

Hoe fit is Basic-Fit?

Vandaag een analyse over [Basic-Fit](#). De uitbater van sportscholen ging in juni 2016 naar de beurs voor € 15 per aandeel. Na een stoeve start presteert het aandeel prima en staat de beurskoers inmiddels op € 25,00. In totaal staan er 54,6 miljoen aandelen uit waardoor het bedrijf gewaardeerd wordt op € 1,37 miljard ($€ 25 \cdot 54,6$). De waarde op de beurs wordt uiteindelijk bepaald door de winsten die het bedrijf maakt. Basic-Fit maakt echter op dit moment echter amper winst, in de toekomst lijkt dit enorm te gaan veranderen. Lees verder.

Korte introductie Basic-Fit

René Moos, de huidige CEO van Basic-Fit is al sinds de jaren 90 eigenaar van [verschillende health en fitnessscholen](#). Moos merkte dat er steeds meer vraag was naar low budget fitness. Moos heeft toen in samenwerking met Private Equity partij Waterland Basic-Fit gekocht. Vanaf dat moment is er voor gekozen de focus op low budget te leggen. Veel sporters vonden de weg naar de almaar groeiende sportscholen van Basic-Fit aangemoedigd door Tatiana. De sporters groeiden in spierkracht en Basic-Fit groeide naar het huidige aantal clubs van 586. Oorspronkelijk gestart in de Benelux. De groei vindt nu voornamelijk plaats in Frankrijk. De keten is van plan de komende jaren gemiddeld 100 sportscholen per jaar te openen.

In onderstaande afbeelding is te zien hoeveel clubs Basic-Fit heeft per einde 2017 in de verschillende Europese landen.

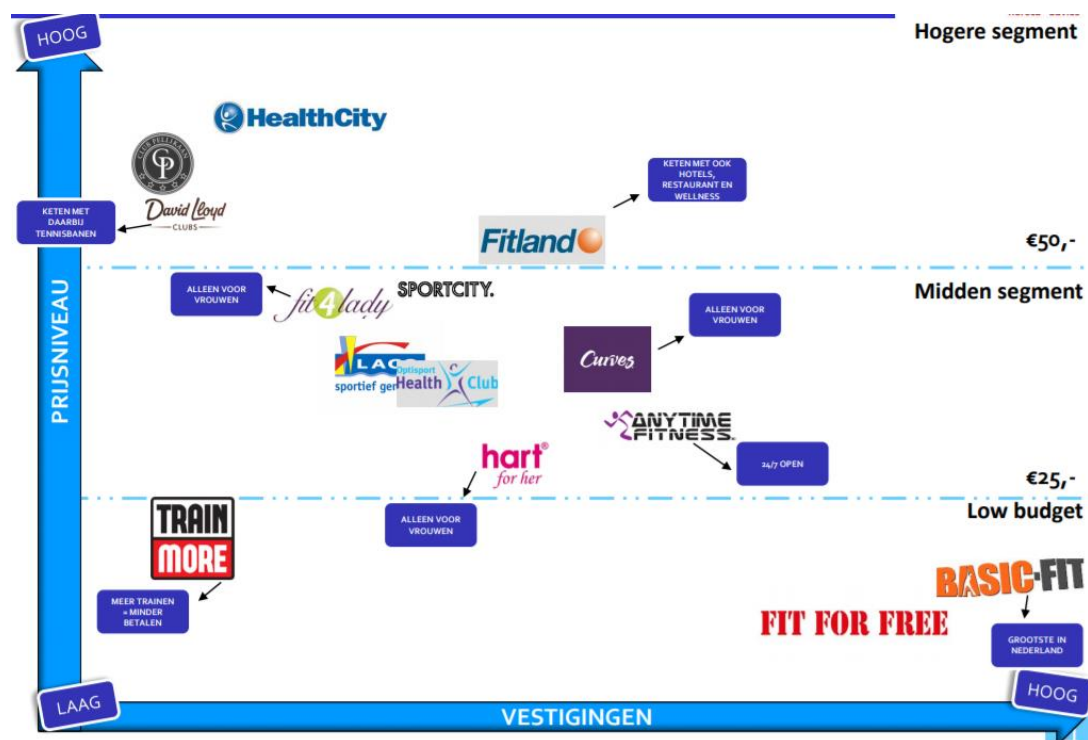


Bron: Basic-Fit

Fitnessbranche Nederland

In Nederland is de fitnessbranche nog steeds sterk gefragmenteerd. Ongeveer een derde van de clubs is in handen van grotere ketens. Twee derde van de clubs zijn onafhankelijk. Volgens het [Centraal Bureau voor de Statistiek](#) bedraagt de jaarlijkse omzet in de fitnessbranche € 0,7 miljard. Deze omzet wordt gegenereerd door ongeveer 1700 fitnessscholen. Sinds 2008 betekent dit een groei van 16% in totaal. Hierbij moet worden aangetekend dat de groei de afgelopen jaren tot stilstand is gekomen. In 2017 was er in Nederland per 10.000 inwoners 1 fitnessclub. Groei van het aantal clubs in de toekomst in Nederland zal er naar verwachting weinig zijn.

In de afgelopen jaren was er nog wel een sterke groei in het low budget segment. De twee grootste low budget ketens van Nederland, Basic-Fit en Fit For Free, groeiden dan ook hard. De groei kwam voornamelijk voort uit het middensegment waar het aantal sportscholen krimpt. In onderstaande afbeelding zijn de verschillende ketens te zien. Hierbij worden de segmenten onderscheiden. Partijen in het middensegment bewegen steeds meer naar het hogere segment of naar het lagere segment. Een andere optie is differentiatie van doelgroep. Curves heeft inmiddels 51 clubs en deze zijn enkel toegankelijk voor vrouwen. Anytime onderscheidt zich door clubs die 24/7 geopend zijn. Onderstaand een afbeelding over de verschillende ketens in Nederland met bijbehorend prijsniveau.



In 2010 had Basic-Fit nog 27 clubs in Nederland. In 2017 is Basic-Fit de grootste van Nederland met 152 clubs. Bijna één keer zo groot als de nummer twee Fit For Free. In onderstaande afbeelding zijn de aantallen clubs van de verschillende ketens gegeven.



Bron: [Van Spronsen & Partners](#)

Penetratiegraad

Nederlanders bewegen voldoende in vergelijking met de meeste andere landen. Althans als mag worden afgegaan op de penetratiegraad. In onderstaande tabel is te zien dat in Nederland bijna 16% van de inwoners lid is van een fitnessclub. Alleen de Verenigde Staten verslaan ons ruim met een penetratiegraad van 17,7%. Frankrijk is door Basic-Fit gebombardeerd als enorme groeimarkt. Basic-Fit verwacht in Frankrijk de komende jaren te groeien [naar 600 clubs](#). Een deel van die groei moet komen uit een hogere penetratiegraad. Veel nieuwe leden van een nieuwe club in Frankrijk zijn nog nooit eerder lid geweest van een fitnessclub, aldus Basic-Fit. Met 7,8% scoort Frankrijk in vergelijking met andere welvarende landen laag. Opvallend is ook de lage penetratie van 6,7% van België, de andere grote markt van Basic-Fit.

Land	Inwoners met abonnement
V.S.	17,7%
Nederland	15,9%
Verenigd Koninkrijk	13,7%
Zwitserland	12,2%
Duitsland	11,8%
Spanje	10,3%
Italië	8,2%
Frankrijk	7,8%
Polen	7,3%
België	6,7%
Turkije	2,2%
Rusland	2,0%

Bron: [Van Spronsen & Partners](#)

Internationale Concurrentie van Planet Fitness

Hoe presteert de grootste low budget keten van de wereld? Met 1518 clubs is Planet Fitness veruit de grootste low budget franchiseketen van de Verenigde Staten. Planet groeit met 210 clubs in 2017 en Planet is in tegenstelling tot Basic-Fit ruim winstgevend. De aangepaste EBITDA (winst voor interest, belasting en afschrijvingen) marge bedraagt 43% (Basic-Fit 31%). De aangepaste nettowinstmarge bedraagt maar liefst 19% (Basic-Fit 1%) van de omzet.

De reden voor de winstgevendheid is niet de hoge contributie. De contributie is net als bij Basic-Fit laag en start al vanaf \$ 10 (€ 8) per maand. De reden voor de winstgevendheid is het franchisemodel à la McDonalds. Planet Fitness geeft lokale ondernemers de mogelijkheid een sportschool te openen. De ondernemer mag de naam Planet Fitness op de gevel zetten. In ruil voor de naam krijgt Planet Fitness een ruime vergoeding. Bovendien moet de lokale ondernemer de fitnessapparatuur bij Planet kopen. Een ander voordeel voor Planet Fitness is geen aanloop verliezen en lage investeringen.

Basic-Fit is zelf eigenaar van alle clubs (met uitzondering van het vastgoed, dat wordt gehuurd). Hierdoor moet Basic-Fit alle investeringen zelf betalen. Het openen van een nieuwe sportschool vergt maar liefst € 1,1 miljoen aan investeringen. De kosten beginnen direct terwijl de opbrengsten (lees: de leden) langzaam binnendruppelen. Dit levert forse aanloopverliezen voor een startende club op. De kost gaat immers voor de baat uit. Wanneer Basic-Fit hetzelfde bedrijfsmodel (franchise) had als Planet Fitness dan was Basic-Fit fors winstgevend. Hierover later meer.

COMPETITIEF VOORDEEL

Heeft Basic-Fit een competitief voordeel? Weet het zich te onderscheiden van concurrenten?

In principe zijn de toetredingsdrempels in de sportclubindustrie laag. Het pand kan gehuurd worden, de fitnessapparatuur geleased en een beetje marketing via Facebook en klaar is kees. Hoge nettowinstmarges kunnen gemakkelijk nieuwe toetreders lokken. Door het verhoogde aanbod dalen uiteindelijk de marges. Bovendien wisselen klanten eenvoudig van aanbieder. Op dit gebied is er geen sprake van een hoge toetredingsdrempel.

Aan de andere kant zijn de sportscholen wel een soort van mini-monopolies. Wanneer er eenmaal één of meerdere sportscholen in de wijk zitten is het niet meer aantrekkelijk voor een nieuwe toetreder. Basic-Fit heeft hierbij een groot voordeel. Mochten er in een wijk bijvoorbeeld drie sportscholen zitten kan Basic-Fit vanwege haar marktleiderschap het zich veroorloven net zolang verliezen te lijden totdat een concurrent failliet gaat.

Basic-Fit heeft als grootste aanbieder van sportscholen in Europa een competitief voordeel op het gebied van inkoop van apparatuur. De leveranciers van apparatuur geven vaak grote kortingen bij grote aantallen. In de toekomst valt hier waarschijnlijk nog veel voordeel te behalen voor Basic-Fit.

Kwantitatief lijkt er sprake te zijn van een competitief voordeel door het hoge rendement op het geïnvesteerde vermogen van volwassen clubs. Een groot voordeel van Basic-Fit hierin is dat het vrije kasstromen rendabel kan herinvesteren in het eigen bedrijf. Dit laatste is voor weinig bedrijven weggelegd. Buffett vertelde hier tijdens de aandeelhoudersvergadering van Berkshire Hathaway in 2003 het volgende over:

“The ideal business is one that generates very high returns on capital and can invest that capital back into the business at equally high rates. Imagine a \$100 million business that earns 20% in one year, reinvests the \$20 million profit and in the next year earns 20% of \$120 million and so forth. But there are very very few businesses like this. Coke has high returns on capital, but incremental capital doesn't earn anything like its current returns. We love businesses that can earn high rates on even more capital than it earns.”

Toch is het lastig inschatten hoe makkelijk de concurrentie op de lange termijn kan toetreden waardoor wij de duurzaamheid van het competitieve voordeel (moat) niet bijzonder sterk vinden.

Management

Het management en dan met name CEO en oprichter René Moos beschouwen wij als sterk. Het management is sterk gefocust op executie. In dit geval het runnen van bestaande en openen van nieuwe sportclubs heeft de volledige focus. Daarnaast is het management op de lange termijn gericht. Het management is bereid op korte termijn pijn te lijden voor lange termijn winst (short term pain, long term gain). [Hier](#) schreven wij hoe dit laatste precies werkt.

Moos heeft maar liefst 16% van de uitstaande aandelen, wat een waarde vertegenwoordigt van € 218 miljoen. Belangen van Moos en aandeelhouders zijn dus goed verenigd. Bovendien heeft Moos sinds de beursgang nog geen aandelen verkocht.

De huidige private equity eigenaar van de Action genaamd 3i investments is de overige groot aandeelhouder. 3i heeft [recent](#) een groot pakket verkocht en bezit nu nog 21% van de uitstaande aandelen. In de toekomst wordt waarschijnlijk het resterende belang verkocht. Tot slot, medeoprichter Wilborts, heeft zijn totale pakket van een kleine 6% [in juni verkocht](#).

Waardering

In de introductie zagen we dat Basic-Fit momenteel op de beurs € 1,37 miljard waard is. Hier wordt vast veel winst gemaakt? Nee, integendeel, in totaal is er sinds de beursgang in 2016 verlies geleden. De winst/verlies per jaar ziet er als volgt uit:

2016	- € 32,4 miljoen
2017	+ € 11 miljoen
2018 (1e halfjaar)	+ € 6,1 miljoen

Hoe kan het dat een bedrijf dat amper winst maakt en een netto-schuld van € 301 miljoen heeft € 1,37 miljard waard is op de beurs? Het antwoord zit hem in de groei. Basic-Fit opent sportclubs als paddenstoelen. In 2018 verwacht het bedrijf minimaal 100 nieuwe sportclubs te openen. Bij het openen van een sportclub gaan de kosten voor de baat uit. Bij de opening van een nieuwe club zijn er gelijk hoge kosten terwijl er nog geen groot ledenaantal is en dus lage opbrengsten. Een nieuwe sportschool is dan ook de eerste periode verliesgevend. Doordat Basic-Fit zoveel clubs opent neemt het ook de verliezen van die clubs mee en is het bedrijf in totaal amper winstgevend.

Wat als we de nieuwe clubs eruit filteren?

Als we de nieuwe (verliesgevende) clubs eruit filteren kunnen we de winstgevendheid van bestaande clubs berekenen. Hiervoor moeten we de cijfers analyseren. Daarvoor gaan we inzoomen op individueel clubniveau.

We gaan daarbij kijken naar volwassen clubs. Dit zijn clubs die minimaal 24 maand open zijn. In 2017 heeft een volwassen club gemiddeld 3322 leden. Hoe winstgevend zijn deze clubs? Dit is niet rechtstreeks uit de cijfers te halen. Daarom hebben we een resultatenrekening op clubniveau opgesteld. Hieronder de tabel met daarin de omzet, kosten en winst van een volwassen club afgeleid uit het [jaarverslag van 2017](#).

Omzet per volwassen club	€195 mln/246	€	792.000
EBITDA per volwassen club	49%	€	391.000
Uitgaven onderhoud per club		€	55.000
Overhead kosten per club	€43 mln/521	€	83.000
Rentekosten per club		€	25.000
Kasstroom perclub voor belasting		€	228.000
Netto kasstroom per club (na belasting 25%)		€	171.000

Als we de cijfers doorrekenen lijkt het dat een volwassen club maar liefst € 171.000 vrije kasstroom per jaar genereert. Voor de mensen die sporten bij Basic-Fit, er wordt ongeveer € 50 per jaar aan je verdiend. De winstmarges van volwassen clubs zijn daarbij maar liefst 22% ($€ 171.000/€ 792.000 \cdot 100$). Die winstmarges zijn dus vergelijkbaar met de Amerikaanse concurrent Planet Fitness.

Hoe rendabel is een volwassen club?

Het openen van een nieuwe club kost Basic-Fit € 1,1 miljoen aan investeringen. Hiermee kunnen we ook het rendement op het geïnvesteerde vermogen (ROIC) berekenen. Hoe hoger dit rendement hoe rendabeler een bedrijf. De ROIC bedraagt na 2 jaar 21% ($€ 228.000/€ 1,1 \text{ miljoen}$) en is daarmee sterk. Mocht Basic-Fit theoretisch in staat zijn de vrije kasstromen de komende 20 jaar tegen 21% te herinvesteren zal de beurskoers ook bijna 21% per jaar stijgen. Helaas lijkt het onmogelijk om over zo'n lange periode de kasstromen tegen zulke rendementen te herinvesteren.

Wat is het bedrijf waard?

Dat is een moeilijke vraag. We kunnen wel een negatief scenario opstellen. Stel dat Basic-Fit per direct stopt met het openen van nieuwe sportclubs. Op dit moment heeft Basic-Fit 586 clubs geopend (rapportage q3 Basic-Fit). Deze clubs zijn over 24 maanden allemaal volwassen. Dit betekent dat over 24 maand een netto kasstroom op de bankrekening binnenkomt van $586 \cdot € 171.000 = € 100 \text{ miljoen}$ per jaar. Het bedrijf is momenteel € 1,37 miljard waard op de beurs dus dat betekent een koers/vrijekasstroom verhouding van 13,7. Dat is relatief hoog voor een bedrijf dat niet meer groeit. Dit biedt ons inziens wel een veiligheidsmarge. [Hier](#) schreven we eerder over de noodzaak van een veiligheidsmarge bij beleggen.

Stopt Basic-Fit met groeien?

Stopt Basic-Fit met het openen van nieuwe clubs? Nee. Basic-Fit is van plan in de komende jaren ongeveer 100 sportclubs per jaar te openen. Er komen er een paar extra in Nederland en België maar de groei vindt voornamelijk plaats in Frankrijk waar Basic-Fit nog ruimte ziet voor 600 extra clubs. Deze nieuwe clubs zijn twee jaar later volwassen en gaan zoals het nu lijkt ongeveer € 171.000 per jaar opleveren. Toekomstige winsten kunnen dus hard oplopen.

Risico's

Natuurlijk zijn er ook risico's. We kunnen de volgende fundamentele bedenken:

- Fitness raakt uit de mode. De trend naar meer gezondheid en zelfbeschikking is positief. Toch is gedrag van de mens soms lastig te voorspellen.
- Het openen van minder winstgevende clubs. Of, het niet meer kunnen vinden van nieuwe potentieel winstgevende clubs door bijvoorbeeld hevige concurrentie.
- Te dure overnames. Het openen van een sportschool kost Basic-Fit € 1,1 miljoen. Wanneer je andere sportscholen wil overnemen betaal je al snel € 3 miljoen euro voor een sportschool. Veel goedkoper is dus zelf sportscholen openen in plaats van ondernemen.
- Het toetreden van een nieuwe (goedkopere) concurrent. [Planet Fitness](#) is de grootste fitnessketen ter wereld met 1600 sportscholen en nu nog vooral actief in Verenigde Staten. Misschien komen ze ooit, met nog lagere prijzen voor consumenten, naar Europa?

Kansen

We hebben gezien dat het negatieve scenario een veiligheidsmarge biedt. De kans dat het negatieve scenario uitkomt achten wij klein. Basic-Fit groeit immers als kool. Kansen die wij zien die niet verwerkt zijn in de berekening:

- Het openen van nieuwe winstgevende clubs. Basic-Fit is van plan de komende jaren minimaal 100 clubs per jaar te openen. Deze clubs gaan wanneer ze volwassen zijn allemaal bijdragen aan de kasstroom.
- Lagere kosten: naarmate meer clubs geopend worden gaan de kosten per club omlaag. Concreet kan het bedrijf bijvoorbeeld de overheadkosten verdelen over meer clubs. Het bedrijf krijgt door haar schaalgrootte meer korting bij de inkoop van apparatuur. De rentekosten per club gaan omlaag door lagere schulden door de hoge vrije kasstroom.
- Hogere opbrengsten: toekomstige opbrengsten kunnen omhoog door het verkopen van extra's zoals personal trainers, abonnement op de fitness app en drankjes. [Recent](#) zijn bijvoorbeeld ook de abonnementsprijzen verhoogd.

Conclusie

Met sterk management dat extreem gefocust is op executie en dezelfde belangen heeft als aandeelhouders lijkt Basic-Fit goed gepositioneerd voor een mooie toekomst. Het competitieve voordeel beschouwen wij als gemiddeld. Bij sportscholen is aan de ene kant sprake van een lage toetredingsdrempel en aan de andere kant zijn het mini-monopolies.

De waardering op basis van een negatief scenario lijkt acceptabel. De risico's lijken beheersbaar. Daarnaast zijn er door de stevige groei kansen die de winst stevig gaat doen stijgen de komende jaren. Het belangrijkste hierbij is dat de groei gecontroleerd gebeurt tegen een hoog rendement op het geïnvesteerde vermogen. Mocht hier sprake van zijn lijkt Basic-Fit topfit als beleggingsmogelijkheid.

Wat te doen?

Dat kunnen wij niet bepalen. Bij twijfel moet ik altijd denken aan de volgende quote van Warren Buffett:

"I call investing the greatest business in the world ... because you never have to swing. You stand at the plate, the pitcher throws you General Motors at 47! U.S. Steel at 39! and nobody calls a strike on you. There's no penalty except opportunity lost. All day you wait for the pitch you like; then when the fielders are asleep, you step up and hit it."

Geduld is misschien wel de belangrijkste eigenschap van een succesvolle belegger.

Disclaimer 1: we bezitten zelf aandelen Basic-Fit indirect via de beleggingsclub.

Disclaimer 2: deze analyse is enkel onze visie op Basic-Fit en kan op geen enkele wijze als advies worden beschouwd. Denk zelf na voordat je aandelen koopt.