

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

These:

Wir schlagen eine Investition in Aktien der Gesellschaft Fogo de Chao (Fogo) vor, einer börsennotierten Steakhouse-Kette. Aus unserer Sicht ist Fogo aktuell fair bewertet mit einer Tendenz zu einer leichten Unterbewertung aufgrund der aktuellen Probleme der brasilianischen Wirtschaft. Durch die zukünftigen Wachstumschancen, mit einem überlegenen Konzept gegenüber klassischen Steakrestaurants und besserer Kostenstruktur, bietet sich die Chance ein Wachstumsunternehmen in der Anfangsphase zu einem angemessenen Preis zu erwerben.

Unternehmensbeschreibung:

Fogo de Chao ("Fogo") ist eine führende brasilianische Steak-House-Kette. Fogo

betreibt 37 Restaurants, davon 26 in den USA, 10 in Brasilien und 1 Joint Venture in Mexiko. Das Unternehmen bietet authentische brasilianische Küche auf sehr hohem Niveau. Das einzigartige Gastronomiekonzept führt zu einer hohen Kundenfrequenz und zu stabilen Durchschnittsumsätzen pro Besucher. Gepaart mit unterdurchschnittlichen operativen Kosten, erzielt Fogo branchenführende Margen und Renditen auf das investierte Kapital. Mit lediglich 26 Restaurants in den USA bieten sich Fogo zahlreiche Wachstumsmöglichkeiten durch eine weitere Expansion in den USA und international. Außerdem wurden Initiativen, wie das Sonntagslunch gestartet, um weiteres Wachstum auf vergleichbarer Fläche zu erzielen. Fogo hat das erste Restaurant in Brasilien in 1979 eröffnet und bislang kein Restaurant geschlossen.

Aktueller Kurs	\$ 15,82
* Aktienzahl (Mio.)*	<u>28,5</u>
= Marktkapitalisierung (Mio.)	\$ 451
+ Minderheitsanteile	\$ 2
./. Kasse (Mio.)	\$ -25
+ Bankverschuldung (Mio.)	<u>\$ 165</u>
= Enterprise Value (Mio.)	\$ 593
*inkl. Optionen	

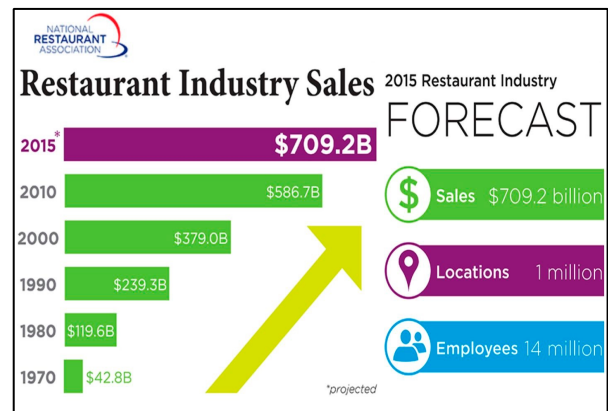
	Fogo de Chao		
	2015	2016	2017
T\$			
Umsatz	273.000	314.400	352.900
EBITDA	54.495	63.396	71.674
<i>EBITDA-Marge</i>	20,0%	20,2%	20,3%
EBIT	38.115	44.532	50.500
Jahresüberschuss	23.525	27.519	31.234
EV/EBITDA	10,9x	9,4x	8,3x
EV/EBIT	15,6x	13,3x	11,7x

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

Wesentliche Ergebnisse:

1) Wettbewerbsintensive Branche mit gewisser Trendabhängigkeit:

Knapp 3,8% Umsatzwachstum für 2015, so lautet die Prognose der NRA für die Restaurantbranche in den USA. Bei einer erwarteten Inflationsrate von 1,5% handelt es sich auch real um eine deutliche Steigerung. Wie man an der Grafik gut erkennen kann, ist dieser Wachstumstrend seit Jahrzehnten intakt. Das liegt hauptsächlich an drei Faktoren. Die Bevölkerung in den USA wächst, es ist immer mehr Geld für den privaten Konsum vorhanden und die Zahl der Touristen steigt kontinuierlich (2015: 76 Mio. Touristen; 2003: 41 Mio.).



Quelle: Fogo de Chao Investor Presentation

Auch gesamtwirtschaftlich hat die Branche mittlerweile eine große Bedeutung erlangt. So arbeitet einer von zehn Amerikanern in der Restaurantbranche.

Trotz des anhaltenden makroökonomischen Rückenwinds ist die Restaurantbranche hart umkämpft. Es gibt keine Markteintrittsbarrieren, prinzipiell kann sich jeder mit einem Restaurant selbstständig machen. Zudem unterliegt diese Branche einer gewissen Trendabhängigkeit der Konsumenten, sodass sich insb. langfristig größere Ketten durchsetzen, die den Geschmack eines breiten Publikums treffen.

Aufgrund der Größe unterteilt man die Restaurantbranche in Unterkategorien. Fogo de Chao befindet sich in der Kategorie Full-Service Steakhouse. Diese Unterkategorie konnte in 2013 die Umsätze sogar um 6,5% steigern und damit deutlich stärker als der Rest der Branche. Somit befindet sich Fogo in einer wachstumsstarken Nische, die jedoch auch das anspruchsvollste Publikum bedient.

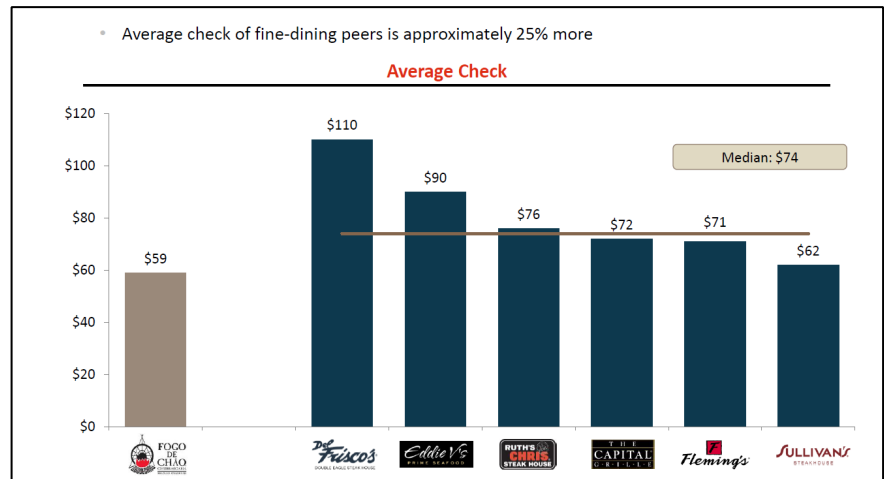
2) Attraktives Geschäftsmodell mit branchenführenden Margen:

Hohe Attraktivität für Kunden durch geringe Durchschnittsrechnungen und Erlebnischarakter

Im Restaurant wird dem Gast ein traditionell brasilianisches Essen (Churrascaria) in einem All-you-can-eat Format angeboten. Bei Churrascaria handelt es sich um verschiedene, über offenem Feuer gegrillte, Fleischsorten, die von den Gauchos direkt am Tisch in der gewünschten Garstufe serviert werden. Damit steht dem Gast im Gegensatz zu einem traditionellen Steakhouse eine wesentlich größere Auswahl zur Verfügung. Die Beilagen sind in einem Selbstbedienungsbuffet aufgebaut und können saisonal angepasst werden. Die Kombination aus High-End Steakrestaurant und All-you-can-eat Format stellt für Gäste ein überlegenes Angebot dar. Sie genießen nicht nur so viel Fleisch in

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

höchster Qualität wie sie wollen, sondern zahlen auch noch deutlich weniger als bei der Konkurrenz. Im Jahr 2014 lag die Durchschnittsrechnung des Gastes bei \$59 und ist damit rd. 20% unterhalb der Peer Group. Dieser Kostenvorteil für den Gast gepaart mit einer höheren Produktauswahl lässt das Geschäftsmodell von Fogo de



Quelle: Fogo de Chao Investor Presentation

Chao gegenüber klassischen Steakhäusern überlegen erscheinen. Bestätigt wird dieser Eindruck auch durch die zahlreichen Tripadvisor Bewertungen die im Schnitt bei 4,5 von 5 Punkten liegen.

Kostenvorteile im Personal durch Doppelrolle Bedienung/Koch

Eine weitere Stärke von Fogo de Chao liegt in den Lohnkosten für Personal, die lediglich 23,3% vom Umsatz betragen und verglichen zur Konkurrenz mit 32% äußerst niedrig sind.

Wie gelingt Fogo dieses Kunststück? Durch die Doppelrolle der Servicekräfte als „Koch“ und Bedienung sind die „Back of the house“ Kosten wesentlich geringer als bei einer klassischen Personaldecke. Durch intensive Schulungen gehen diese Servicekräfte kostensensibel in der Fleischzubereitung und -verwertung um. Zudem nutzt Fogo einfache Zubereitungstechniken, die hoch automatisiert ablaufen und weniger Raumbedarf in der Küche erfordern. Damit bleibt mehr Platz in den Restaurants für weitere Tische. Das rationelle „Mies en plas“, verbunden mit der Buffetform der Beilagen, spart noch weitere Kosten ein und bietet, wie oben bereits erwähnt, außerdem die Möglichkeit kostensensibel saisonale Produkte anzubieten.

Was ist das Ergebnis aus diesen Prozessen? Im letzten Jahr konnten durch diese Maßnahmen die direkten Restaurantkosten um \$2,7 Mio. bzw. 11,7% ggü. dem Vorjahr gesenkt werden. Zwar stiegen YTD die gesamten Personalkosten um 15,6% ggü. dem Vorjahr an. Dies resultiert aber zum größten Teil aus dem IPO und der damit verbundenen Auflösung des Managementvertrags mit dem PE-Investor. Dadurch wurde eine einmalige Vertragsauflösungsgebühr von \$7,8 Mio. fällig.

	Fogo de Chao	Ruth's Hospitality Steakhouse	Bravo Brio	Blooming Brands	Del Frisco's
Total Restaurant Operating Costs	67,5%	76,6%	84,8%	83,5%	75,5%
Nettogewinnmarge	8,6%	6,8%	2,4%	2,8%	4,9%

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

Wie sieht die Kostenstruktur im Vergleich zur Konkurrenz aus? Man sieht anhand der Tabelle gut, dass sich Fogo de Chao auch im Peer-Vergleich sehr gut schlägt. Damit haben sie aus unserer Sicht einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz.

Fazit: Kombiniere hohe Durchschnittsumsätze mit einer schlanken Kostenstruktur und man erhält eindeutige USPs, die nur schwer von Konkurrenz zu kopieren sind. Mit Fogo de Chao haben wir diesen Kandidaten gefunden.

3) Hohes Wachstumspotenzial durch Eröffnung neuer Restaurants:

Fogo de Chao hat in 1997 in den U.S.-Markt expandiert. Als gründergeführtes Unternehmen ist es anschließend nur langsam gewachsen. Der Fokus lag vielmehr auf der Optimierung der Cash Generierung bestehender Restaurants. Seit 2007 ist Fogo im Besitz von Private-Equity Gesellschaften, die für das Wachstum von 11 auf aktuell 37 Restaurants verantwortlich waren. Im Schnitt wurden somit 3-4 neue Steakhäuser pro Jahr eröffnet. Mit aktuell 26 U.S.-Restaurants bieten sich noch ausreichend Wachstumschancen für die Zukunft. Nehmen wir als Beispiel die direkten Wettbewerber von Fogo: Es gibt 122 Ruth's Chris, 66 Morton's, 60 Fleming's und 53 Capital Grille. Das Management plant ein Restaurantwachstum von 10% p.a. und neue Joint Ventures international. Damit müssten 4-5 neue Steakhäuser pro Jahr eröffnet werden. In 2015 wurde der Geschäftsbetrieb bereits in 2 Restaurants aufgenommen und 3 weitere folgen noch in diesem Jahr. Für 2016 wurden bereits Leasingverträge für 5 Gebäudeflächen unterzeichnet, sodass auch in 2016 das geplante Wachstum erreicht werden sollte. Vor dem Hintergrund der erfolgreichen Eröffnungen in der Vergangenheit und der hohen Restaurantzahl der Konkurrenten, erscheint die Wachstumsstrategie des Managements realisierbar. International, außerhalb der USA und Brasilien, hat das Unternehmen sein erstes Joint Venture in Mexico City in 2015 eröffnet. In 2016 soll ein weiteres JV in Dubai folgen. Die Konditionen der JV-Verträge sind für Fogo sehr attraktiv. Fogo muss zunächst kein Kapital für den Bau des Restaurants aufwenden, sondern stellt lediglich das Konzept und das Personal (Gauchos) zur Verfügung. Dafür erhält Fogo eine einmalige Eröffnungsgebühr. Im laufenden Betrieb erhält das Unternehmen eine 3% Markengebühr p.a. und die Hälfte der Gewinne vom JV-Partner, nachdem sich dessen Anfangsinvestition amortisiert hat. Jedes JV wird damit \$1-1,5 Mio. an Gewinnen beisteuern und dies ohne jegliche Kapitalkosten seitens Fogo.

Fogo will auch das Wachstum auf vergleichbarer Fläche aufrechterhalten. Dazu wurden verschiedene Initiativen gestartet. Das Ziel ist zumindest niedrige einstellige Wachstumsraten zu erreichen. Die erste Maßnahme ist die Einführung von Happy Hours und Weinverkauf auch in einzelnen Gläsern. Alkohol trägt bei Fogo nur rd. 15% am Umsatz bei im Vergleich zu 25%-30% bei der Konkurrenz.

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

Somit besteht hier durchaus Potenzial Umsatzwachstum zu generieren. Eine weitere Maßnahme besteht in der Einführung des Sonntagslunchs im 2. Quartal 2015. Bislang sind die Erfahrungen damit positiv, da es nicht die Abendumsätze (Dinner) unter der Woche kannibalisiert, sondern zusätzliche Gäste, wie Familien, anlockt. Außerdem ist der Durchschnittsumsatz pro Gast am Sonntag bislang höher und trägt somit überproportional zum Gesamtumsatz bei. Darüber hinaus hat Fogo de Chao ein Vertriebsteam aufgebaut, um die Attraktivität des Geschäftsessens zu verstärken. Aktuell haben 85% der Restaurants einen Vertriebsmanager. Bis Ende 2015 sollen es 100% der Restaurants sein. Aus unserer Sicht macht diese Maßnahme Sinn, da Geschäftsleute mit einer Durchschnittsrechnung von \$68 rund 15% mehr ausgeben als der Durchschnittsgast von Fogo de Chao.

4) Risiken:

a) Großaktionär PE-Investor mit alleiniger Entscheidungsmacht

Wie bereits erwähnt, ist Fogo de Chao i. W. im Besitz des Private Equity Investors Thomas H. Lee Partners (80% Anteil). Die Historie bei Fogo de Chao lässt bislang kein Urteil zu, ob es sich um einen Shareholder-freundlichen Hauptaktionär handelt. Eine Investition birgt somit das Risiko, dass sich der Investor auf Kosten der Kleinaktionäre bereichert. Da jedoch die Erlöse von \$88 Mio. mit dem IPO zur tlw. Schuldentilgung und für Wachstumsinvestitionen und nicht zum Cashout für den Investor genutzt wird, gibt uns einen gewissen Komfort, dass die Interessen vom PE-Investor und von Kleinaktionären gleichgerichtet sind. Außerdem gilt es zu beachten, dass Thomas H. Lee Partners etwa \$7,6 pro Aktie für das Unternehmen in 2012 gezahlt hat. Damit ist die Rendite natürlich bereits ansehnlich, für Private Equity Verhältnisse aber kein Home Run. Auch aus diesem Grund ist das Interesse von Thomas Lee Partners den Shareholder Value von Fogo weiter zu steigern.

b) Steigende Rohstoffpreise (insb. Fleisch)

Fleisch ist mit 57%-Anteil an den Essens- und Getränkekosten (17%-Anteil am Umsatz) der wesentliche Faktor. In den letzten Jahren sind die Fleischpreise deutlich angestiegen, was Druck auf die Kosten von Fogo de Chao ausübte. Doch trotz dieses Gegenwinds schaffte es das Management im selben Zeitraum die Herstellungskosten des Umsatzes um 1,7% zu senken. Dieses Kunststück gelang durch eine Verschiebung des Angebotsmix zu mehr Schweine- und Hühnerfleisch. Außerdem wurden, wie bereits oben erwähnt, Initiativen gestartet, die die Fleischverwertungsrate erhöhen und den Abfall reduzieren. Auch in Zukunft können sich steigende Preise für Fleisch oder andere Lebensmittel negativ auf die Kosten von Fogo auswirken. Aufgrund des nachgewiesenen guten Kostenmanagements ist für uns dieses Risiko jedoch vertretbar.

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

c) Wechselkursrisiko

Fogo hat 12 Restaurants in Brasilien und unterliegt damit einem Wechselkursrisiko ggü. dem bras. Real, der in letzter Zeit deutlich abwertet. Fogo plant dieses Risiko in Zukunft tlw. zu hedgen. Außerdem wird aus unserer Sicht dieses Risiko immer geringer, da sich der wesentliche Umsatzanteil mehr und mehr Richtung USD verschiebt.

e) Reputations- / Qualitätsrisiken

Die Reputation einer Restaurantkette ist essentiell und zieht bei einem positiv behafteten Image mehr Kunden an. Im Falle von Fogo de Chao wurde die Marke sorgsam und langfristig aufgebaut, wodurch eine hohe Kundenloyalität aufgebaut werden konnte. Damit geht jedoch auch ein höherer Anspruch einher, dem das Unternehmen durch eine ausgezeichnete Fleischqualität und einen überzeugenden Service gerecht werden muss. Eine beschädigte Reputation z.B in Folge von Hygienemängel stellt ein erheblicher Risiko dar, da dies direkt Einfluss auf den Umsatz hat. Burger King spürte bspw. wie schnell die Reputation im F&B Bereich in Folge des YI-Ko Skandals in Deutschland unter Druck gerät.

f) Liquiditätsrisiko

Bei Fogo de Chao handelt es sich aktuell noch um einen marktengen Wert mit vglw. geringem Free Float. Daher können bereits kleine Börsenumsätze zu großen Marktschwankungen führen.

5) Bewertung:

Aktuell bezahlt man für 39 Bestandsrestaurants (+2 Joint Ventures) einen Unternehmenswert von rd. \$590 Mio. Das entspricht etwa \$15 Mio. pro Restaurant und einem KGV von 20-25 und wirkt auf den ersten Blick sehr viel. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass neue Restaurants für \$4-4,5 Mio. eröffnet werden können und sich diese innerhalb von 5 Jahren amortisieren. Damit wird sich die Bewertung im Laufe der Expansion auf einen KGV von 5 hin entwickeln. Damit stellt sich insbesondere die Frage, ob das Restaurantwachstum in der Zukunft erfolgreich umgesetzt werden kann. Wir haben in unserer indikativen Bewertung auf Seite 1 ein Wachstum von 5 Restaurants pro Jahr unterstellt. Dieses Wachstum konnte auch in der Vergangenheit realisiert werden. Für 2016 wurden dazu bereits ausreichend Immobilien Leasingverträge abgeschlossen. Damit sollte ein Gewinnwachstum von 15-20% p.a. über die nächsten Jahre erreicht werden können, sodass die aktuelle Bewertung als fair bezeichnet werden kann.

Fogo de Chao (FOGO) - Long Idee

6) Anhang:

Peer Group

	Fogo de Chao	Ruth's Hospitality Steakhouse	Bravo Brio	Blooming Brands	Del Frisco's
Marktkapitalisierung in Mio.	468	576	191	2.470	308
EV/EBITDA	10,62x	9,8x	6,7x	8,2x	7,2x
Umsatzwachstum 2014	19,6%	7,0%	-0,7%	7,6%	11,0%

Geschäftskonzept und regionaler Überblick der Restaurants

