

	2016	2017	2018	2019	2023	2024
# clubs	419	521	629	784	1.402	1.600
<b>gem. # clubs</b>	<b>379</b>	<b>470</b>	<b>575</b>	<b>707</b>	<b>1.301</b>	<b>1.501</b>
# leden	1.211.000	1.524.000	1.843.000	2.221.000	3.785.000	4.296.000
<b>gem. # leden</b>	<b>1.082.272</b>	<b>1.367.500</b>	<b>1.683.500</b>	<b>2.032.000</b>	<b>3.567.500</b>	<b>4.040.500</b>
yield	19,34	19,26	19,29	20,49	23,50	<b>24,15</b>
Abo omzet	251.230.000	316.026.000	389.746.000	499.744.000	1.006.035.000	1.170.936.900
Totale omzet	259.000.000	325.800.000	401.800.000	515.200.000	1.031.830.769	1.200.960.923
Opex (inc. HQ)	179.000.000	225.300.000	277.000.000	363.900.000	772.330.769	893.460.923
<b>EBITDA (underlying)</b>	<b>80.000.000</b>	<b>100.500.000</b>	<b>124.800.000</b>	<b>151.300.000</b>	<b>259.500.000</b>	<b>307.500.000</b>
EBITDA marge omzet	30,9%	30,8%	31,1%	29,4%	25,1%	25,6%
# aandelen	54.670.000	54.670.000	54.670.000	54.670.000	66.000.000	66.000.000
koers	16	20	25	33	24	<b>30</b>
Netto schuld (non-IFRS)	206.000.000	281.500.000	333.000.000	450.900.000	857.600.000	979.000.000
Bedrijfswaarde	1.082.360.100	1.380.913.700	1.724.351.500	2.255.010.000	2.458.100.000	2.959.000.000
EBITDA x	13,5	13,7	13,8	14,9	9,5	9,6
<b>Club waarde</b>	<b>2.583.198</b>	<b>2.650.506</b>	<b>2.741.417</b>	<b>2.876.288</b>	<b>1.753.281</b>	<b>1.849.375</b>
Member waarde	894	906	936	1.015	649	689
Member #x yield	3,85	3,92	4,04	4,13	2,30	2,38
<b>EBITDA p. avg. club</b>	<b>211.361</b>	<b>213.830</b>	<b>217.043</b>	<b>214.154</b>	<b>199.462</b>	<b>204.863</b>
Opex p. avg. club	472.919	479.362	481.739	515.074	593.644	595.244
<b>avg. member yield / avg. member opex (p.m.)</b>	<b>1,40</b>	<b>1,40</b>	<b>1,41</b>	<b>1,37</b>	<b>1,30</b>	<b>1,31</b>
<b># leden p. # clubs</b>	<b>2.890</b>	<b>2.925</b>	<b>2.930</b>	<b>2.833</b>	<b>2.700</b>	<b>2.685</b>
<b>gem. # leden p. gem. # clubs</b>	<b>2.859</b>	<b>2.910</b>	<b>2.928</b>	<b>2.876</b>	<b>2.742</b>	<b>2.692</b>
<b>Churn rebound</b>	<b>1,21</b>	<b>1,19</b>	<b>1,14</b>	<b>1,08</b>	<b>1,03</b>	<b>1,07</b>
Netto schuld / EBITDA	2,58	2,80	2,67	2,98	3,30	3,18
Netto schuld / club	491.647	540.307	529.412	575.128	611.698	611.875

(veronderstelling: t/m 2019 nieuwe club einde jaar 1.950 leden vanaf 2023 1.900 nieuwe leden per nieuwe club einde jaar voor eenvoud churn op 50% p.j. gezet)

## 2023 en 2024 inschatting Eva 8 maart 2024

De markt zoekt naar mijn idee naar een 'reset' o.b.v. o.a. (i) 'schaar' yield/opex, (ii) tragere ledengroei en (iii) hogere kapitaalkosten.

Het post-Corona en post-inflatie periode laat zien dat:

- De kosten per betalend lid harder zijn gestegen dan de member yield. Hierdoor zie je de winstmarge dus krimpen
- Daarnaast zie je de clubbezetting ook dalen. Een tweede reden voor margeverkrapping.

De EBITDA per (gemiddelde) club daalt. Waar zijn de schaalvoordelen?

Een in de sector aardige gehanteerde indicator is de 'churn rebound'. M.a.w. gegeven de churn hoeveel procent extra groei nodig is om club maturity te bereiken. Bij BF zie je dat die churn rebound hard is geraakt. Als deze niet minimaal naar 1,1 gaat duurt het én langer om de interne 'guidance' naar maturity te bereiken daarnaast is het de vraag of die doelstelling überhaupt nog bereikt kan worden. Kannibalisatie agv. nieuwe abo-structuur heeft hieraan bijgedragen.

BF heeft (indirect) al aangegeven dat de interne 'maturity' doelstellingen zijn aangepast. Het ledenaantal van een mature club is met 50 leden naar beneden bijgesteld en de afschrijfperiode op apparatuur is verlengd om toch de ROIC te kunnen halen.

Last but not least de hogere kapitaalkosten heeft voor een kapitaalintensief bedrijf i.c.m. hoge vaste kostenstructuur en beperkte 'pricing power' gevolgen voor har waarde.

Ik doe vast een gooi voor 2024. Een koers van €30 vind ik (nog steeds) verdedigbaar.