

	2016	2019	2023('E)	cagr ('16 vs '23)
# leden	1.210.000	2.220.000	3.800.000	17,8%
# clubs	419	784	1.400	18,8%
# leden p. club	2.888	2.832	2.714	-0,9%
gem. yield p. lid	233	246	282	2,8%
# aandelen	54.670.000	54.670.000	66.000.000	
prijs aandeel einde jaar	16	33	26	7,2%
Aandelen waarde	874.720.000	1.804.110.000	1.716.000.000	
Netto Schuld	206.000.000	450.900.000	840.000.000	
Bedrijfswaarde	1.080.720.000	2.255.010.000	2.556.000.000	
Underlying EBITDA	74.400.000	151.300.000	260.000.000	
Leverage	2,8	3,0	3,2	
Bedrijfswaarde EBITDA x	14,5	14,9	9,8	
Netto schuld p. club	491.647	575.128	600.000	
EBITDA p. club	177.566	192.985	185.714	0,6%
Opex	184.600.000	363.900.000	779.329.897	
Opex p. club	440.573	464.158	556.664	3,4%
Waarde p. lid	893	1.016	673	
Waarde lid als # x yield	3,8	4,1	2,4	
Waarde p. club	2.579.284	2.876.288	1.825.714	
3m euribor einde jaar	-0,32%	-0,38%	3,90%	4,2% (delta)
CPI	100,3	104,6	125,1	3,2%

Overzicht ontwikkeling Basic Fit en macro economische indicatoren

Prijs aandeel voor eind 2023 aangepast naar 5 jan. 2024

Eva 8 jan. 2024

Bovenstaande tabel geeft een aantal indicatoren weer om de waarde van BF te meten in 2016, 2019 en 2023. Daarnaast een tweetal macro indicatoren (rente en inflatie) om de prestatie van het aandeel verder te kunnen verklaren.

Het overzichtje geeft een aardige terugblik op de afgelopen jaren (sinds de beursgang) en mogelijk wat richting voor wat we in 2024 kunnen verwachten. Corona jaren bewust achterwege gelaten (en ja die hebben pijn gedaan).

EBITDA is in de afgelopen 7 jaar sterk gegroeid factor 3,5x (cagr 19,5% p.j.). Echter, in dezelfde periode is de EBITDA per club jaarlijks met maar 0,6% gegroeid. Gecorrigeerd voor inflatie is EBITDA per club met 2,6% per jaar gekrompen in deze periode.

De aanname dat het gemiddeld aantal leden per club groeit naarmate de samenstelling van de portefeuille een meer 'mature' karakter krijgt lijkt een misvatting: het gemiddeld aantal leden per club is gedaald.

Een club resp. lid wordt nu aanzienlijk lager gewaardeerd dan in 2016 en 2019. Oorzaken zijn: (i) lagere club bezetting, (ii) lagere winstmarges en (iii) hogere vergoeding voor kapitaal (rente/wacc). Deze laatste heeft de grootste invloed op de afwaardering.

Aardig feitje. Op basis van 2019 'metrics' (aantal leden per club & underlying EBITDA marge) zou 2023 een EBITDA van grofweg €50mm hoger kunnen hebben laten zien. De lagere club bezetting is hiervoor 60% debet aan. Het overige verklaart zich door stijgende kosten. Hoofddorp wil ons doen geloven dat kosteninflatie de grote boosdoener is maar dat is de helft (of eigenlijk 40%) van het verhaal.

De leverage is gestegen maar door de aantrekkelijke rente op de convertible (zomer '21) is de gewogen rentemarge geen reden tot zorg. De CB geeft nu een effectieve yield van ca. 10% (indien geput zomer 2026). Hebben we ook een idee wat (achtergestelde) schuld nu kost voor BF.

Conclusie

Het einde van de periode van 'gratis geld' en de recente relatief hard opgelopen opex laten zien dat de markt t.o.v. eerdere jaren nu een lagere waarde toekent aan een lid en/of club. De yield-multiple waarop een lid is gewaardeerd is nog harder gedaald (omdat ook nog eens het gem. # leden per club is gedaald).

Waarom dan nog wel een (bescheiden) koerswinst (sinds IPO)? Dit komt door het openen van clubs. De geschatte waarde van een mature club is ca. 1,7x intrinsieke waarde (bouwkosten en aanloopverlies) van een greenfield club.

O.b.v. van een ingeschatte waarde van een mature club van €2,25mm (ja velen zullen dit niet met me eens zijn maar de levensduur van equipment is bijv. al verlengd en dat doe je niet uit weelde) is een mature club ca. 8x underlying EBITDA waard. In de huidige portefeuille mix kent de markt een gemiddelde club nu een waarde toe van €1,8mm (koers €26).

	# clubs	waarde
mature	900	2.250.000
immature	300	1.750.000
geopend t-1	200	1.450.000
Portefeuille waarde	1.400	2.840.000.000
Gemiddelde club waarde		2.028.571
Netto schuld		-840.000.000
Waarde aandeelhouders		2.000.000.000
Waarde per aandeel		30

# clubs	# leden
900	3.100
300	2.250
200	1.700
1.400	3.805.000

NB: Inschatting (FYE '23) Eva zonder concrete onderbouwing

De bovenstaande tabel probeert een inschatting te maken of die huidige gemiddelde waarde per club te verdedigen is. Mijn inschatting is ca. €0,2mm hoger dan wat de markt nu toekent aan waarde aan een gemiddelde club. Dit komt overeen met ca. 11x 2023 EBITDA. Dat laatste lijkt hoog maar is te verdedigen doordat ik er vanuit ga dat de EBITDA voor 2024 zowel absoluut als relatief (licht marge herstel) zal groeien. Daarnaast als je voor 2024 naar de netto kasstroom (na rente) maar voor expansie capex kijkt dan krijg je als aandeelhouder al ca. 7,5% direct rendement.

De rechter kleinere tabel geeft ook een aardig beeld van leden per club per resp. levensfase. Opvallend is dat mature clubs gemiddeld minder leden kennen én dat de clubs die ouder dan 1,5 jaar zijn kampen met een onderbezetting. Het impliceert ook dat de 500 immature clubs een negatieve/geen EBITDA bijdrage hadden in 2023. Note: management beweert dat de mature clubs meer leden kennen, dat zou dan betekenen dat het restant een lagere bezetting kent.

Voor degene waar het glas halfvol is: er is nog veel upside de komende jaren (€0,4mm per gemiddelde club). Rekening houdend met de schuld is bij een koers van €26 het aandeel te splitsen in €16 aan intrinsieke dekking en €10 aan goodwill. Anders gezegd van de totale huidige waardering op 10x EBITDA is 'slechts' 30% goodwill (3x EBITDA) en dat geeft al een direct yield van ca. 7,5%.

Voor degene waar het glas halfleeg is: BF krijgt haar clubs niet op een goede bezetting. Leden groei blijft zwaar achter op haar interne doelstellingen. Het potentieel is in veel mindere mate aanwezig dan wordt verondersteld. Het lijkt er niet op dat de interne ROCE van 30% na jaar 3 voor een groot deel van de clubs behaald wordt. De (indirecte) yield over de afgelopen 7 is voor een groeiaandeel laag zeker gecorrigeerd voor inflatie.

Vooruitzichten/verwachting 2024:

- Door lagere GWL uitgaven zou de underlying EBITDA marge licht kunnen herstellen;
- Bij 200 nieuwe clubs (nog) niet zelf-financierend (absolute schuld stijgt, leverage daalt);
- Afhankelijk van prijsbeleid lichte toename (herstel) van gemiddeld aantal leden per club;
- Nu de waarde van de mix van (im-)mature clubs aanzienlijk lager ligt, is de premie (in de koers) die de markt voorheen voor toekomstige te openen clubs wilde betalen gedaald (om die reden acquisities meer aandacht? – we gaan het zien);
- Liquiditeit goed op orde (mede o.b.v. uitbreiding en verlenging bancaire kredietlijnen). Wel moet rekening worden gehouden dat er een gereede kans is dat de convertible wordt geput in 2026 – hopelijk treft men hier voorbereidingen op. Herfinanciering is geen issue, de nieuwe voorwaarden zullen echter een stuk minder gunstig zijn;
- Voorlopige inschatting m.b.t. koers aandeel: €30-€33 lijkt me verdedigbaar/haalbaar dit jaar.
- Koers kan een extra impuls krijgen als BF de trend van afnemende ledengroei per club weet te keren (hogere gemiddelde clubbezetting).