit Auflage des Fonds, trotz des herausfordernden wirtschaftlichen Umfeldes (gerade in der aktuellen Situation rund um Corona), **erheblich gesteigert**. Dies hat zwei Gründe: Die Werte der Unternehmen, die sich in unserem Portfolio befinden, sind heute teilweise höher als bei unseren Käufen bzw. wir haben einige von ihnen realisiert (z.B. Volvere, Telepizza oder DO & CO) und das Geld an anderer Stelle re-investiert. Darüber hinaus haben wir, gerade in der aktuellen Krise, einige neue Unternehmen zum Portfolio hinzugefügt, die aus unserer Sicht noch höhere Unterbewertungen aufweisen.

Wir schätzen den inneren Wert pro Anteilsschein aus heutiger Sicht auf mind. €170. Der Fokus unserer Arbeit liegt darin, diesen Wert über die Zeit weiter zu erhöhen. **Wir sind zuversichtlich, dass sich der Preis der Fondsanteile diesem Wert über die Zeit annähern wird.**

In den letzten Wochen liest man vermehrt von Beobachtern der Aktienmärkte, die sich Sorgen machen, dass das Upside eines Investments in den Markt zum heutigen Zeitpunkt begrenzt ist. Ihrer Meinung nach spiegelt der Aktienmarkt die großen wirtschaftlichen Herausforderungen und die Risiken der aktuellen Krise nicht ausreichend wider.

Es ist wichtig anzumerken, dass der Aktienmarkt kein Abbild der gesamten Volkswirtschaft darstellt. Er würde sicher auf einem anderen Level stehen, wenn er vorwiegend aus kleinen Unternehmen bestehen würde, welche in der aktuellen Zeit und voraussichtlich auch danach viel stärker leiden werden. Die Entwicklung populärer Indizes überschattet außerdem die unterschiedliche Entwicklung verschiedener Sektoren. Die aktuelle Rally am Aktienmarkt wird besonders von einigen Sektoren, zum Beispiel Technologie und Gesundheit, getrieben.

Gerade einige Mega Caps wie Apple, Amazon oder Microsoft in den USA, die voraussichtlich sogar von der aktuellen Krise profitieren können, befinden sich seit Jahresbeginn teils weit im Plus. Durch ihre Größe haben sie ein hohes Gewicht und einen erheblichen Einfluss auf die Entwicklung der Indizes. Viele Aktien handeln dagegen auch weiterhin in der Nähe ihrer Tiefststände.

In den vergangenen Jahren ist zukünftiges Wachstum gerade aufgrund der stark gesunkenen Zinsen, die voraussichtlich auch noch lange auf einem sehr niedrigen Niveau verharren werden, immer wertvoller geworden. Investoren sind heute bereit, sehr hohe Preise für „sicheres Wachstum“ zu bezahlen. Einige Unternehmen

werden dabei mittlerweile auf dem 20- oder 30-fachen **des Umsatzes** bewertet. Diese Bewertungen lassen wenig Raum für Enttäuschungen, da der ganze Wert in einer sehr positiven zukünftigen Entwicklung steckt. Sollte das Wachstum doch mal abflachen, dann würde der heute bezahlte Preis zu hoch sein.

Wir wollen dabei nicht behaupten, dass der Markt diese Unternehmen grundsätzlich überbewertet. Gerade die großen Technologie-Unternehmen zeichnen sich durch außergewöhnliche Marktstellungen aus und ihre Zukunftsaussichten sind weiterhin sehr positiv. Unter diesen Voraussetzungen scheinen die heute aufgerufenen Preise für diese, auch wenn die Bewertungen in den letzten Jahren stark gestiegen sind, nicht verrückt. Bei einigen Bewertungen kratzen wir uns allerdings auch am Kopf. Gerade „Story-Stocks“ wie zum Beispiel Tesla, Shopify oder Lemonade müssen schon außergewöhnliches leisten, um die Vorschusslorbeeren des Aktienmarktes rechtfertigen zu können.

Im aktuellen Marktumfeld stellen wir fest, dass Unternehmen, die solch ein hohes „sicheres“ Wachstum nicht bieten und nicht unbedingt die spannendsten Geschichten (à la Microsoft, Tesla oder Zoom Video Communications) erzählen können, teilweise stark vernachlässigt werden und auf außergewöhnlich niedrigen Bewertungen handeln.

Wir haben bereits in unserem Q3 Letter im letzten Jahr erwähnt, dass die relative Bewertung von „Value“- im Vergleich zu „Growth“-Aktien sich auf einem selten niedrigen Niveau befindet. In 2020 haben „Value“-Aktien die schlechteste relative Performance seit 1999 hingelegt. Der Bewertungsunterschied zwischen „Value“- und „Growth“-Aktien ist heute so groß wie noch nie, und sogar höher als zu Zeiten der Dotcom-Blase.

Unser Ansatz ist es nicht, auf quantitative Thesen zum breiten Markt zu setzen. Es gibt mit Sicherheit auch einige gute Gründe für höhere Bewertungsunterschiede (z.B. die zunehmend schnelle Disruption). Es würde uns aber sehr wundern, wenn dieses Phänomen nicht auch Chancen auf der Einzeltitel-Ebene bietet. Zumindest sind wir der festen Ansicht, dass wir Unternehmen identifiziert haben, die nicht nur oberflächlich außergewöhnlich günstig sind, sondern auch eine positive Zukunft haben und bei denen der **aktuelle Abschlag absolut nicht gerechtfertigt** ist. Ein besonders wichtiger Teil unserer Arbeit wird daher auch daraus bestehen, die nötige Geduld aufzubringen und „auf unseren Händen zu sitzen“.

“The single greatest edge an investor can have is a long-term orientation.” - Seth Klarman

Wir haben zur zukünftigen Entwicklung der Märkte im Allgemeinen und folglich auch zum Timing eines Investments in den breiten Markt keine starke Meinung. **Wir sind allerdings überzeugt, dass es für ein Investment in unseren Fonds seit unserem, zugegebenermaßen sehr kurzen, Bestehen kaum einen besseren Zeitpunkt gegeben hat.**

Weiter oben haben wir bereits erwähnt, dass wir der Ansicht sind, dass sich der intrinsische Wert unseres Portfolios seit Auflage gesteigert hat. Der Preis hat dies aber nicht getan. Daher sehen wir heute einen sehr hohen Unterschied zwischen den beiden. **Auf Basis unserer Einschätzung des inneren Wertes pro Anteil von €170, erhalte ein Investor beim heutigen Preis einen Abschlag von über 40% (bzw. über 70% Upside).**

Wir sind darüber hinaus überzeugt, dass die, häufig von Inhabern geführten, Unternehmen in unserem Portfolio diesen Wert erheblich steigern können und werden. Im letzten Letter to Partners haben wir in diesem Zusammenhang bereits über die möglichen Chancen der aktuellen Krise und die Positionierung einiger unserer Kern-Beteiligungen berichtet.

Eine Bestätigung, dass wir mit unserer Meinung nicht allein dastehen, haben wir vor einigen Tagen erhalten. Von den Gründern eines unserer Portfoliounternehmen, also den Personen, die das Unternehmen am besten kennen sollten, wurde uns ein Übernahmeangebot für unsere Anteile gemacht. Sie sind trotz der Unsicherheiten durch Corona bereit, eine deutliche Prämie zum aktuellen Kurs für das Unternehmen zu zahlen...

In dem Fall handelt es sich um **Devoteam**. Am 9. Juli haben die Gründer, Geschäftsführer und aktuell größten Aktionäre (sie halten ca. 26% der Anteile) – Godefroy und Stanislas de Bentzmann – zusammen mit dem Private Equity Investor KKR ein Angebot für die ausstehenden Aktien abgegeben.

Seit Ende letzten Jahres haben wir angefangen, eine Position in diesem französischen Unternehmen aufzubauen und haben diese in den letzten Wochen nochmals leicht ausgebaut. Devoteam ist aus unserer Sicht einer der am besten aufgestellten IT-Service Dienstleister. Das Unternehmen wurde bereits sehr früh, während einer schwierigen Phase vor 7-8 Jahren, von den Gründern auf Zukunfts-Technologien ausgerichtet und hat heute

insbesondere eine starke Positionierung im schnell wachsenden Cloud-Bereich. Die positive Ausrichtung für zukünftige Trends und die Positionierung mit den richtigen Partnern ist uns in Gesprächen mit einigen Spezialisten aus der Industrie vor dem Einstieg bestätigt worden.

Dennoch ist Devoteam gleichzeitig eines der günstigsten IT-Service Unternehmen am Aktienmarkt gewesen. Wir haben einen Preis für unsere Anteile gezahlt, der kaum Wachstum eingepreist hat. Dagegen ist das „digitale“ Geschäft (mit einem Umsatzanteil von knapp 80% der Großteil des Unternehmens) in den letzten Jahren mit über 10% pro Jahr gewachsen.

Die Unsicherheiten der Corona-Situation führen zwar zu einer kurzfristigen Verlangsamung des Wachstums. Mittelfristig könnte sich die aktuelle Situation allerdings sogar als Rückenwind herausstellen, da die Erfahrungen der Unternehmen mit dezentralem Arbeiten und Home-Office-Lösungen zu einer verstärkten Implementierung von Cloud-Lösungen führen.

Obwohl wir mit Devoteam in sehr kurzer Zeit eine ansehnliche Rendite (ca. +23%) erzielen konnten, gibt es einen Wermutstropfen. Wir müssen feststellen, dass der gebotene Preis von €98 pro Aktie aus unserer Sicht eher vorteilhaft für die Käufer als für uns Minderheitsaktionäre ist. Den intrinsischen Wert des Unternehmens schätzen wir deutlich höher. Wenn dies nicht der Fall wäre, wären wohl auch die Gründer nicht bereit, die Prämie zu bezahlen. Es ist außerdem bereits das zweite Unternehmen in unserem Portfolio, das vom Private Equity Investor KKR ein Übernahmeangebot erhalten hat (Sie erinnern sich an Telepizza).

Dennoch wollen wir uns nicht beschweren. Gerade aktuell – in einer Zeit, in der wir sehr attraktive Alternativen sehen – haben wir bereits einige Anteile verkauft und die Einnahmen an anderer Stelle in ein aus unserer Sicht ähnlich attraktives Investment angelegt.

Im Folgenden finden Sie eine ausführliche Beschreibung eines Investments, welches wir im zweiten Quartal getätigt haben. Als Fitnessstudio-Kette befindet sich Basic-Fit zweifelsohne „im Auge des Sturms“. Wir sind überzeugt, dass das Unternehmen die aktuellen Herausforderungen mit Bravour meistert und nach der Krise nicht schlechter als vorher dastehen wird.

Abschließend finden Sie eine Übersicht über die Performance seit Auflage und das aktuelle Portfolio.

Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen und für Ihre Unterstützung. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen. Über Ihr Feedback freuen wir uns wie immer sehr.

Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam

Folgen Sie uns:  

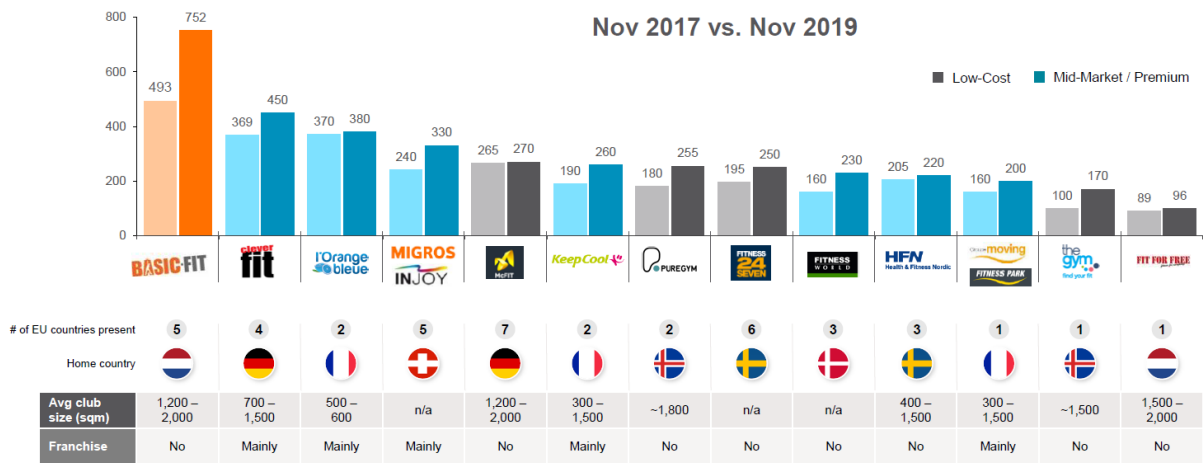
Basic-Fit

Basic-Fit ist mit mehr als 800 Fitnessstudios und über 2 Mio. Mitgliedern die größte Fitnessstudiokette in Europa und eine der größten weltweit. Das Unternehmen betreibt Studios in Holland, Belgien, Frankreich und Spanien. Während der letzten Monate musste Basic-Fit alle dieser Studios schließen. Um möglichst wenige Mitglieder zu verlieren, wurden die Beiträge eingefroren, sodass die Umsätze zwischenzeitlich fast komplett ausgefallen sind. Mittlerweile wurden alle Fitnessstudios wiedereröffnet.

Neben dem grundlegenden Investment Case haben wir bei Basic-Fit vor allem die kurzfristigen und möglichen langfristigen Auswirkungen der Situation rund um Covid-19 auf das Unternehmen analysiert, verfügbare Datenpunkte von Wettbewerbern und aus anderen Ländern gesammelt und die Thesen mit zahlreichen Nutzern und Industrie-Insidern sowie anderen Investoren und Bankern intensiv diskutiert.

Zum Unternehmen: Der Gründer Rene Moos war in den 80er Jahren ein Profi-Tennispieler. Nach seiner Karriere hat er bereits 1984 sein erstes Fitnessstudio eröffnet, das Premium-Studio HealthCity. Im Jahr 2010 erwarb er mit HealthCity 28 Basic-Fit-Clubs. Rene erkannte schnell, dass die Niedrigpreis-Strategie langfristig Vorteile haben würde. Daher entschied er sich 2013, gemeinsam mit dem Private Equity Investor 3i als Partner den vollen Fokus auf die Expansion von Basic-Fit zu legen.

Rene hält auch heute noch ca. 15% der Anteile. Auch im Börsengang vor vier Jahren hat er nur sehr wenige Anteile verkauft. Mittlerweile ist Basic-Fit sowohl die größte als auch weiterhin eine der am schnellsten wachsenden Fitnessstudioketten in Europa.



Das Discount-Modell

Vor der Fitnessbranche wurden bereits einige andere Branchen durch Spieler erobert, die sich auf eine möglichst weite Reduzierung der Kosten fokussieren. Einige Beispiele sind Ihnen sicherlich bekannt:



Wie auch die obigen Unternehmen hat Basic-Fit sich Gedanken darüber gemacht, was die Kunden wirklich von einem Fitnessstudio erwarten. Die Hauptkriterien für die Auswahl des Fitnessstudios sind die Kosten und die Lage, für einige zählen auch die Öffnungszeiten (z.B. für Schicht-Arbeiter, besonders aber auch für junge Leute). Nur verhältnismäßig wenige Nutzer legen dagegen einen großen Wert auf einen Pool oder ein Café.

Basic-Fit hat sich das zu Herzen genommen und verzichtet in seinen Clubs weitestgehend auf kostspielige Angebote wie Pool, Sauna, Tenniscourts oder Cafés und Kinderbetreuung. Der Fokus liegt dagegen auf qualitativ hochwertigen Trainingsgeräten. Dank seiner Größe ist Basic-Fit in der Lage, die Geräte günstiger einzukaufen. Durch die Nutzung von Technologie können außerdem 24/7 Öffnungszeiten angeboten werden,

ohne dass mehr Personal eingestellt werden muss. Im Schnitt wird ein Studio mit durchschnittlich über 3,000 Mitgliedern von weniger als drei Festangestellten betrieben. Falls die Kunden Interesse an Personal-Training haben, können sie dieses flexibel zubuchen.

Da Basic-Fit besonders die teuren Leistungen aus seinem Angebot entfernt hat, kann es eine Mitgliedschaft zu deutlich niedrigeren Preisen als die Wettbewerber anbieten. Der Beitrag für die Nutzung aller (!) Basic-Fit Studios liegt bei €20 pro Monat. In anderen Fitnessstudios zahlen Kunden dagegen schnell €50-60 pro Monat. Premium-Anbieter sind deutlich teurer (>€100).



Durch eine höhere Anzahl an Mitgliedern pro Fitnessstudio (denen nur sehr geringe zusätzliche Kosten entgegenstehen) gelingt es Basic-Fit außerdem, deutlich profitabler als die meisten Wettbewerber zu agieren. Während viele kleine Fitnessstudios nur gerade so profitabel wirtschaften, erreicht Basic-Fit eine EBITDA-Marge von 40% und Kapitalrenditen von 20-30% bei „reifen“ Clubs (diejenigen, die Anlaufphase hinter sich haben).

Uns gefällt besonders gut, dass das Management auch bei der Errichtung neuer Clubs die Profitabilität und nicht das reine Wachstum in den Vordergrund stellt. Es gibt ein klar definiertes Ziel für jeden neuen Club, eine (Vorsteuer-) Kapitalrendite von 30%. Dabei stützt das Unternehmen seine Analysen auf eine große Datenbasis. Auf diese Weise wird auch die größte Gefahr des schnellen Wachstums, die Auswahl der falschen Standorte, erheblich reduziert.

Mega-Trend Fitness - nicht aufzuhalten, auch nicht durch Corona!

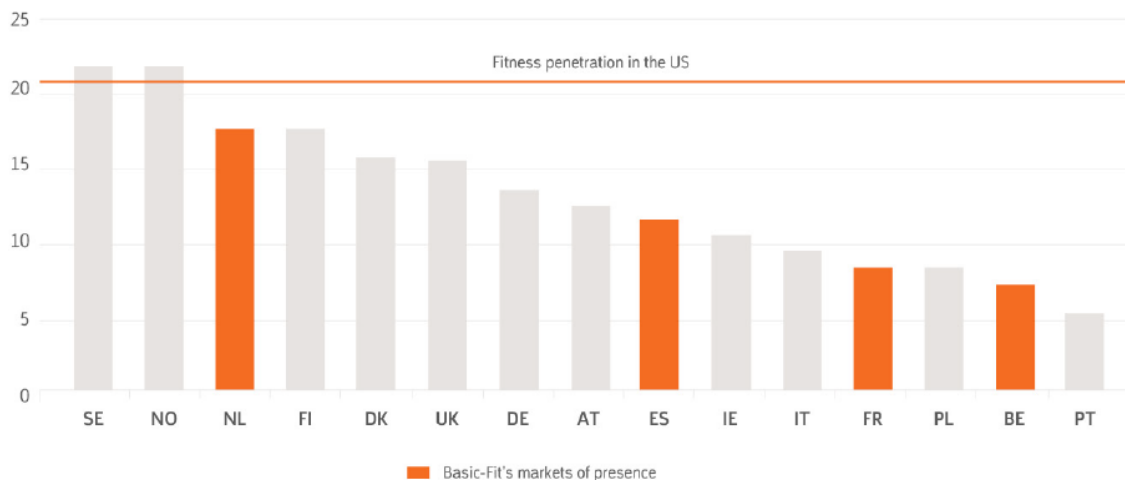
Während Fitnessstraining früher ein Nischensport war und eher als „Sport für Body-BUILDER“ beäugt wurde, ist es mittlerweile in der breiten Masse der Bevölkerung angekommen. In Deutschland hat sich der Anteil der Menschen, die in einem Fitnessstudio angemeldet sind, von 7% in 2008 auf knapp 14% in 2019 fast verdoppelt.

Auch für die Zukunft ist dank eines steigenden Gesundheitsbewusstseins in der Bevölkerung sowie einer Ausweitung der Angebote mit einem weiteren Anstieg der Fitnessstrebenden zu rechnen. Gerade in der jungen Generation ist der Anteil der Fitnessstudiogänger höher. Neben einem höheren Gesundheitsbewusstsein spielt hier auch das Aufwachsen mit und die Präsentation in sozialen Netzwerken (z.B. Instagram) eine Rolle.

Die Möglichkeit für zukünftiges Wachstum lässt sich unter anderem an der eher geringeren Fitnessstudiopenetration in Basic-Fits Kernmärkten ablesen. Die Penetration in den USA, einem deutlich weiter fortgeschrittenen Markt, sowie in den skandinavischen Ländern liegt bei über 20% (und wächst weiter). Dagegen liegt die Penetration in Belgien und Frankreich heute noch unter 10%. Gerade Frankreich ist dabei ein sehr großer Markt, der ein riesiges Potenzial bietet.

Membership penetration

(in %)



Wir schätzen, dass Basic-Fit die Anzahl der Fitnessstudios in seinen vier Kernmärkten mindestens verdoppeln, aber eher verdreifachen kann. Weiteres Potenzial besteht in der Erschließung neuer Länder, wobei der bestehende Wettbewerb natürlich eine große Rolle spielt. Hier sehen wir zum Beispiel Deutschland, ein eher reifer Markt als unattraktiv an, vor allem auch da hier bereits zwei große Niedrigpreis-Anbieter (McFit und FitX) vertreten sind. Darüber hinaus ist der Wettbewerb zwischen diesen Anbietern aus unserer Sicht sehr aggressiv und nicht immer rational, was auch zu einer geringeren Profitabilität führt.

Die obenstehende Grafik bietet eine weitere interessante Beobachtung. Die Penetration ist gerade in den Ländern hoch, in denen früh Discount-Anbieter aktiv gewesen sind, in den USA (viele, z.B. Planet Fitness), NL (Basic-Fit), UK (PureGym und The Gym Group) und auch DE (McFit und FitX). Tatsächlich wird das Marktwachstum besonders durch Fitnessketten, und gerade durch solche im Discount-Bereich, getrieben. Wir erwarten, dass Niedrigpreis-Anbieter auch in den nächsten Jahren das Wachstum anführen und ihre Marktanteile weiter stark ausbauen werden.

Gerade Fitnessstudios im mittleren Segment haben es dagegen schwer. Die Differenzierung gegenüber den Niedrigpreisanbietern ist häufig nicht hoch genug. Zunehmend weniger Kunden sind bereit, €60-70 pro Monat für ein Fitnessstudio mit einem Pool oder einer etwas intensiveren Betreuung zu bezahlen, wenn sie gleichzeitig für €20 eine Mitgliedschaft in einem Studio mit hochwertigem Equipment und 24/7 Öffnungszeiten erhalten.

Über längere Zeit erwarten wir eine Bereinigung des Marktes, in der einige Studios, gerade solche im mittelpreisigen Segment, weiter aus dem Markt verschwinden werden. Basic-Fit sollte hingegen weitere Marktanteile gewinnen können. Gerade die Corona-Krise und die Herausforderungen, die sie besonders für kleinere Fitnessstudios mit sich bringt, könnte diese Transformation erheblich beschleunigen.

In diesem Umfeld sehen wir die Marktposition von Basic-Fit auch im Vergleich zu anderen Ketten außergewöhnlich positiv. Das Unternehmen ist nicht nur der dominierende Spieler in seinen Märkten - in Belgien beträgt der Marktanteil rund 50%, in Holland sind es knapp 20% und in Frankreich ist Basic-Fit gerade zur #1 aufgestiegen und bietet deutlich günstigere Preise als die vier anderen Spieler in den Top 5. Es ist auch keiner der großen Discount-Anbieter in den Ländern von Basic-Fit aktiv (außer McFit mit ein paar Studios in Spanien) und momentan plant auch keiner eine Expansion in diese Regionen.

Neben der Eröffnung neuer Studios sehen wir ein erhebliches Potenzial in dem Angebot weiterer Produkte und Dienstleistungen. Bisher kommen gerade einmal 2-3% der Umsätze aus Einnahmen neben den Mitgliedschaftsgebühren. Das Potenzial über 2 Mio. Mitgliedern weitere Leistungen anzubieten, sollte aus unserer Sicht deutlich größer sein. Neben sehr naheliegenden Produkten, z.B. Ernährung oder Personal Training, kann die fitnessaffine Zielgruppe von Basic-Fit auch sehr wertvoll für Werbetreibende oder auch Forscher sein. Ein sehr interessantes Projekt in diesem Bereich ist das [The Mirai](#) in Oberhausen - hier investiert McFit eine riesige Summe (angeblich bis zu €150 Mio.) in den Aufbau des größten Fitnessstudios der Welt, auf Mitgliedschaftsgebühren soll aber verzichtet werden.

Bereits vor einigen Jahren hat Basic-Fit eine App in sein Angebot integriert, die den Mitgliedern zusätzliche Leistungen bietet (übrigens im monatlichen Beitrag enthalten). Mittlerweile wird sie von einem großen Teil der Mitglieder genutzt. Die engere Verknüpfung mit den Kunden sowie die Daten, die Basic-Fit aus der Nutzung der App erhält, haben einen erheblichen Wert. Das Thema „Omni-Channel“ wird in Zukunft auch in der Fitnessbranche immer wichtiger.

Die aktuelle Situation könnte zu einer Beschleunigung dieser Entwicklung beitragen. Gerade aufgrund seiner Größe und dem Vorteil, dass Kosten auf eine große Anzahl von Mitgliedern verteilt werden, kann Basic-Fit neben dem einfachen Zugang zu seinen Fitnessstudios auch online ein deutlich besseres Angebot für Mitglieder bieten. Beispielsweise wurde während der Schließung der Studios am 4. April der erste HOME GYM DAY organisiert. Laut Unternehmensangaben haben unglaubliche 800,000 Sportbegeisterte an diesem Event teilgenommen.

Neben der Möglichkeit, Einnahmen durch den Verkauf von zusätzlichen Angeboten über diesen Kanal zu generieren (es ist beachtlich, was Kunden teilweise bei anderen Anbietern zahlen), sollte die Nutzung mehrerer Services auch zu einer Stärkung der Bindung der Mitglieder führen. Letztendlich könnte Basic-Fit auf diese Weise seine Wettbewerbsvorteile weiter ausbauen und die Eintrittsbarrieren für neue Wettbewerber erhöhen.

Die Bewertung - gar nicht so sportlich

Um Basic-Fit bewerten zu können, ist es wichtig das Geschäftsmodell und die wichtigen Finanzkennzahlen zu identifizieren und zu verstehen. Dafür werfen wir nun einen Blick aus quantitativer Brille auf die Kennzahlen eines „typischen“ Fitnessstudios.

Das Errichten eines neuen Fitnessstudios erfordert eine hohe anfängliche Investition. Bei Basic-Fit belaufen sich die Kosten auf ca. €1,15 Mio. Nach einer (weniger profitablen) Anlaufphase von zwei Jahren hat ein Fitnessstudio im Durchschnitt 3,300 Mitglieder und erwirtschaftet damit einen jährlichen Umsatz von knapp €800 Tsd. Das „Club-EBITDA“ beträgt €395 Tsd., nach Abzug einiger zentraler Kosten liegt das EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) bei ca. €320 Tsd.

Übrigens kann Basic-Fit bereits mit etwas über der Hälfte der Mitglieder den Break-even erreichen. Dagegen werden viele Wettbewerber bereits mit 10% weniger Mitgliedern unter großen Druck geraten. Sollten sich die Mitgliederzahlen also nach der Corona-Zeit nicht nach unseren Erwartungen normalisieren, dann wird Basic-Fit voraussichtlich von einem geringeren Wettbewerb profitieren.

Aufgrund der hohen Anfangsinvestitionen und der damit verbundenen hohen Abschreibungen, die weit über den tatsächlichen Instandhaltungskosten der Fitnessstudios liegen, entsprechen die im Anschluss ausgewiesenen Gewinne des Unternehmens nicht den tatsächlichen Kapitalflüssen. Ein einfacher Bewertungsmaßstab wie ein KGV ist daher irreführend.

Darüber hinaus dauert es, wie bereits beschrieben, nach Öffnung eines Fitnessstudios ca. zwei Jahre, bis die volle Mitgliederanzahl erreicht wird. Aufgrund des schnellen Wachstums der letzten Jahre befinden sich aktuell nur etwas mehr als die Hälfte der Clubs im reifen Stadium. Vor Corona hätten wir daher erwartet, dass das EBITDA in den nächsten zwei Jahren um 70% steigen wird, ohne dass neue Fitnessstudios geöffnet werden.

Für die folgende Bewertung nehmen wir an, dass alle Clubs den reifen Status erreicht haben. Außerdem berücksichtigen wir den Unterschied zwischen den Abschreibungen und den niedrigeren Instandhaltungsinvestitionen. Wir haben die Aktien in unserem Fonds zu einem **durchschnittlichen Preis von ca. €18** erworben. Bei einer Rückkehr der Mitgliederzahlen zu den Zahlen vor der Corona-Krise entspricht dieser Preis einer **zweistelligen Free Cash Flow-Rendite**.

Für das unzyklische Geschäftsmodell von Basic-Fit finden wir diese Bewertung viel zu niedrig. Aus unserer Sicht ist allein die Ertragskraft der aktuellen Studios über €30 pro Aktie wert. Das Wachstum wird dabei gar nicht bewertet. Allerdings plant Basic-Fit auch in den nächsten Jahren 150 neue Fitnessstudios pro Jahr zu öffnen. Bei der aktuellen Basis von ca. 800 Fitnessstudios entspricht das einem Wachstum von knapp 20%. Und dieses Wachstum ist hochprofitabel.

Die Probleme des stationären Einzelhandels, die durch einen von der aktuellen Situation vorangetriebenen Wandel hin zum Online-Handel, stark ansteigen werden, werden voraussichtlich zu einer Vielzahl von Freiflächen in attraktiven Lagen führen. Die Vermieter werden händelnd nach verlässlich zahlenden neuen Mietern für diese Flächen suchen. Heutzutage gibt es allerdings wenige. Basic-Fit wird dabei eine außergewöhnliche Situation als einer der wenigen sehr beliebten Mieter einnehmen. Wir erwarten, dass das Unternehmen nicht nur sehr attraktive Flächen, sondern auch außerordentlich attraktive Mietverträge angeboten bekommen wird. Dank einer erfolgreichen Kapitalerhöhung im Juni hat Basic-Fit auch das notwendige Geld, um die sich bietenden Möglichkeiten zu nutzen.

Selbst unter einer konservativen Einbeziehung des Wachstumspotenzials liegt der **faire Wert aus unserer Sicht bei über €60 pro Aktie und damit über 150% über dem heutigen Preis**. Darüber hinaus sehen wir erhebliches weiteres Potenzial, z.B. aus der erfolgreichen Entwicklung des Angebots weiterer Produkte und Dienstleistungen. Mit seiner Basis von über 2 Mio. Mitgliedern und einer App mit entsprechend vielen Nutzern ist Basic-Fit in diesem Bereich so vielversprechend aufgestellt wie nur wenige Unternehmen im Fitness-Bereich.

Gefahren durch Corona

Natürlich ist ein Investment in eine Fitnessstudiokette gerade heute mit Risiken verbunden. In den letzten Monaten, vor allem kurz vor der Schließung der Studios bzw. dem Einfrieren der Beiträge, haben einige Mitglieder ihre Mitgliedschaft gekündigt. Dagegen hatte Basic-Fit, während die Fitnessstudios geschlossen waren, quasi keine Möglichkeit, neue Mitglieder anzuwerben.

Unsere oben dargestellte Bewertung beruht auf der Annahme, dass die existierenden Basic-Fit Studios in den nächsten Jahren wieder zu den Mitgliederzahlen vor Corona zurückkehren werden. Auf den ersten Blick gibt es gute Gründe dagegen. Viele Leute haben sich während der Schließung der Studios zu Hause fit gehalten. Die Aufrufzahlen von Youtube-Stars wie Pamela Reif, Mady Morrison oder Sascha Huber boomen, die Bestellungen von Heimtrainings-Equipment ebenfalls. Außerdem drängen immer mehr Startups mit alternativen Angeboten in den Markt (z.B. Peloton oder Mirror).

Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass diese Angebote die Mitgliedschaft in einem Fitnessstudio gänzlich ersetzen werden, zumindest nicht für einen großen Teil der Bevölkerung. Selbst wenn einige Leute sich entschließen, auch in der Zukunft 2x in der Woche zu Hause Yoga zu machen, werden viele dennoch weiterhin an 1-2 Tagen pro Woche die Möglichkeiten eines Fitnessstudios nutzen wollen. Die Positionierung im Discount-Bereich sehen wir hier als großen Vorteil. Einige Leute werden sich fragen, ob sie noch bereit sind €60 zu zahlen, wenn sie ihr Fitnessstudio seltener nutzen. €20 hingegen scheinen auch dann vertretbar.

Auch die ersten Daten nach den Wiederöffnungen sind positiv. Der Wettbewerber PureGym hat im Mai berichtet, dass die Anzahl der Mitglieder in den bereits früher geöffneten Clubs in der Schweiz bereits wieder über 90% liegt (und seit Öffnung gestiegen ist). Basic-Fit selbst hat Anfang Juni berichtet, dass sie nach der Öffnung der Clubs in Frankreich mehr Neukunden gewinnen konnten als sie Kündigungen hinnehmen mussten.

Auch in wirtschaftlichen Krisenzeiten tendieren Fitnessbegeisterte dazu nicht ganz auf ihre Fitnessstudio-Mitgliedschaft zu verzichten. Während der Finanzkrise ist z.B. die Anzahl der Mitglieder in Deutschland mit beeindruckenden Raten gewachsen. Eine Analyse der Zahlen von McFit zeigt, dass auch in dieser Zeit gerade Discount-Anbieter deutlich über dem Markt gewachsen sind. Die Positionierung im Niedrigpreis-Segment bietet aus unserer Sicht einen Schutz, da einige Leute womöglich zu einem günstigeren Anbieter wechseln werden, wenn das Geld knapper oder die Unsicherheit über die Zukunft höher wird.

Insgesamt schätzen wir, dass Basic-Fit seit März ca. 10-15% der Mitglieder verloren hat. Wir erwarten, dass sie in der Lage sein werden, einen Großteil der Mitglieder nach einer Normalisierung zurückzugewinnen. In einem positiven Szenario könnte die aktuelle Situation sogar zu einer weiteren Sensibilisierung des Gesundheitsbewusstseins führen (die stärkste Verteidigung gegen das Virus ist ein fitter Körper) und die Fitnessstudiopenetration mittelfristig erhöhen.

Letztendlich bietet der Preis, den wir bezahlt haben, eine sehr hohe Sicherheitsmarge. Sollten doch - entgegen der bisherigen Datenpunkte - mittelfristig deutlich weniger Leute in die Fitnessstudios zurückkehren, dann haben wir selbst unter Betrachtung des großen operativen Hebels (Basic-Fit kann kaum Kosten sparen und daher werden die Ergebnisse von fallenden Umsätzen besonders hart getroffen) nicht zu viel bezahlt.

Aktuell sind alle drei Tranchen unseres Fonds für Investitionen geöffnet:

Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren können ab einer Mindestanlagesumme von EUR 10.000 zusätzliche Fondsanteile ordern. In die -R- Tranche kann ohne Mindestanlagesumme investiert werden. Bei der -I- Tranche liegt die Mindestanlagesumme für neue Investoren bei EUR 200.000. Bestehende Investoren der -I- Tranche können ohne Mindestbetrag zusätzliche Fondsanteile ordern.

Die jeweilige Tranche finden Sie über die folgenden **Wertpapierkennnummern**:

-S- Tranche: A2JF8Z -R- Tranche: A2JQHQ -I- Tranche: A2N811

Netto-Performance-Zahlen (inkl. Ausschüttung), nach Abzug aller Kosten, der -S-, -R- und -I- Tranchen:

	-S- Tranche	-R- Tranche	-I- Tranche	MSCI Europe S&M Cap
2018	-2,9%*	-2,5%**	-	-17,2%*
2019	+10,3%	+9,2%	+8,3%***	+30,6%
2020 H1	-9,5%	-10,0%	-9,8%	-15,3%
Seit Auflage	-3,0%	-4,0%	-2,3%	-8,4%*

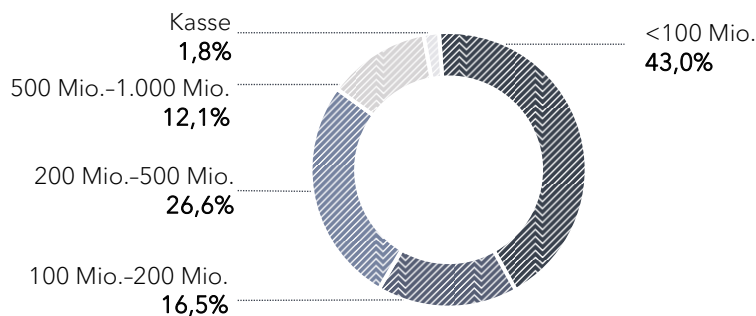
* Seit Auflage der -S- Tranche am 02. Juli 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 6 Monate). ** Seit Auflage der -R- Tranche am 07. September 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 4 Monate). *** Seit Auflage der -I- Tranche am 02. Januar 2019 bis Jahresende 2019.

Notiz: Aufgrund der ungleichen Startzeitpunkte und Gebührenstrukturen kann es zu Abweichungen in der Performance der einzelnen Tranchen kommen.

Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung zum 30. Juni 2020:

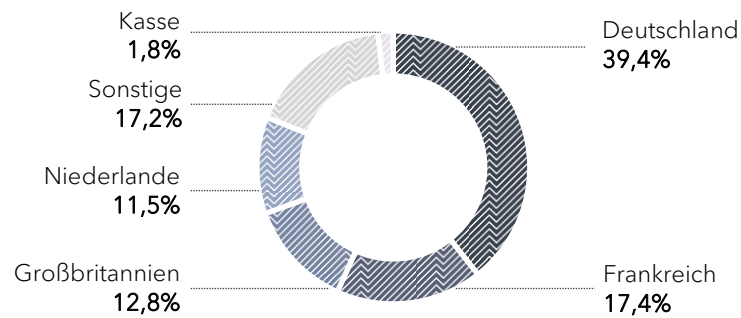
1	Akwel	8,9%	6	Tick Trading Software	4,2%
2	Sto	7,4%	7	Serviceware	4,1%
3	Basic-Fit	6,8%	8	Italian Wine Brands	3,8%
4	Gamesys	5,3%	9	Koenig & Bauer	3,7%
5	Ferronordic	5,3%	10	Traumhaus	3,6%

Allokation nach Streubesitz-Marktkapitalisierung (EUR) zum 30. Juni 2020:

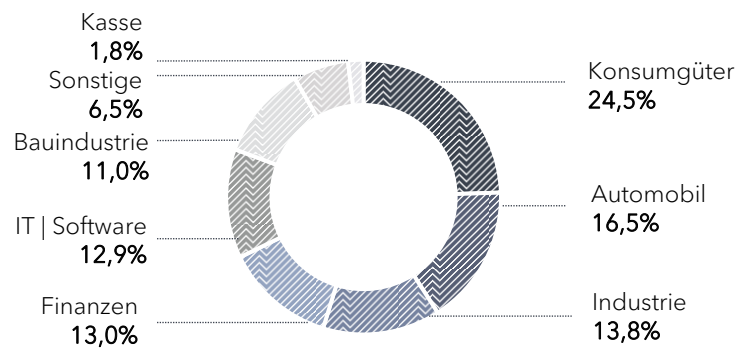


Allokation nach Aufgeland und Branchen zum 30. Juni 2020:

ALLOKATION NACH AUFLAGELAND



ALLOKATION NACH BRANCHEN



Disclaimer/Impressum

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, die „KI“ richtet sich an natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.

Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Auch wurde Sie nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „KI“ nicht berücksichtigt.

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken - z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko - und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt: <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/>

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 21. Juli 2020

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Kurfürstendamm 11, 10719 Berlin, handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.