

## BASICFIT: VAN GROEIBRILJANT TOT ROOKMELDER

	2023	2024	gem. # clubs	gem. bezetting	gem. yield	omzet	und. EBITDA	omzet p. gem. club	EBITDA p. gem. club	Capex p. gem. club	EBIT p. gem. club	Value p. club	Set Up Costs	ROCE	Goodwill
<b>BeNeLux</b>															
mature	398	416	407	3.487	26,45	466.689.876	210.815.476	1.146.658	517.974	93.500	424.474	3.820.267	1.250.000	34,0%	2.570.267
immature	72	64	68	2.550	25,70	55.403.731	16.120.948	814.761	237.073	67.200	169.873	2.714.500	1.250.000	13,6%	1.464.500
totaal	470	480	475	3.353	26,34	522.093.607	227.063.789	1.099.144	478.029	91.001	387.028	3.661.968	1.250.000	31,0%	2.411.968
				1.592.609			223.138.697					1.739.434.800			1.145.684.800
<b>FrSpDId</b>															
mature	484	574	529	2.655	22,92	400.140.626	76.461.670	756.410	144.540	77.500	67.040	603.360	1.270.000	5,3%	-666.640
immature	448	521	485	2.123	22,91	292.969.563	9.530.218	604.684	19.670	44.000	-24.330	295.000	1.270.000	-1,9%	-975.000
totaal	932	1.095	1.014	2.401	22,88	693.110.189	85.836.211	683.878	84.693	61.416	23.277	455.950	1.270.000	1,8%	-814.050
				2.433.089			77.461.303					462.105.028			-825.039.972
												EV obv koers 18,5			
<b>Totaal</b>	<b>1.402</b>	<b>1.575</b>	<b>1.489</b>	<b>4.025.698</b>		<b>1.215.203.795</b>	<b>312.900.000</b>	<b>816.395</b>	<b>210.212</b>	<b>70.857</b>	<b>139.355</b>	<b>2.201.539.828</b>		<b>10,3%</b>	<b>320.644.828</b>
				2.705		inc. exceptionals	300.600.000				inc. exceptionals	195.129.500			11,3 x EBIT

Bovenstaande probeert inzicht te geven in de verhoudingen tussen de bijdragen van de mature en de immature clubs en hoe dit zich per regio verhoudt.

Het zijn inschattingen/aannames aangezien BF zelf (om haar moverende reden) deze info niet deelt (maar de jaarrekening biedt wel diverse aanknopingspunten). **Het maakt nl. pijnlijk duidelijk hoe ondermaats FSD presteert.** Op geconsolideerd niveau is dit minder/niet duidelijk door de zeer goede prestaties in BNL.

Wat nl. opvalt is dat in de BNL de omzet per gem. (im-)mature clubs c. 1,5x resp. 1,3x hoger ligt dan in FSD. Dit komt door c. 15% hogere gem. yield i.c.m. hogere gem. bezetting van 40%. Let op de bezetting is gecorrigeerd voor leeftijd van de clubs; dus daar is rekening mee gehouden. Wat bezetting voor gevolgen heeft voor de *afgeleide cash* wordt duidelijk op EBIT niveau: 16,6x hoger voor BNL.

In FSD is duidelijk sprake van een aanzienlijke een leden 'shortfall' (rekening houdend met maturity/Corona ingroei).

In de BNL is een gemiddelde club €3,66mm waard (9,5x EBIT) en een gem. lid 3,45x de jaar yield. Voor FSD is een gemiddelde club nu nog geen €0,5mm waard (waarde 20x EBIT!!) en wordt een gem. lid op nog geen 0,7x de jaar yield gewaardeerd.

## BASICFIT: VAN GROEIBRILJANT TOT ROOKMELDER

**Met andere woorden BF is er nog lang niet en heeft kapitaal als hout in de kachel in rook zien opgaan:**

- BNL doet het fantastisch, maar daar is de eventuele upside per aandeel nog maar gering (mature clubs zit nauwelijks rek meer in).
- FSD presteert over de gehele linie gewoon slecht. Voor degene waar het glas halfvol is, daar zit nog veel waardegroei.

In BNL is c. €600mm kapitaal aan het werk en het rendement daarop is nu c. 30%. In FSD is c. €1,4mm (2,35x zoveel) kapitaal aan het werk en daarop is het huidige rendement nog geen 2%.

⇒ *Dat krijg je als financiële discipline niet langer een prioriteit is in de bestuurskamer* ⇐

(of erger de kennis er niet (langer) is)

### HOE VERDER?

Met het juiste team ligt er een enorm potentieel in FDS. In de komende 3-4 jaar zou het aandeel mogelijk wel 3,5x over de kop kunnen gaan (de-leveraging, geen groei expansie en vnl. aandacht voor herpositionering FDS).

Koop dus **GÉÉN** eigen aandelen in (wie verzint zoiets?): mogelijke IRR over de komende jaren 35%+. Als je dat wel zou doen dan geef je blijk dat je dus geen waardegroei van €2mm per gemiddelde club in FDS ziet. Versterk je positie in FDS door je marketing budget op te schroeven en een juiste dienst aan te bieden met een daarbij behorende prijs.

Eva 20 maart 2025

let op de cijfers zijn inschattingen obv de jaarverslagen van BF. Bewust wordt gekozen om naar gemiddelden (#leden, # clubs en yield) in het jaar 2024 te kijken

## BASICFIT: VAN GROEIBRILJANT TOT ROOKMELDER

Een paar 'take-aways':

- Het is niet waarschijnlijk dat de waarde van een BNL-mature club ook in FSD kan worden behaald. De BTW omgeving icm de markt (bezetting) zal de gem. clubwaarde zo maar 25% - 30% lager kunnen zetten.
- De gemiddelde club EBIT-(DA) bedroeg in 2023 €195k vs €210k resp. €130k vs. €139k. Laat dat net het verschil in lagere energieprijzen zijn. Maw EBIT-(DA) groei kende een hoog eenmalig effect. Een stijging van het absolute getal van 20%+ zal er in 2025 niet in zitten ben ik bang.
- De gemiddelde bezettingsgraad is in 2024 (verder) gedaald: bijna 10 minder gemiddeld # leden per gemiddeld # clubs. Let op in BNL steeg deze in FSD daalde deze hard (inschatting 80 leden).
- Normalisatie van de underlying EBITDA als % van de omzet is met 50% gestegen: 1% vs. 0,67% (hou er eens mee op)
- In KW2 van 2024 heeft de overname van RSG voor een extra omzet in dat kwartaal gezorgd van €6mm. De reden: handhaving van hoge RSG tarieven in dat kwartaal (normaliseer dat dan ook)
- IT capex als % van de omzet blijft maar toenemen; waar zijn de schaalvoordelen. Onderhoud capex lijkt te zijn gestabiliseerd maar kan harder gaan stijgen in voorbereiding op 24/7 tijden in Frankrijk.
- Wanneer raken de compensabele verliezen in de BNL landen op? Dit kan zo een drukkende werking op de jaarlijkse kasstroom hebben van €35mm+.
- De ROCE komt angstvallig dicht in de buurt van de WACC. Het is duidelijk dat de ROCE gecorrigeerd voor de WACC sterk negatief is in FSD.
- Marketing als % van de omzet is gedaald en dat geldt ook voor de uitgaven per einde jaar lid. Zouden marketing uitgaven niet juist moeten worden geïntensiveerd in FSD?
- Niet inbare vorderingen blijft stijgen van 3,3% naar 3,4% van de omzet. Als je uit zou gaan van 3 maanden uitstaande vordering dan betaalden in 2024 570.000 (13,5% van alle leden) leden hun abo niet en in 2023 493.000 (11,6% van alle leden). Ja het is de wet die maatregelen beperkt – maar toch.

Kortom een hoop zaken die aandacht verdient en een adequate aanpak.

## BASICFIT: VAN GROEIBRILJANT TOT ROOKMELDER

**Hypothetische** invalshoek (excel exercitie: de praktijk zal weerbarstiger zijn en mogelijk dat wel 10% van clubbestand gewoon gesloten moet worden) – maar geeft wel het potentieel aan en dus de onderwaardering voor BF (*de CEO/CFO discount*)

<i>per gem. club</i>	<b>Waarde</b>	<b>Schuld</b>	<b>Equity</b>	
BNL	3.661.968	619.683	3.042.285	
FSD	455.950	619.683	-163.733	aandeelprijs
<b>Gem. 2024</b>	1.397.803	619.683	<b>778.121</b>	€ 18,6
<i>per gem. club</i>				
BNL	3.992.529	-130.317	4.122.846	
FSD	2.733.007	434.683	2.298.325	aandeelprijs
<b>Gem. 2027/8</b>	3.116.861	254.384	<b>2.862.478</b>	€ 68,3

Bij de juiste aanpak in FSD, door de clubbezetting naar een reëel niveau te brengen zou in 3-4 jaar tijd (zonder verdere expansie) de prijs van het aandeel kunnen verdrievoudigen.

Let op gegeven de verdeling van de schuld staat de aandeelhouder nu 'onder water' in de FSD landen.