

Basic-Fit in 2024: de feniks herrijst uit zijn as

Terugkijken op de vragen van de intro jaardraadje 2023

Teruglezend zijn de onderwerpen in de introductie van het vorige jaar nog steeds actueel. Na benadrukt te hebben dat inflatie op termijn een zegen zou moeten zijn voor het verdienmodel van BFIT, eindigde die met:

Kortom, de uitdaging voor de CEO is om ons aan te tonen:

- 1. Hoe op langere termijn post-inflatie de rentabiliteit op hetzelfde niveau terugkeert, en*
- 2. Hoe op korte termijn de weg daarheen loopt via de bovengenoemde vijf aandachtspunten.*

We kregen zoals altijd de gevraagde visibiliteit, wederom dank. Maar helaas, die stemde ons en nog heel veel meer de markten niet tevree, integendeel. Temeer daar als reactie op de tweede ronde beursafstraffingen werd besloten om juist nog minder te communiceren, alleen nog vergezichten te geven. Volgens de gangbare wijsheid onverstandig, maar ceo the Moos toont zijn “eigen-wijsheid”.

Daarom dit jaar een extra lange introductie waarin ik ga proberen om de huidige situatie te kaderen binnen de afgelopen jaren en die vergezichten. Laat me aub weten of u dit waardeert, zoals u zult zien heb ik er tijd in gestoken.

Inflatie, prijsbeleid en club P&L

Die “eigen-wijsheid” geldt ook voor het nog steeds zoekende prijsbeleid na de enorme kosteninflatie. Het is opvallend dat het Premium abo de logische keuze is, het zou prijs-tactisch meer een referentie (secundaire keuze) moeten zijn. Het is merkwaardig dat dit Premium abo zelfs bijna goedkoper is dan de 5 euro goedkopere optie na aftrek van de voordelen (Yanga: 2.5 euro, inschrijfgeld: 1.53 euro, NXT: 1.53 euro, etc.). Dit houdt in dat tweede personen eigenlijk gratis mee kunnen. Nogal wiesde dat die keuze de populairste is, dat veel meer (onbetaald) clubbezoek geconstateerd werd, dat we anekdotisch op het draadje over te volle clubs horen. Navraag leert dat door Premium er 25% meer (onbetaald) club bezoek is, dus in totaal ligt het eigenlijk op het equivalent van 4.125 leden.

Ook is opvallend dat bestaande abo's ver onder inflatieniveau met 1 euro pj. vernieuwd worden en... dat onlangs in Frankrijk de prijs zelfs weer verlaagd werd naar het oude niveau. Dat laatste zou weliswaar een test zijn. Maar trouwe leden geven toch meer om een goed club klimaat dan bv. die ene euro meer, zei the Moos begin 2023 zelf? Bij 3 mln “oude leden” gaat die minieme aanpassing wel om euro 30-40 mln oftewel 15% ebitda die BFIT laat schieten. Daarom zou pas vanaf 2026 (!) de club P&L er richting voorheen uit gaan zien, met een EBITDA marge die dan nog steeds 10% lager ligt dan in 2022. Au...

Eindelijk gaf the Moos schoorvoetend toe dat dit alles nader bekeken moet worden, een 180 graden draai tov. een dik jaar geleden toen hij niet eens de prijzen wilde aanpassen. De overeenkomst met zijn grote voorbeeld Planet Fitness is opvallend, daar speelde dezelfde problematiek (en werd zelfs de CEO

ontslagen). Daar wordt nu uitgebreid getest hoe de abo prijzen verhoogd zullen worden, iets waar de ex-CEO zich tegen verzette.

Ledengroei

Na de snelle ledengroei in 2022 viel het afgelopen jaar tegen, volgens BFIT omdat die nieuwe “post-covid goede voornemens” ledengolf ze niet hield. Maar er zou normalisatie zijn opgetreden en in dit Q1 zou de 4 mln leden mijlpaal gepasseerd worden, gestimuleerd door 83 nieuwe clubs en het (nog steeds zeer) langzaam volwassen worden van de clubs geopend tijdens de corona jaren. Echter, de vertraagde clubaanwas zal uiteraard impact blijven hebben op de ledengroei, daarover later meer.

Het verdienmodel: van home-bike naar Rolls-Royce

Home-bike

Het laatste initiatief om het verdienmodel te verbreden is weer niet gelukt, deze keer middels de home-bike. Daarover eindigde de intro van jaardraadje 2022 al met een vraagteken:

Tenslotte wil BFIT het verdienmodel verbeteren door te evolueren van sportschool naar ‘lifestyle brand’, het zogenaamde partner-in-life model. Dat laatste klinkt logisch en veelbelovend maar de historie mbt. x-sell is nog niet indrukwekkend te noemen, om een eufemisme te gebruiken.

Kortom, ook 2022 lijkt een jaar te gaan worden waar aandeelhouders en shorters zich kunnen uitleven op het draadje. Ik wens iedereen daarbij veel rede en... succes!

Jammer maar helaas. BFIT keert zo terug naar zijn core als sportschool uitbater, en dat doet het wel ongelofelijk goed.

The secret of my success

Dat laatste bleek ook weer op de CMD. Die gaf het gevoel dat er sprake was van een ‘great reset’ tijdens de covid jaren: de club strategie is verder geprofessionaliseerd tot voor de sector ongekende hoogtes. Dat bv. een paar dagen na een bezoek aan een mogelijk nieuwe locatie dankzij AI al 3D plattegrond scans en alternatieve lay-outs en bijbehorende kostenplaatjes tot in de kleinste (800!) voorschriften als opdracht aan bouwpartners kunnen worden doorgegeven is verbluffend. Smalend werd gesteld dat 300+ clubs pj. openen geen probleem meer is! Onthou dit voor later.

Afspraken met hoofdleverancier Matrix leiden tot een nu maandelijkse clubservice (was de gangbare zes maanden) en de verdubbeling van de levensduur van apparatuur, waarmee ook nog eens de onderhoudskosten fors dalen. Zo is er ook het nieuwe adaptieve cluster-beheer, en veel meer. Het loont om een COO te hebben die indertijd de enorme professionalisering van de clubaanwas dankzij strategisch partner 3i (ook de ‘driving force’ achter supersucces de Action keten) heeft meegemaakt en steeds verder heeft uitgewerkt, ‘the secret of BFIT’s success’.

Happy Members

Marketing heeft ook grote stappen gezet tot een niveau dat het ook hier de concurrentie steeds verder achterlaat. We zien zelfs kunst en een Spotify hit, die elke aandeelhouder (jij!) als wake-up call heeft ingesteld: <https://open.spotify.com/track/20UFDTm90wpl63bZzKmVWz?si=-gjXhX94QZurrlqA06SZVQ>. En nog veel meer: BFIT is overal.

N.B.: die hoge inspanningen zijn overigens historisch opvallend nadat we in 2019 bij de helft v/d marketingkosten zagen dat nieuwe locaties even snel opvulden. Omdat we hetzelfde bij de internationale concurrentie noteerden was toen de conclusie dat het vooral het product en lokale marketing waren die voor het succes zorgden. Zie bv. einde 2019 op het draadje mbt. de vergelijking met concurrenten:

Wat enorm opvalt is dat alle presentaties op elkaar lijken, het is alsof ze steeds meer van elkaar afkijken. "Innovaties" zoals verschillende club formats worden door allen gebezigd.

Allen noemen bv. locatieselectie als hun sterkste punt. Wat ik echter weer moet concluderen is dat het nog steeds vooral een aanbod-, een product-push markt is, niemand meldt minder succesvolle clubs, bijna elk schot is raak. Elke club groeit snel naar een 30% ROIC.

Daaruit mag je imho als les trekken dat groei alles is: hoe snel bouwt een keten zijn gebied vol, waarna geldt: winner takes all.

Waar we voorheen op de draadjes de clubs nog als steriel tov. bv. de communities van CrossFit kenmerkten, werden ook hier vorderingen geboekt. We zijn getuige van de opkomst van een succesvolle AI strategie. Het mantra is passend **#HappyMembers!** Precies zoals wij eerder propageerden, zie hierover weer op het jaardraadje 2019:

*Al dat geleuter over cross-sell, het boeit niet indien het rendement 2 of 3% omhoog kan. Veel beter is het om, naar de analogie van in een eerdere post de IKEA hotdog, die 30% met een hele hoge muur er omheen te beschermen door **de klant supergelukkig** te maken. Lesje geleerd met die app die nu gratis is. En door heel de Benelux te clusteren in de komende jaren kan er daar geen concurrent meer bij: bijna een monopolie. Zo wordt elke locatie met een superboring stabiel 30% een vasttrenderende obligatie.*

Architect van de Fitness revolutie

Conclusie mbt. het verdienmodel: verbreding lukte weer niet, verdieping is weer een succes. De locaties mogen aan de ene kant tov. de concurrentie zelfs nog minder kosten, het hoofdkantoor is aan de andere kant uitgebouwd tot een Rolls-Royce gereed voor het vervolg van de "fitness revolutie".

Een Rolls-Royce leasen om hem in de garage te parkeren?

Operational leverage

Het gevolg is echter ook dat het HQ veels te duur is geworden en ook daarvoor werd BFIT keihard afgestraft met niet een maar twee keer een koersdaling van 35%. Het nieuwe MT doel (sic: doel!) voor overhead-kosten ligt maar liefst 20% hoger, zoals op het vorige draadje voorgerekend opgeteld het equivalent van de ebitda van 110 mature clubs! Daarbij levert de daarmee gepaarde vaste kosten verhoging zo onbedoeld juist een risicovollere kostenstructuur op. En over de aanstaande CF neutraliteit werd plots op de CMD gezwegen, pas in 2025 of 2026 lijkt het nu te worden. Steeds hogere vaste kosten ipv. schaalvoordelen, 'operational deleverage' is een structureel probleem geworden.

Minder ebitda = 2x minder schuld = 3x harder remmen

Daar bovenop werkt de CFO juist nu dat die overhead samen met de club P&L problematieken speelt aan 'de-risking' middels een laag 2x debt/ebitda doel voor 2024. Gepaard met door die heel veel hogere kosten

dus superlage ebitda, krijgen we daardoor in de teller een nog lager absoluut schulddoel, krijgen we aldus elkaar versterkende variabelen die de cruciale KPI clubaanwas zeer fors afremmen.

Zo kunnen we zonder 'guidance' zelf berekenen dat in 2024 de clubaanwas weer beperkt zal worden tot 200 clubs. Daarom werd ook het doel van 2.000 clubs in 2025 losgelaten. Ook werd op de CMD tussen de regels door voorgerekend dat de clubaanwas tot 2030 net uit eigen FCF betaald zou kunnen worden. Suggesteren dat de clubaanwas ook op lange termijn begrensd wordt door voortgezette steile schuldgraad afbouw? De spanning is tastbaar in de Rolls-Royce.

Om die problematiek te verduidelijken: het is conventionele wijsheid dat in tijden van hoogconjunctuur men financieel moet afremmen en in tijden van laagconjunctuur stimuleren, en dus niet teveel 'austerity' omdat je daarmee krimp veroorzaakt. Daarbij creëer je ook een onderbenutting van de productiecapaciteit en daardoor ook een hogere inefficiency. Maar dat laatste is in feite wat BFIT streng-in-de-leer doet, het geeft wel veel meer geld uit aan de huur van een Rolls-Royce maar parkeert diens capaciteit dan nog langer in de garage.

Om dat afremmen met cijfers te staven: de clubaanwas stukt van 25% tot 2020 (EBITDA zelfs +28%) naar de helft nu: een doel van 3.000 tot 3.500 clubs einde 2030 houdt resp. 11.5% tot 14% groei in. Terwijl we de COO smalend hoorden zeggen dat zijn Rolls-Royce nu al een groeiritme van 300+ clubs pj. aankan, dus minimaal 50% hoger dan het huidige ritme, dus nagenoeg de historische trend.

Capital-light groei via Franchise?

Zich bewust van die problematiek zal the Moos zich hebben laten overhalen door de jonge honden in de RvB om dan maar te bekijken of BFIT die Rolls-Royce kan inzetten voor een complementair franchise model, dus 'capital-light' groei. Precies zoals wij hier ook al in betere tijden aangaven in navolging van concurrent Pure Gym, wat toen overigens werd afgewezen. We zijn derhalve getuige van weer een draai van het management.

Hopelijk wordt de overhead hiermee niet nog hoger waardoor nog minder eigen clubaanwas. En nog belangrijker, verliest het management niet zijn focus op de verdieping van het verdienmodel, zijn wel succesvolle core-business.

M&A en leverage in een door Private Equity gedomineerde markt

Tenslotte is ook opvallend dat tijdens de CMD de groei via overnames prominent is gemeld. Daarbij werd gesteld dat BFIT nu wel bereid is om per club meer te betalen dan de EUR 1.25 mln die het kost om er zelf een te bouwen. De aanloopkosten etc. zouden ook worden meegenomen. En meteen op 22 december werd de overname van 47 clubs voor EUR 50 mln (voor ombouwkosten) in Spanje gemeld.

Ik zie hier twee additionele redenen voor. Ten eerste extern. In het VK is onder aanvoering van de bekende Private Equity gigant KKR de al eerder genoemde concurrent Pure Gym begonnen met internationale expansie, via een franchise model (vooral Midden-Oosten) en overnames (Denemarken en Zwitserland). Het heeft onlangs maar liefst GBP 300 mln aangetrokken voor de volgende stappen. Zoals al eerder gemeld op het draadje, je moet er niet aan denken dat die zijn Europese markten geografisch wilt gaan verbinden door in Duitsland actief te worden. Overigens, net zoals de markt in het algemeen (zie ook Planet Fitness) wordt ook Pure Gym vooral via leverage (!) gefinancierd. Ten tweede intern. Het ligt voor de hand dat de overname van reeds mature clubs (die dus al ebitda genereren) tegen de juiste prijs beter/snelser dan eigen bouw past binnen de strategie van BFIT om de debt/ebitda ratio te verlagen.

Management

De architectuur vs het bouwproces

Mijn indruk is dat binnen BFIT de overheersende gedachte is dat de huidige problemen niet meer dan afrondingsverschillen zullen blijken te zijn in de geschiedenis van het bedrijf. Het is op weg naar een absolute dominantie die de concurrentie verpulvert, en met die schaal en lage schuldgraad kan het tzt. kruimels als een Sportcity of McFit opslokken zonder een boertje te moeten laten. Deze op de zeer lange termijn gerichte ondernemers vinden de op momentopnames, op het operationele bouwproces gefocuste financiële markten irritant. Liever ziet het zichzelf als “de architect van de fitness revolutie”.

Dat is echter te makkelijk, maar een deel van het verhaal. Zoals bv. de corona periode met twee emissies en een convertible heeft aangetoond is financiële flexibiliteit middels een goede beurskoers altijd relevant. Je weet niet wat er morgen gebeurt, je moet altijd sterk staan. En wat indien McFit nu al in Duitsland te koop komt te staan en Pure Gym daarop biedt terwijl BFIT een te lage beurskoers heeft om mee te doen?

Wat er gebeurt met abo prijzen is ook geen afrondingsfout, zoals voorgerekend scheelt alleen al een euro minder voor oude leden zo’n 30-40 mln ebitda. En bij die gewenste schuldgraad betekent dat zo’n 50-60 clubs die extra gebouwd hadden kunnen worden het eerste jaar. Dan zou het 2025 doel van 2.000 clubs toch gehaald kunnen worden, en tot 2030 betekent dat...

Nog veel belangrijker is echter dat de lange termijn clubaanwas halveert door de huidige beleidskeuzes, zoals eerder voorgerekend. Het enthousiasme van CMD 2019 toen nog expliciet over meerdere nieuwe landen werd gerept horen we niet meer. Ook die lange termijn ambitie van de fitness revolutie werd zo dus beperkt tot een kleiner gebied in een ‘winner takes all’ oftewel landjepik markt.

En vergis u niet, gegeven dat de opstart in een nieuw land een aantal jaren verkenning behoeft (zie nu Duitsland) moeten we de impact hiervan niet onderschatten op de zeer lange termijn, op de periode na 2030 wanneer de bestaande landen volgebouwd zijn. Daardoor ook minder schaalvoordelen. Het ‘compounden’ valt terug, en Buffett adepten weten hoe hard dat doorweegt, vooral op die lange termijn.

Leiderschap: intensiteit

Na altijd geroemd te zijn was dit opnieuw een jaar met fouten mbt. communicatie, prijsbeleid en kosten. Ja opnieuw: u herinnert zich bv. nog met smart hoe in 2022 de kosteninflatie ontkend werd totdat BFIT werd ingehaald door de realiteit en de billen bloot gingen, en eindejaar dan toch een ingreep werd ingevoerd – die dus bleek tegen te vallen.

Op momenten kregen we dit jaar het gevoel dat er spanningen zijn met de CFO (clubaanwas vs. de-risking), en de CCO (tijdelijk vs. structureel hogere marketingkosten, abo structuur) en vooral de aandeelhouders (communicatie). Een toevoeging mbt. dat laatste, op het draadje hebben we ons meermaals tweederangs aandeelhouders gevoeld wanneer in aanloop naar een kwartaalupdate de koers al begon te bewegen en later via analisten rapporten bleek dat cruciale informatie vooraf gedeeld was.

Mijn voornaamste aandachtspunt is dat de voorheen zo heerlijk intense Moos in 2023 met een zongebrende kop formeel aangaf dat hij letterlijk en figuurlijk meer afstand heeft genomen van de leiding. Afgaande op zijn fysiek lijkt hij ook wat minder vaak zijn eigen product te bezoeken, terwijl strategisch partner 3i hem voorheen nadrukkelijk op zijn voorbeeldfunctie wees. Hij stelde zelfs herhaaldelijk dat

fitness 'boring' is wat het wellicht goed zal doen rond een Iberische golfclub, maar waarmee zijn [#HappyMembers](#) niet allemaal gelukkig zullen zijn en wat haaks staat op BFIT's aspiratie om het verdienmodel te verbreden tot een 'partner in life brand'. Ook de CFO zou het wat rustiger aan doen.

Gegeven dat hij ook niet de ervaring heeft om zo'n snel complexere organisatie te leiden doemen er onverwacht redenen op om aan opvolging te gaan denken, temeer daar zijn/onze steun en toeverlaat 3i zich verder terugtrok van zijn sleutelrol. BFIT is in een nieuwe fase van zijn levenscyclus aanbeland en daar hoort geëngageerd leiderschap bij.

De meeste pijn is geleden, nu pleisters eraf...

No pain now in 2023...

Een club P&L die nog drie jaren nodig heeft om enigszins te herstellen, daar bovenop een veel zwaardere overhead, een discutabel prijs- en communicatiebeleid, een knellend financieel beheer, een halvering van het groeiritme, fors minder 'compounding', niet verwonderlijk dat de beurskoers van 26 euro terug op het niveau van begin 2018 staat ondanks tweeënhalf keer (2.5x!) het aantal clubs en omzet.

Nu zagen we zo'n koersval ook bij Planet Fitness waar die halveerde maar sindsdien weer 60% steeg na forse ingrepen. En er is meer context zoals met de titel van het vorig jaardraadje en deze alinea's aangegeven: we anticipeerden al letterlijk dat het een pijnlijk jaar zou worden (jaja). Nodig om het verdienmodel te verbeteren, wat ook gebeurd is (ok, zeker nog niet af maar gun mij aub nog een: jaja). En onderliggend gaat het nog steeds crescendo met het product: de clubs zitten heel veel voller dan de (winst-) cijfers doen vermoeden.

...no gain tomorrow

Dus met een wat slimmere abo structuur, die daarbij wel de kosteninflatie inhaalt, kan de onbetwiste regionale marktleider zijn verdienmodel gebruiken om sneller de ebitda marge te fatsoeneren. En zo ook de cruciale clubaanwas KPI want in de sector geldt the winner takes all: je begint geen club in een gebied dat een concurrent al heeft volgebouwd.

In weerwil van dat vage communicatiebeleid, de CFO voelde zich blijkbaar gedwongen om toch voor het eerst een gedetailleerde korte termijn FCF guidance te geven tot en met dat jaar 2026 wanneer de club P&L weer genormaliseerd zou zijn: vanaf nu 2 euro via een groei van 1 per jaar naar bijna 5 euro/aandeel. Conservatief gezien de kostenproblematiek die 'low hanging fruit' is.

Vanaf een superlage basis ook qua beurswaardering naar dus een conservatief doel, maar zo mogen aandeelhouders wel management-focus en een ronduit spectaculaire financiële groei verwachten. En indien de markttrentes blijven dalen dan zal een rentegevoelig aandeel als BFIT (via het DCF waarderingsmodel) daarbij ook nog een mooie rugwind krijgen.

Belangrijkste meetpunten

Q1: na de eerste seizoenpiek januari is dit de belangrijkste meting van ledengroei (en clubaanwas): gaat die over de 4 mln leden, normaliseert die inderdaad? Lopen de tijdens corona geopende clubs richting volledige bezetting? Zijn er inderdaad 83 clubs geopend?

Q2 en Q4: hier mogen we eindelijk verwachten concreet te kunnen meten mbt. de beloofde 50% groei van de FCF in 2024. Ook kunnen we controleren of de schuldgraad inderdaad van 2.5x naar 2x debt/ebitda eindejaar zakt.

Q3: zijn er na de tweede seizoenpiek na de zomervakantie inderdaad opgeteld 200 clubs geopend?

Q4: werd het lange termijn doel van 20% ebitda groei gehaald bij (volgens analisten) 16% ledenaanwas tot 4.4 mln?

H1 en erna: testen en aankondiging van een nieuwe abo structuur.

Conclusie

Kortom, op wellicht wat kleinere M&A activiteiten en de nieuwe abo structuur na moeten we op de korte termijn geen koersaanjagers verwachten maar geleidelijk herstel v/d winstmarges richting 2026. Dan zou middels een 10xFCF waardering de ATH van 49 euro eindelijk weer bereikt worden. Dan is de club P&L weer hersteld en kan de Rolls-Royce definitief uit de garage komen om te koersen richting die 3.500-clubdoelstelling in 2030.

Een broodnodige inhaalrace / marathon. De getergde aandeelhouders reageerden met “eerst zien dan geloven”, het is duidelijk dat eerst de geloofwaardigheid herwonnen moet worden en dat kost tijd & beleid. Daarom heb ik gekozen voor een voorzichtige maar optimistische titel voor wat het allerlaatste overgangsjaar post-covid moet worden. Basic-Fit in 2024: De feniks herrijst uit zijn as...

Met vriendelijke groet,
TTW.

Disclaimer: superlong.