



Maandbericht

De Nederlandse aandelenmarkt liet in oktober een positief beeld zien. De AEX-Index steeg met 4,7% naar 670,6, de Amsterdam Midkap Index steeg met 6,6% naar 908,5 en de Amsterdam SmallCap Index koerste 2,3% hoger op 1.188,1.

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in oktober met 4,3% van € 73,46 naar € 76,59. Over de eerste tien maanden van 2022 werd een totaal beleggingsresultaat na kosten van -24,9% gerealiseerd.

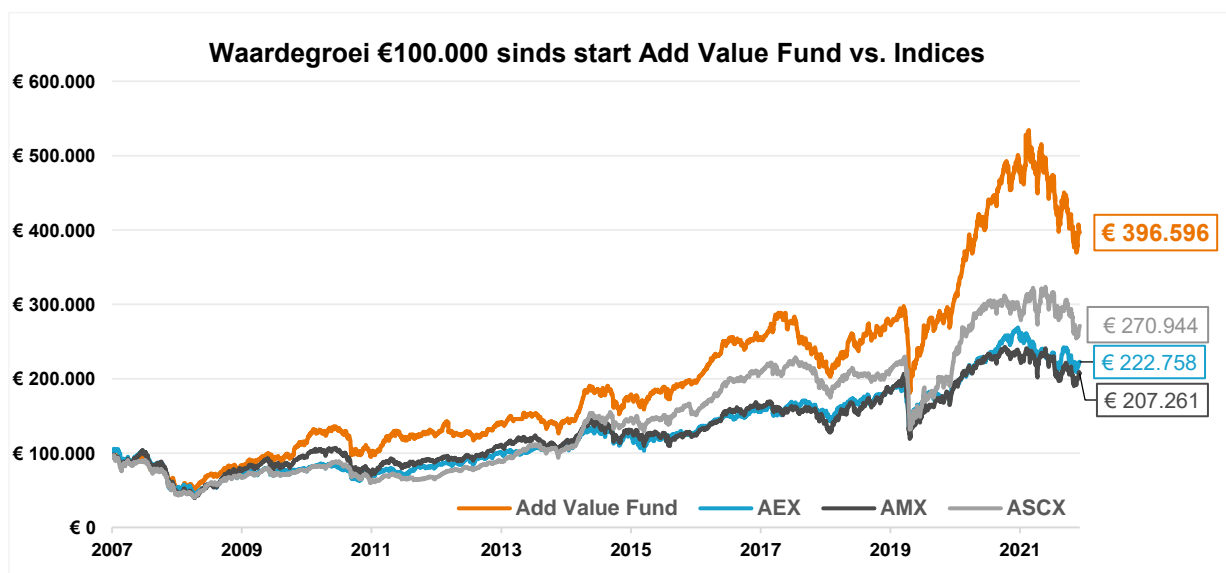
Het fondsvermogen per 31 oktober 2022 bedroeg € 130,2 miljoen, waarbij voor een bedrag van € 113,5 miljoen was belegd in 11 participaties. Er was per eind oktober een creditsaldo en overige overlopende posten van 12,8% van het fondsvermogen.

- 1) In oktober realiseerden 8 van de 11 participaties (= 73%) een positieve koersperformance. Op een 12-maands basis noteerden geen van de 11 participaties (= 0%) een positieve koersperformance;
- 2) Afgelopen maand presteerde **Flow Traders** het best in portefeuille. De onderneming rapporteerde sterke handelsinkomsten, waaruit blijkt dat de diversificatiestrategie van Flow Traders haar vruchten begint af te werpen;
- 3) De zwakst presterende participatie in oktober was **Basic-Fit**. De onderneming verlaagde tijdens bekendmaking van de kwartaalcijfers haar verwachtingen voor het huidige boekjaar. In dit maandbericht gaan we dieper in op de investment case van Basic-Fit.

Rendement



Top-3 weging in portefeuille	in %	Top-3 stijgers	in %	Top-3 dalers	in %
1. ASM International	15,5%	1. Flow Traders	26,9%	1. Basic-Fit	-17,7%
2. BE Semiconductor Ind.	12,3%	2. BE Semiconductor Ind.	16,0%	2. ASM International	-3,8%
3. Flow Traders	11,2%	3. TKH Group	7,4%	3. Ebusco	-2,9%



Investment case Basic-Fit

In dit maandbericht speciale aandacht voor onze participatie Basic-Fit. De Europese marktleider in de 'value-for-money' fitnessmarkt maakt sinds eind 2019 onderdeel uit van onze portefeuille, maar bleef mede als gevolg van het uitbreken van de coronapandemie en 'lockdowns' qua weging (circa 1%) onze kleinste participatie.

De onderneming bleek uiteindelijk sneller en sterker uit de coronacrisis te komen, echter was naar onze mening de waardering iets te ver op de muziek vooruitgelopen.

De sterk dalende beurskoers (>40%) van de afgelopen weken gaf ons echter de kans om een aanzienlijk groter belang (circa 5% weging) op te bouwen tegen een aantrekkelijke waardering.

In dit maandbericht zullen wij uiteenzetten waarom deze succesvolle Nederlandse en snelgroeïende fitnessketen, ondanks de teleurstellende en met name slecht gecommuniceerde Q3 cijfers, een belangrijke plek verdient in de portefeuille van Add Value Fund.



Bron: Datastream

Het ontstaan van Basic-Fit

Voormalig prof tennisser, medeoprichter, grootaandeelhouder (>14%), en huidig CEO René Moos begon na zijn tenniscarrière in 1984 met het openen van sportscholen. Als medeoprichter van Health City nam hij in 2010 Basic-Fit over, dat toen nog bestond uit 31 sportscholen in Nederland en één sportschool in België. René Moos zag al in een vroeg stadium het groeipotentieel van Basic-Fit en de bedreiging die het vormde voor sportscholen die actief zijn in het middensegment, waaronder Health City. In Amerika begon namelijk het 'value-for-money' concept van sportscholen steeds meer aan populariteit te winnen. Zo had het toonaangevende Amerikaanse Planet Fitness in 2012 al 500 sportscholen en in 2015 waren dit er al 1.000. En inmiddels staat de teller op meer dan 2.300.



Schaalgrootte is bij het 'value-for-money' concept dan ook erg belangrijk, en om sneller op te kunnen schalen werd in 2013 *private equity* partij 3i (bekend van de winkelketen Action) binnengehaald als investeerder. Met de kennis, kunde en groeikapitaal van 3i kon Basic-Fit haar netwerk aan sportscholen snel uitbreiden. De investeringsmaatschappij investeerde destijds € 110 miljoen tegen een ondernemingswaarde van ongeveer € 275 miljoen. Basic-Fit was inmiddels gegroeid naar 200 sportscholen en actief in Nederland, België, Frankrijk en Spanje. 3i kocht zich dus in tegen een waardering van circa € 1,4 miljoen per sportschool.

Onder leiding van grootaandeelhouder 3i nam Basic-Fit in 2016 de stap naar Beursplein 5. Tegen een introductiekoers van € 15,00 werden 24,67 miljoen nieuwe aandelen uitgegeven en 2 miljoen bestaande aandelen verkocht, hiermee werd € 370 miljoen aan nieuw groeikapitaal opgehaald en kwam het totaal aantal uitstaande aandelen uit op 54,67 miljoen. Dit impliceerde een beurswaarde van € 820 miljoen en een ondernemingswaarde (beurswaarde + netto schuld) van € 994 miljoen. Basic-Fit had ten tijde van de beursgang circa 350 clubs, oftewel de onderneming werd destijds gewaardeerd op € 2,34 miljoen per sportschool.

Tijdens de beursgang verkleinde 3i haar belang van 44,4% naar 23,7%. Sindsdien heeft 3i in verschillende tranches haar belang gereduceerd naar nu 6,6%.

Door de succesvolle beursgang en het opgehaalde kapitaal kon Basic-Fit haar schuldpositie fors verlagen en de groeiestrategie versnellen. De groei van Basic-Fit is dan ook indrukwekkend te noemen. Onderstaande grafiek geeft de groei van het aantal sportscholen weer. Over de afgelopen 10 jaar groeide het aantal sportscholen met gemiddeld 22% per jaar. Aan het eind van dit jaar verwacht Basic-Fit rond de 1.200 sportscholen uit te komen in zes landen en heeft het als doelstelling om jaarlijks 200 tot 300 nieuwe sportscholen te openen. De middellange termijn groeiambitie ligt uiteindelijk op 3.000 tot 3.500 sportscholen in 2030.



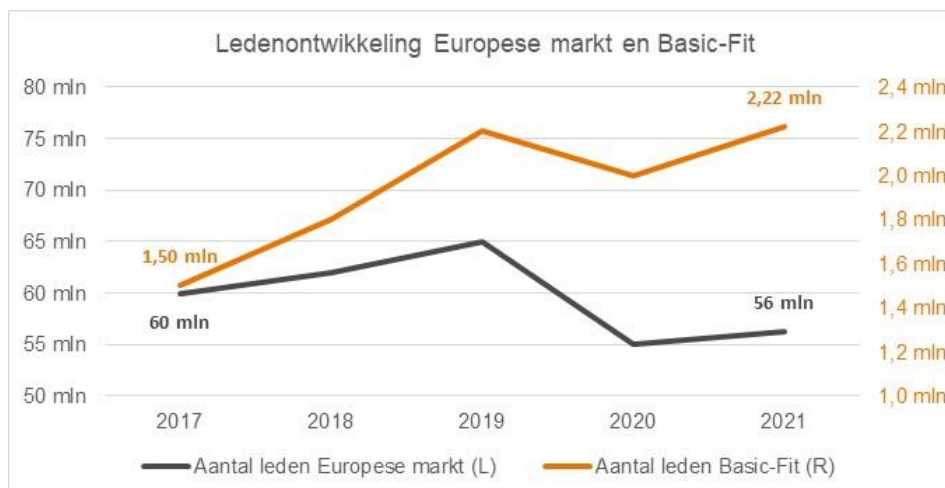
Bron: Basic-Fit

Sportscholen openen is natuurlijk niet uniek, echter om zo snel op te schalen in combinatie met een structureel hoog rendement op het geïnvesteerd kapitaal is dat wel. De *club economics*, oftewel het verdienmodel van een Basic-Fit sportschool, verbetert naargelang het aantal leden toeneemt. Voor we in meer detail ingaan op de *club economics*, kijken we eerst naar de omvang en dynamiek van de Europese fitnessmarkt.

De Europese fitnessmarkt is volop in beweging

Basic-Fit is actief in zes landen, namelijk Nederland, België, Luxemburg, Frankrijk, Spanje en sinds dit jaar ook in Duitsland. De Europese fitnessmarkt is in principe geen sterke groeiemarkt, het aantal leden van sportscholen groeit met gemiddeld 3% tot 5% per jaar. Dit staat in schril contrast met de groei die Basic-Fit heeft laten zien. Waarom deze unieke onderneming harder groeit dan de markt, heeft verschillende oorzaken.

Van oudsher zijn er veel *premium* en zogenaamde *mid-range* sportscholen in Europa. Deze sportscholen zijn duurder en hebben vaak naast fitnessapparatuur ook faciliteiten als een zwembad en een sauna. Voor een grote groep sporters zijn deze sportscholen onbereikbaar, ze zijn te duur om er alleen te gaan sporten en niet iedereen heeft er een in de buurt zitten. *Value-for-money* sportscholen vullen dit gat in de markt op door te focussen op prijs en gemak, waarbij naast prijs de reistijd naar de sportschool het belangrijkste is. Deze sportscholen hebben de afgelopen jaren flink aan populariteit gewonnen en zorgden voor het grootste deel van de marktgroei.



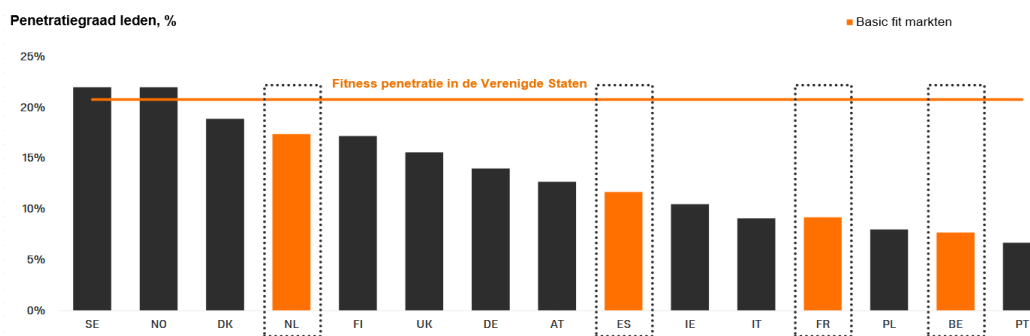
Bron: Deloitte European Health & Fitness market report

Basic-Fit, de onbetwiste Europese marktleider in het 'value-for-money' sportscholen segment, weet dan ook in de Europese fitnessmarkt vele malen harder te groeien dan het marktgemiddelde. Sterker nog, tussen 2017 en 2021, dus inclusief de coronaperiode, groeide Basic-Fit met 0,72 miljoen nieuwe leden, oftewel een samengestelde groei van 10% per jaar terwijl de Europese fitnessmarkt in zijn geheel kromp!

“Basic-Fit groeit sneller dan de Europese fitnessmarkt”

Een maatstaf om te beoordelen hoe populair fitness is in een bepaald land is de penetratiegraad, het aantal leden gedeeld door het aantal inwoners. In onderstaande grafiek zien we de penetratiegraad van de Europese landen. De Scandinavische landen scoren het hoogst, fitness is daar inmiddels een volwassen markt geworden. Maar liefst een op de vijf mensen is daar lid van een sportschool. Ook Nederland scoort met ruim 15% hoog. In Duitsland en met name Spanje, Frankrijk en België ligt de penetratiegraad nog aanzienlijk lager, waardoor het groeipotentieel in die landen hoger ligt.

Een lage penetratiegraad heeft vooral te maken met de beschikbaarheid en bereikbaarheid van aantrekkelijke fitness locaties. Er zijn veel mensen die wel naar een sportschool willen gaan, maar daar niet langer dan een kwartier voor willen reizen. Locaties waar nog geen 'value-for-money' fitnessclub in de buurt zit, bieden mogelijkheden voor Basic-Fit. Wanneer Basic-Fit op die plekken locaties opent neemt de penetratiegraad toe. Een groot deel van de nieuwe leden van Basic-Fit gaat dan ook voor het eerst naar een sportschool. Een lage penetratiegraad komt voornamelijk door te weinig aanbod en niet doordat er geen vraag is.



Bron: Basic-Fit CMD 2021

De nog lage penetratiegraad in verschillende landen duidt erop dat er nog voldoende aantrekkelijke locaties zijn voor Basic-Fit om uit te breiden. Aangezien de concurrentie daar beperkt is, hoeft Basic-Fit geen leden van de concurrentie over te nemen. De onderneming heeft dan ook de groei in eigen hand.

Dankzij een gestructureerd proces ondersteund door technologie en data-analyse heeft Basic-Fit goed in kaart gebracht op welke locaties het interessant is om sportscholen te openen. Op basis van deze analyse heeft het management de ambitie uitgesproken om te groeien naar 2.000 clubs in 2025 en zelfs 3.000 tot 3.500 clubs in 2030.

Maar hoe winstgevend is een Basic-Fit sportschool nu eigenlijk? Dat zullen we bespreken aan de hand van de *club economics*.

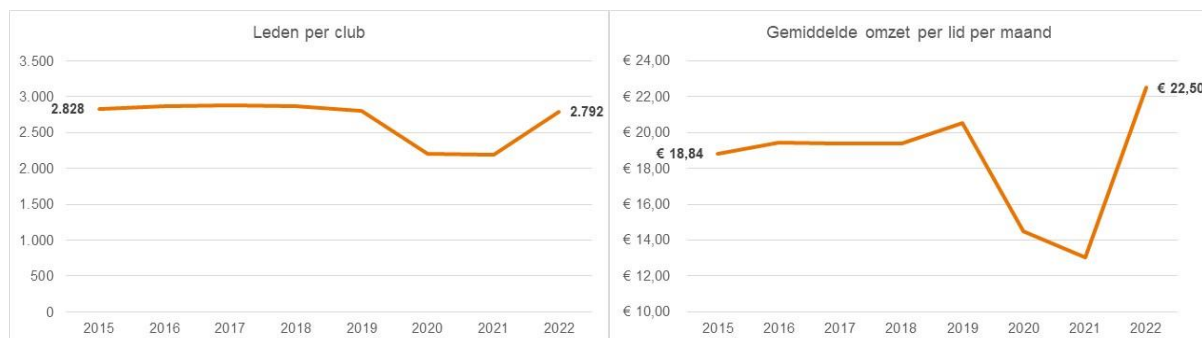
De club economics van Basic-Fit zijn aantrekkelijk

De *club economics*, ofwel het verdienmodel van een sportschool, wordt uiteindelijk bepaald door hoeveel betalende leden een sportschool heeft, hoeveel omzet er per lid wordt behaald en wat de kosten zijn om een sportschool te openen en te exploiteren. Onderstaande grafieken laten zien, op de coronadip na, dat er bij een gelijkblijvend aantal leden per club fors meer omzet per lid wordt behaald.

Dat Basic-Fit het aantal leden per club gelijk heeft weten te houden is knap gezien de groeiversnelling van het aantal nieuwe clubs. Het duurt normaliter circa twee jaar voor een sportschool het aantal leden heeft behaald van een volwassen club. Daarnaast zien we een duidelijke stijging van de gemiddelde omzet per lid per maand.

Basic-Fit is in het verleden in staat geweest om de abonnementsprijzen te verhogen, dan wel meer leden te overtuigen van het nemen van een duurder *premium* abonnement.

“Basic-Fit haalt bij een gelijkblijvend aantal leden een record aan omzet per lid per maand”

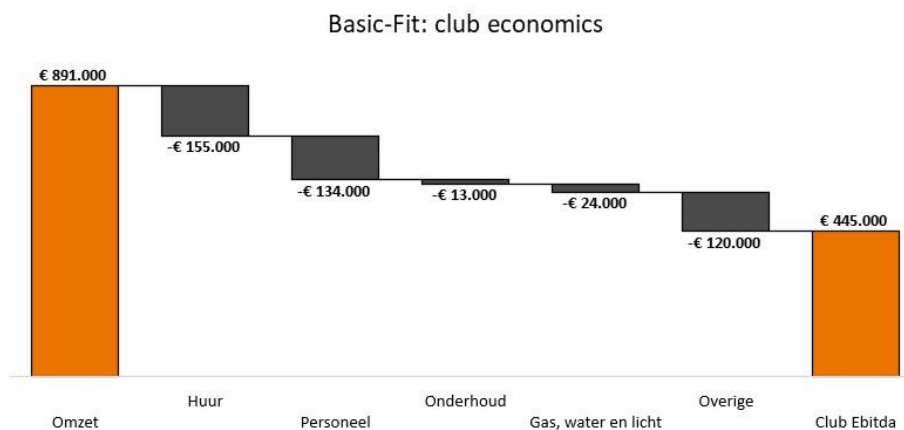


Bron: Basic-Fit en berekeningen Add Value Fund

Basic-Fit hanteert een lange lijst met stringente criteria om nieuwe sportscholen te openen. Hierbij geldt een minimale rendementseis op het geïnvesteerde kapitaal van tenminste 30%. Kijkend naar een gemiddelde volwassen sportschool, die dus minimaal twee jaar open is, is te zien hoe dit rendement behaald wordt.

De onderneming stelt dat een volwassen sportschool gemiddeld 3.300 leden heeft wat zich bij een gemiddelde omzet per lid per maand van € 22,50 vertaalt in een jaarmzet van € 891.000. In onderstaande grafiek is weergegeven wat de kosten voor een typische Basic-Fit sportschool zijn en het uiteindelijke resultaat, een club EBITDA van € 445.000.

“Basic-Fit gaat voor een rendement op het geïnvesteerd kapitaal van minimaal 30% per nieuwe sportschool”



Bron: Basic-Fit en inschattingen en berekeningen Add Value Fund

Een nieuwe sportschool vergt een gemiddelde investering van € 1,2 miljoen en levert vervolgens een EBITDA op van gemiddeld € 445.000. Dit betekent dus een rendement op het geïnvesteerd kapitaal van ruim 35% na twee jaar.

Bij bovenstaande berekening is echter geen rekening gehouden met onderhoudsinvesteringen (vervangen van fitnessapparatuur) en de kosten van het hoofdkantoor. Wordt hier wel rekening mee gehouden dan schatten wij in dat het rendement rond een nog steeds zeer aantrekkelijke 25% ligt. Voor aandeelhouders kan dit rendement vervolgens hoger komen te liggen door een deel van de investering te financieren met vreemd vermogen.

Deze analyse laat zien dat iedere nieuwe sportschool die geopend wordt in theorie waarde toevoegt aan de onderneming. Hierbij is het wel van belang dat de nieuwe sportscholen gemiddeld dezelfde of hogere rendementen

behalen. Waarom Basic-Fit in staat is om zulke mooie rendementen op het geïnvesteerde kapitaal te realiseren zullen we hieronder bespreken.

De competitieve voordelen van Basic-Fit

De jarenlange ervaring van het managementteam in de fitnessindustrie heeft ervoor gezorgd dat het bedrijfsmodel van Basic-Fit tot in detail is geperfectioneerd. De competitieve voordelen die hieruit zijn ontstaan, stellen Basic-Fit in staat om een hoger rendement op haar investeringen te behalen dan de concurrentie. De belangrijkste competitieve voordelen van Basic-Fit zijn de schaalvoordelen, het goedkoopste abonnement en het slim inzetten van technologie en data-analyse.

Er wordt volop geïnvesteerd in technologie om de fitnesservaring van leden te verbeteren. Kleinere sportschoolketens hebben niet de schaal en het kapitaal om deze investeringen te kunnen doen. Zo zijn er door slimme camera's onbemande Basic-Fit sportscholen die via een automatisch toegangspoort, te openen via een app, 24 uur per dag en 7 dagen in de week toegankelijk zijn. Door het inzetten van slimme camera's die via een centrale worden gemonitord, kan er zonder of met minder FTE's per club gewerkt worden, wat weer leidt tot lagere clubkosten. Ook is er een Basic-Fit app met rond de 1,5 miljoen actieve gebruikers waarmee thuis fitnessprogramma's gevolgd kunnen worden. Basic-Fit leden kunnen zo fit blijven waar en wanneer ze maar willen.

“Schaalgrootte, prijs, technologie en data zijn de belangrijkste competitieve voordelen van Basic-Fit”

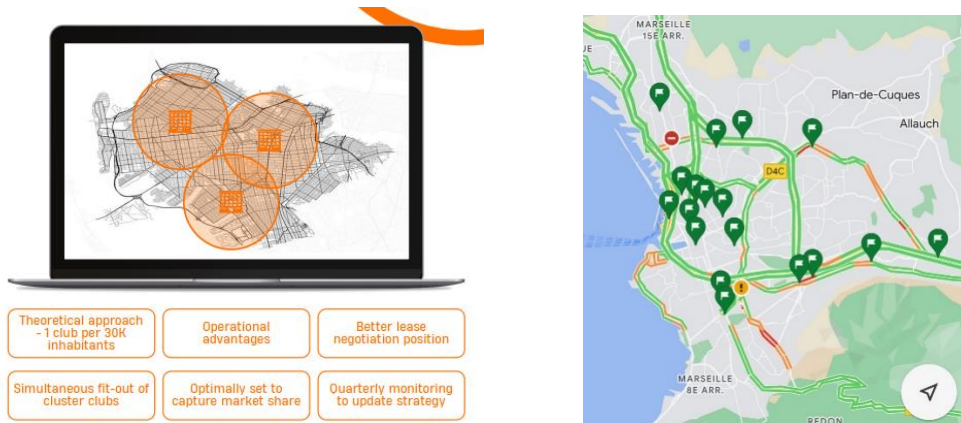


Het gebruik van data en technologie speelt ook een grote rol bij het bepalen van de locatie voor nieuwe sportscholen. Basic-Fit heeft een model ontwikkeld dat op basis van onder andere het aantal inwoners, demografie, concurrentie en fitnesspenetratie in een gebied de aantrekkelijkheid van een nieuwe locatie bepaald. Zo is Basic-Fit in staat om aantrekkelijkere locaties voor nieuwe sportscholen te selecteren dan de concurrentie.

Deze competitieve voordelen worden verder vergroot met de toenemende schaalgrootte. Hoe groter Basic-Fit wordt, hoe meer inkomsten er beschikbaar zijn om te investeren in technologie. Daarnaast kan Basic-Fit flink profiteren van haar schaalgrootte bij het openen van nieuwe sportscholen. Als omvangrijke inkoper van fitnessapparatuur weet het flinke kortingen te bedingen op de catalogusprijs. En dat geldt uiteraard niet alleen voor de fitnessapparatuur, maar ook voor andere kosten die komen kijken bij het opzetten van een nieuwe sportschool.

Tot slot versterkt de clusterstrategie van Basic-Fit de schaalvoordelen. Door verschillende locaties dicht bij elkaar en tegelijkertijd op te zetten kan Basic-Fit de inrichtingskosten verlagen. Ook kunnen bepaalde operationele kosten makkelijker gedeeld worden tussen locaties die dicht bij elkaar staan. Als een cluster aan Basic-Fit clubs er eenmaal staat, is het onaantrekkelijk voor de concurrentie om een locatie in de buurt te openen. Bijkomend voordeel is dat clusters het aantrekkelijker maken om een duurder premium abonnement af te sluiten, waarmee je bij verschillende Basic-Fit sportscholen kan sporten.

De clusterstrategie in theorie (links) en praktijk (rechts, in Marseille)



Bron: Links capital markets day Basic-Fit 2021 en rechts Google maps met de Basic-Fit locatie in Marseille aangegeven met een flag

Dankzij deze competitieve voordelen is Basic-Fit in staat om nieuwe sportscholen te openen en draaiende te houden tegen lagere kosten dan de concurrentie. Hierdoor kan Basic-Fit lagere prijzen voor haar abonnementen aanbieden, om zo meer leden binnen te halen en marktaandeel te winnen. Dit verklaart dan ook waarom Basic-Fit in staat is om een zeer aantrekkelijk rendement op het geïnvesteerde kapitaal te behalen.

Uit de bovenstaande analyse van de *club economics* en de competitieve voordelen van Basic-Fit wordt duidelijk dat iedere nieuwe sportschool die geopend wordt waarde creëert voor de aandeelhouders. Hoeveel waarde Basic-Fit kan creëren voor haar aandeelhouders is dus sterk afhankelijk van het aantal sportscholen dat het in de toekomst kan openen.

Verhoogde groeiverwachtingen Basic-Fit

Tijdens de *Capital Markets Day* van 4 november 2021 werd duidelijk dat het management nog volop lange termijn groeimogelijkheden ziet en deze wil gaan versnellen door meer clubs te openen.

Basic-Fit heeft dan ook in 2021 haar doelstellingen verhoogd. Zo wil Basic-Fit het tempo van het uitrollen van nieuwe clubs verdubbelen van 100 tot 150 clubs naar 200 tot 300 clubs per jaar. In 2025 verwacht de onderneming 2.000 clubs te hebben geopend en in 2030 wil het groeien naar 3.000 tot 3.500 clubs. Daarbij moet dit aantal sportscholen gehaald worden met gelijkblijvende of betere *club economics*.

De groei naar 2.000 sportscholen in 2025 is mogelijk in landen waar het al actief is, waarbij de nadruk ligt op groei in Frankrijk en Spanje. Desalniettemin is Basic-Fit dit jaar begonnen met het openen van sportscholen in Duitsland. Dit jaar zijn er 2 sportscholen geopend, waarna het groeitempo volgend jaar omhoog gaat. Op dit moment ziet het de mogelijkheid om de komende jaren in totaal 600 sportscholen te openen in Duitsland. Het besluit om de Duitse markt te betreden is genomen na uiterst gedetailleerde analyses van onder andere de concurrentie, prijsstelling en beschikbare aantrekkelijke locaties. Ook in Duitsland zijn er nog volop aantrekkelijke locaties beschikbaar om clubs te openen. Wij hebben er dan ook het volste vertrouwen in dat, ondanks de sterke concurrentie in Duitsland, Basic-Fit hier succesvol nieuwe sportscholen kan openen.



Met de doelstellingen van het aantal sportscholen en de *club economics* kunnen we de toekomstige verwachte omzet en bruto bedrijfswinst (EBITDA) inschatten.

Om te beginnen is in onderstaande grafiek de verwachte ontwikkeling van het aantal sportscholen en leden te zien. Beide groeien in gelijke tred met een gemiddelde groei van circa 15% per jaar. De verwachting is dat Basic-Fit in 2030 de grens van 10 miljoen leden gaat doorbreken.



Bron: Basic-Fit en vooruitzichten Add Value Fund

Vervolgens kunnen we het aantal clubs en leden vertalen in de verwachte omzet en EBITDA. Dit jaar verwacht het management een omzet te realiseren van circa € 800 miljoen en een onderliggende EBITDA van circa € 200 tot € 205 miljoen. Met ongeveer 1.900 sportscholen en 5,6 miljoen leden in 2025 verwachten wij dat Basic-Fit in staat moet zijn om een omzet van € 1,6 miljard en een onderliggende EBITDA van circa € 525 miljoen te realiseren. Dit komt neer op een zeer aantrekkelijke gemiddelde jaarlijkse omzet- en winstgroei van respectievelijk 27% en 40%.

Het hoge groeitempo vraagt behoorlijk wat kapitaal, een nieuwe sportschool vergt een investering van circa € 1,2 miljoen en is kostendekkend na 4 tot 5 maanden. De komende drie jaar gaat Basic-Fit circa € 1 miljard investeren om tot een clubnetwerk van 2.000 sportscholen te komen. Op dit moment is er meer geld nodig voor het openen van nieuwe sportscholen dan dat er binnenkomt uit vrije kasstromen van bestaande sportscholen. Het management verwacht echter dat in de tweede helft van 2023 het openen van nieuwe sportscholen gefinancierd kan worden uit eigen middelen.

De netto schuld exclusief leaseverplichtingen (huurcontracten sportscholen) was eind juni € 690 miljoen, dit komt neer op een ruime 3,45x de verwachte EBITDA van dit jaar. Het management verwacht dat deze ratio eind van dit jaar net boven de 3x uitkomt, ruim binnen de bankconvenanten van 3,5x. Aangezien de EBITDA de komende jaren harder groeit dan de netto schuld is onze verwachting dat deze ratio afneemt tot rond de 1,5x in 2025. Dit zou dan het laagste niveau sinds de beursgang zijn. De relatief hoge netto schuld op dit moment is een risico in de huidige macro economische omgeving met oplopende rentes. Echter gezien de hoge mate van voorspelbaarheid van het bedrijfsmodel en de verwachte groei achten wij dit risico controleerbaar.

Teleurstellende en met name slecht gecommuniceerde derdekwartalcijfers

Voordat we overgaan naar de middellange termijn vooruitzichten en de waardering van het aandeel Basic-Fit, doen we eerst een stapje terug en zoomen we in op de teleurstellende derdekwartalcijfers. De scherpe koersval (-19%) na publicatie van de *trading update* over het derde kwartaal, laat zonder twijfel zien dat deze ver beneden de verwachtingen lagen van analisten en beleggers, inclusief Add Value Fund. Hoewel het management tijdens verschillende conferenties in augustus en begin september nog uiterst positief was over de groeiontwikkelingen en vooruitzichten, bleek uit de *trading update* dat Basic-Fit het een stuk lastiger had.

In het eerste halfjaar verhoogde Basic-Fit nog de marketinguitgaven om zo te kunnen profiteren van het positieve momentum in ledengroei. Tijdens de presentatie van de halfjaarcijfers werd de verwachting van het aantal leden eind 2022 dan ook verhoogd ten koste van een licht lagere EBITDA. Met de extra marketinguitgaven verwachtte Basic-Fit 3,5 miljoen leden te hebben aan het eind van het jaar tegenover minimaal 3,22 miljoen leden die het aan het begin van het jaar verwachtte. Door de hogere marketinguitgaven werd de EBITDA-verwachting voor 2022

verlaagd van € 240 miljoen naar € 225 miljoen. In eerste instantie een prima investering wat ons betreft, leden blijven gemiddeld 24 maanden lid en de extra marketinguitgaven worden zo ruimschoots terugverdiend.

De teleurstelling over de *trading update* was dan ook groot toen de verwachting van het aantal leden met 150.000 werd verlaagd naar 3,35 miljoen. De verhoogde marketinguitgaven hadden blijkbaar niet het gewenste effect gehad. Daarnaast werd ook nog eens de EBITDA met 10% neerwaarts bijgesteld van circa € 225 miljoen naar € 200 tot € 205 miljoen.

Vertraging in het verkrijgen van vergunningen voor het openen van nieuwe sportscholen werd als hoofdreden aangehaald voor de verlaagde verwachtingen. Basic-Fit kan daardoor dit jaar 50 sportscholen minder openen dan het had voorzien, die worden nu in januari 2023 geopend.

Dit lijkt echter maar een deel van het verhaal te zijn, aangezien de verlaging van het ledenaantal hoger is dan dat deze nieuwe clubs zouden kunnen opleveren. De onverwachte neerwaartse bijstellingen van zowel sportschoolopeningen als nieuwe leden, in combinatie met een slechte communicatie, zorgde voor een vrije val van het aandeel. Daarnaast zorgde een relatief hoge schulddispositie en het groot aantal beleggers dat short zat (en dus gebaat waren bij een koersdaling), voor extra koersdruk. Hoewel wij niet verwachten dat Basic-Fit aandelen hoeft uit te geven om haar balans te versterken, gaf het persbericht wel aanleiding voor de markt om hierover te speculeren.

Als we puur naar de cijfers kijken is een bijna halvering van de beurskoers de afgelopen maanden wat ons betreft zwaar overdreven. De EBITDA is met 'slechts' 10% neerwaarts bijgesteld en het management verwacht ruimschoots binnen de bankconvenanten te blijven. De 50 minder sportschoolopeningen is geen afstel maar uitstel naar begin volgend jaar. Daarnaast blijft Basic-Fit stevig doorgroeien en zal de onderneming vanaf de tweede helft 2023 een positieve kasstroom genereren, waardoor de schuldratio navenant zal verbeteren. De 770 clubs die volgend jaar als volwassen beschouwd kunnen worden, zitten al op dezelfde winstgevendheid van voor corona, en zorgt voor een sterkere basis om volgend jaar mee te beginnen. De *club economics* lijken dan ook nog steeds volledig intact te zijn.

De ondertoon van het persbericht laat ook zien dat Basic-Fit gevoeliger is voor een nakende recessie dan wat veel analisten en beleggers hadden gedacht. De onderneming heeft namelijk in het verleden bewezen tijdens een recessie, zoals de grote financiële crisis in 2008/09, door te kunnen blijven groeien. Tijdens recessies treedt vaak het '*down trading*' effect op, vraag naar goedkopere producten nemen toe ter vervanging van duurdere producten. Consumenten ruilen hierbij hun sportschoolabonnementen van dure clubs in voor een goedkopere sportschool, zoals Basic-Fit. Daarnaast is de omzet van Basic-Fit wederkerend, nieuwe abonnementen hebben een looptijd van een jaar en leden blijven gemiddeld circa 2 jaar lid. Echter is elke recessie anders en op dit moment wordt de groep consumenten met een laag inkomen juist het hardst geraakt door de energiecrisis, de energierekening maakt immers een groter deel uit van hun inkomen. Deze groep maakt relatief een groter deel uit van het ledenaantal en potentiële nieuwe leden van Basic-Fit.

Daarnaast heeft Basic-Fit zelf ook last van de inflatie. Het heeft echter verschillende knoppen om aan te draaien om de impact hiervan te compenseren. Prijsverhogingen van abonnementen zijn niet ondenkbaar, veel concurrenten hebben dit ondertussen al wel gedaan. De onderneming heeft wel haar abonnementsstructuur aangepast, waardoor het *premium* abonnement relatief aantrekkelijker is geworden en leden steeds vaker kiezen voor deze vorm.

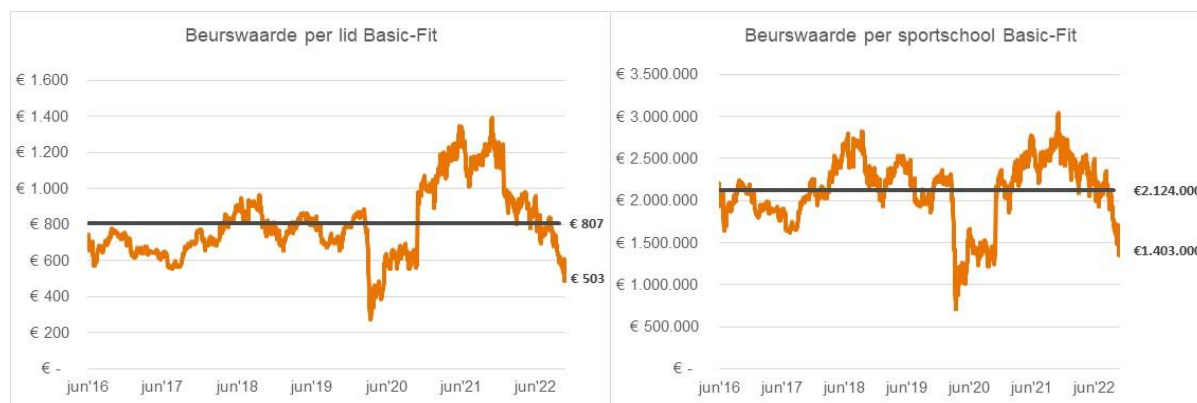
Op dit moment sluit circa 50% van de nieuwe leden een premium abonnement af voor € 29,99 per vier weken (basic abonnement € 19,99), terwijl dat in het verleden rond de 30% lag. Hierdoor neemt de omzet per lid toe, zonder dat daar direct hogere kosten tegenover staan.

Naast een hogere omzet per lid kan Basic-Fit ook de kosten verlagen. Zo ziet het mogelijkheden om het energieverbruik omlaag te brengen door sportscholen aan te sturen vanuit de centrale controlekamer op het hoofdkantoor. Sportscholen zijn niet alleen uitgerust met slimme camera's maar ook met slimme verlichting en verwarming. Daarnaast helpen de slimme camera's om het personeel dat nodig is om een sportschool te managen omlaag te brengen. Sportscholen kunnen nu op afstand geopend worden zonder dat daar een medewerker voor nodig is.

Tot slot is de verwachting dat Basic-Fit wel sterker uit een eventuele recessie kan komen. Verschillende concurrenten hebben hun prijzen al fors moeten verhogen door de hoge energieprijzen. Basic-Fit heeft dat nog niet gedaan en wint zodoende marktaandeel. Met name relatief kleinere spelers zullen het vooral lastig krijgen in de huidige macro-economische omgeving, veel zullen dan ook afvallen. De middellange termijn groeivoorzichten voor de absolute marktleider zijn dan ook wat ons betreft nog steeds uitstekend.

Goede middellange termijn vooruitzichten en lage waardering

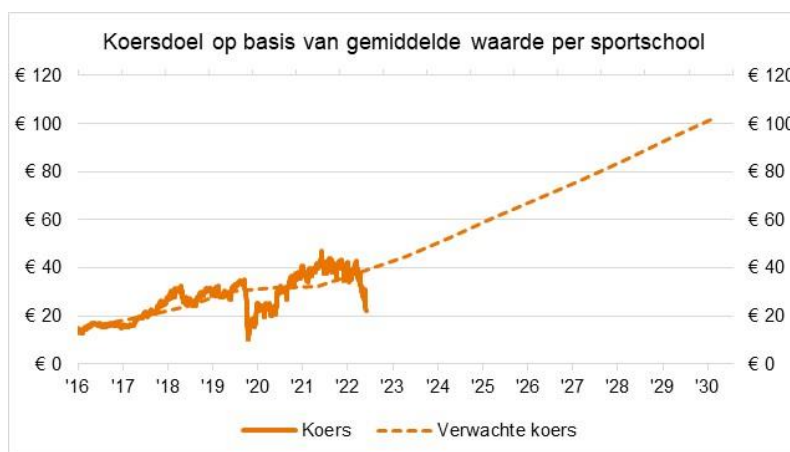
We kunnen op verschillende manieren kijken naar de waardering van Basic-Fit. Allereerst kunnen we kijken naar hoeveel waarde de markt in het verleden wilde betalen per sportschool en per lid. Dit wordt berekend door de beurswaarde van Basic-Fit te delen door het aantal sportschool en het aantal leden in een bepaald jaar. De gemiddelde waardering komt uit op € 2,1 miljoen per sportschool en € 807,- per lid. Tegen de beurskoers per eind oktober van € 25,50 noteert Basic-Fit circa 35% onder het gemiddelde van deze twee waarderingsmaatstaven.



Bron: Datastream en berekeningen Add Value Fund

Op basis van de historische waardering is Basic-Fit dus goedkoop gewaardeerd, alleen tijdens de corona 'lockdown' werd er op de beurs minder betaald voor een Basic-Fit sportschool of lid.

Beleggen is vooruitkijken en met behulp van de doelstellingen van het management kunnen we wat verder in de toekomst kijken. Als we uitgaan van de doelstellingen van het aantal sportscholen kunnen we uitrekenen aan de hand van de historische waardering per sportschool wat de beurskoers van Basic-Fit in de toekomst zou moeten zijn. Met een gemiddelde beurswaarde per sportschool van € 2,1 miljoen zou Basic-Fit eind volgend jaar, met 1.400 sportscholen, € 45,- moeten noteren op de beurs.



Bron: Berekeningen van AVF op basis van doelstellingen Basic-Fit

Voor 2025 komen we dan uit op een koersdoel van ruim € 60,-. Dit geeft een mooi opwaarts koerspotentieel van 135%, oftewel 33% gemiddeld per jaar. Gezien de plannen van het management groeit Basic-Fit ook na 2025 door en dat is te zien aan de verwachte koersdoel in bovenstaande grafiek. Op basis van het huidige groeitempo kan Basic-Fit vervolgens de koersgrens van € 100,- doorbreken in 2030.

Aangezien Basic-Fit alle inkomsten nodig heeft voor het investeren in het uitbreiden van het clubnetwerk is er (nog) geen ruimte voor het uitkeren van dividend. Wanneer het schuldniveau in 2025 dusdanig laag is ten opzichte van de EBITDA en er in hetzelfde tempo clubs geopend blijft worden verwachten wij dat Basic-Fit vanaf dan een groeiend dividend kan gaan uitkeren en/of aandelen zal inkopen. In 2025 leveren de bestaande sportscholen namelijk meer op dan dat er nodig is om te investeren, er is dan dus ruimte om een deel van de winst uit te keren aan haar aandeelhouders.

Conclusie

Sportschoolketen Basic-Fit is de onbetwiste Europese marktleider met een indrukwekkende groei. Het managementteam heeft jarenlange ervaring in de fitnessindustrie, en dat blijkt als we zien hoe professioneel en geperfectioneerd het *'value-for-money'* concept wordt uitgerold. Daarnaast heeft de CEO René Moos zelf *'skin in the game'* en is tevens de grootste aandeelhouder (>14%), de belangen lopen dus parallel.

De onderneming is in staat om sneller te groeien dan de totale fitnessmarkt en is actief in het meest aantrekkelijke gedeelte van de fitnessmarkt, het *'value-for-money'* segment. Basic-Fit heeft daarnaast de groei in eigen hand en is niet afhankelijk van overnames. Er zijn nog volop aantrekkelijke locaties in de landen waar Basic-Fit nu actief is. Hierdoor hoeft Basic-Fit niet leden van de concurrentie over te nemen, maar is het voldoende om clubs te openen in gebieden waar nog weinig sportscholen zijn. Elke nieuwe club genereert een zeer aantrekkelijk rendement op het geïnvesteerd kapitaal van minimaal 30% en draait al na 4 tot 5 maanden *break-even*. Dat de onderneming dan ook jaarlijks 200 tot 300 nieuwe sportscholen opent, juichen wij alleen maar toe.

Wij verwachten dan ook de komende jaren een aantrekkelijk rendement te behalen op onze belegging. Basic-Fit is een absolute winnaar onder de *'value-for-money'* fitnessclubs. Het bewezen en schaalbaar bedrijfsmodel wint alleen maar aan kracht met de steeds groter wordende omvang. Daarnaast moet de onderneming in staat zijn om in dit gure economische klimaat marktaandeel te winnen.

De kleine misstap die de onderneming in het derde kwartaal maakte, na een uitstekend langjarig *track record*, laten ons, net als voormalig prof tennisser René Moos, niet uit het veld slaan.

Na de forse koersval heeft hij vorige week nog 150.000 aandelen bijgekocht tegen € 22,08. Oftewel een investering van € 3,3 mln, een duidelijk en krachtig signaal wat ons betreft!

Mocht de beurskoers verder dalen en de waardering nog aantrekkelijker worden, schromen wij niet om ons belang verder uit te breiden.

Vooruitzichten

Na drie kwartalen op rij van negatieve rendementen lieten de aandelenmarkten in oktober een koersherstel zien. De Amerikaanse Dow Jones Index herstelde zelfs met 14%, de grootste koersstijging in de afgelopen 46 jaar. De verwachte vierde opeenvolgende 0,75% renteverhoging van de Amerikaanse centrale bank naar 3,75% - 4,00%, zorgde begin november voor enige koersdruk. Met name rentegevoelige groeiaandelen, waaronder technologiebedrijven die weinig of geen winst maken en veel schuld op hun balans hebben staan, kregen rake klappen.

Ook gezonde en sterke groeibedrijven waarvan de bedrijfswinsten stijgen, werden door de oplopende kapitaalmarktrentes in hun kielzog meegezogen. Veel groeiaandelen zijn, net als veel van onze participaties in portefeuille, door de forse koersafstraffingen dit jaar, waarde-aandelen geworden.

Ruim 65% portefeuilleweging is schuldenvrij en het gewogen dividendrendement op onze portefeuille staat inmiddels op een recordhoogte van 4,3%.

Zolang marktvorsers verdeeld zijn tot welk renteplafond de Amerikaanse centrale bank bereid is de rente op te trekken, 5% of meer in 2023, zullen de financiële markten op ieder inflatie- of banencijfer heftig reageren. Naar verwachting zal daardoor de koersvolatiliteit de komende maanden nog wel hoog blijven.

Dit speelt onze participatie Flow Traders in de kaart en ook voor ons, als fundamentele lange termijn belegger, biedt dit kansen. De vrijgekomen middelen uit de verkoop van ons belang in Hunter Douglas zullen we dan ook de komende maanden slim aan het werk zetten. Daarbij zullen we uiterst selectief, kritisch en geduldig zijn.

Flow Traders kwam in de verslagmaand met ijzersterke derdekwaartaalcijfers naar buiten. Deze unieke *fintech* onderneming realiseerde € 112 mln aan netto handelsinkomsten, daarmee behaalde de *liquidity provider* het beste Q3 handelsresultaat sinds oprichting in 2004. Deze recordresultaten werden op de beurs beloond met een koerssprong van maar liefst 13%. De onderneming is vol zelfvertrouwen voor de toekomst, het aandeleninkoopprogramma werd namelijk verhoogd van € 25 miljoen naar € 40 miljoen.

Ondanks de uitstekende bedrijfsprestaties over de eerste negen maanden en het koersherstel (>35% gestegen sinds dieptepunt), blijft de onderneming naar onzes inziens nog steeds sterk ondergewaardeerd. Op basis van onze verhoogde winst per aandeel taxatie van € 2,75 naar € 3,25 (WPA 2021: € 2,63), noteert het aandeel slechts iets meer dan zeven keer de verwachte winst 2022 en bedraagt het dividendrendement bijna 7%. Het gebeurt zelden dat het dividendrendement van een groeionderneming net zo hoog is als de K/W-verhouding.

De tot nu toe gepubliceerde derdekwaartaalcijfers van onze participaties, met een portefeuilleweging van 70%, voldoen of overtreffen zelfs onze verwachtingen. Naast Flow Traders, hebben we onze winsttaxaties voor beide chipmachinefabrikanten, ASMI en Besi, ondanks de nieuwe Amerikaanse exportrestricties voor China, opwaarts moeten herzien. De overige participaties liggen goed op koers om onze doelstellingen dit jaar te gaan realiseren.

Basic-Fit is de enige participatie, zoals in dit maandbericht uitgebreid beschreven, die niet aan onze verwachtingen voldeed. Binnen nu en twee weken hebben al onze participaties hun Q3 resultaten bekendgemaakt, we zullen daar dieper op ingaan in ons eerstvolgende maandbericht.

Wij gaan er nog steeds vanuit dat 65%-weging van onze portefeuille recordresultaten zal boeken in 2022. Ook de verwachte gewogen winstgroei van onze portefeuille van tenminste 10%, achten wij nog steeds realistisch. De goede Q3 cijfers, vooruitzichten en conservatieve aannames geven ons extra vertrouwen.

“Winstgroei, rente en sentiment bepalen het rendement”

Met onze huidige winst- en dividendtaxaties noteert de portefeuille thans een gewogen K/W-verhouding 2022 van 13,0 en een gewogen dividendrendement van 4,3%. De zogenaamde *earnings yield*, winst per aandeel Add Value Fund delen door beurskoers, bedraagt 7,7%.

In het licht van de dubbelcijferige winstgroeivooruitzichten en de negatieve reële rentes is dat nog steeds een zeer aantrekkelijke risicopremie.

In het verleden is vaker gebleken dat de oktobermaand een kantelpunt is voor aandelenmarkten, na een lange periode van koersdalingen. Een zwaluw maakt echter nog geen zomer, maar onze participaties liggen in ieder geval goed op koers om hun middellange termijn doelstellingen in 2025/26 te realiseren of zelfs te overtreffen. Beurskoersen kunnen we helaas op korte termijn niet voorspellen, maar uiteindelijk zal lange termijn winstgroei de waarde van onze participaties laten toenemen en daarmee de beurskoersen opstuwten.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,



Hilco Wiersma (1977)

Fund Manager & Managing Partner



Bastiaan Rogmans (1984)

Analist



Jordi Fierlings (1994)

Analist

Amsterdam, 10 november 2022

Add Value Fund Management B.V. | J.J. Viottastraat 31 | 1071 JP Amsterdam

T: 020-5703057 | E: info@addvaluefund.nl | W: addvaluefund.nl

Netto totaalrendement inclusief herbeleggen van dividenden:

Fondsinformatie		AVF	AEX	AMX	ASCX	
Startdatum	1 februari 2007	cum.	296,6%	122,8%	107,3%	170,9%
Fondsvermogen	€ 130,2 mln	2022	-24,9%	-14,1%	-12,5%	-11,9%
Beurskoers	€ 76,36	2021	56,8%	30,6%	18,7%	23,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 76,59	2020	20,4%	5,7%	5,1%	13,5%
Aantal uitstaande aandelen	1.700.001	2019	32,2%	28,5%	42,6%	20,5%
Beursnotering	Euronext Amsterdam	2018	-18,3%	-7,4%	-19,0%	-16,3%
Verhandelbaarheid	Iedere handelsdag	2017	26,7%	16,5%	24,7%	34,5%
Valuta	EUR	2016	14,9%	13,6%	0,8%	7,5%
ISIN Code	NL0009388743	2015	22,0%	7,4%	12,1%	38,7%
		2014	2,0%	8,7%	3,4%	18,3%
		2013	8,9%	20,7%	22,8%	30,3%
		2012	27,8%	14,0%	19,0%	11,3%
		2011	-20,3%	-8,9%	-24,6%	-21,0%
		2010	51,2%	9,2%	28,7%	16,4%
		2009	55,6%	41,9%	68,4%	52,0%
		2008	-43,1%	-50,3%	-50,5%	-50,8%
		2007	-3,2%	5,3%	-5,1%	-6,1%

Dividend	
Dividend (contant)	Jaarlijks
Laatst uitgekeerde dividend	€ 1,50
Ex-dividend datum	26 april 2022
Dividendbeleid en -historie	Zie website

Rating	
Morningstar Rating Overall	★★★★★
Morningstar Analyst Rating	Neutral

Geannualiseerd rendement	1-jaar	3-jaar	5-jaar	10-jaar	sinds start
Add Value Fund	-17,4%	14,2%	8,8%	12,0%	9,1%
AMX-index	-10,3%	5,1%	4,5%	8,7%	4,7%

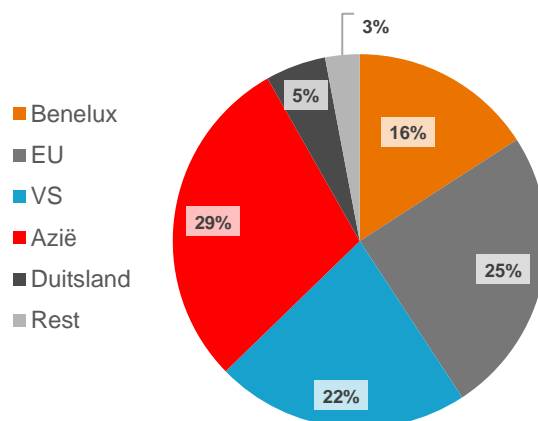
Bron: Add Value Fund, Datastream; Peildatum 31-10-2022. Na kosten.
Voor een uitgebreide rendementsoverzicht zie addvaluefund.nl/rendementen

Fondskarakteristieken	AVF	AMX
Schuld ratio	0	3,9
% Positieve maanden	62,9%	61,8%
% Positieve jaren	75,0%	68,8%
Maximale drawdown	-53,4%	-66,7%
% jaren outperformance	68,8%	
Active share vs. AMX	80,9%	
Standaard deviatie (10 jaar)	17,5%	17,8%
Top-3 holdings % van totaal	40,8%	27,1%
Alpha (5 jaar, geannualiseerd)	5,3%	
Alpha (sinds begin, geannualiseerd)	6,4%	
Beta (5 jaar)	0,96	
Beta (sinds begin)	0,85	
Sharpe ratio (5 jaar)	0,50	0,33
Sharpe ratio (sinds begin)	0,66	0,54

Samenstelling naar beurswaarde	AVF	AMX
> € 5 miljard	17,8%	32,8%
> € 2 miljard	21,9%	48,3%
> € 1 miljard	26,2%	15,9%
> € 500 miljoen	12,9%	3,0%
< € 500 miljoen	21,3%	0,0%

Waardering	AVF	AMX
Koers/winst-verhouding ²⁰²¹	15,1	na
Koers/winst-verhouding ²⁰²²	13,0	11,1
Dividendrendement ²⁰²¹	3,8%	3,3%
Dividendrendement ²⁰²²	4,3%	4,4%

Omzetverdeling portefeuille




Portefeuille naar eindmarkt



Duurzaamheid

Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, erkent haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcapaandelen. Add Value Fund Management heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid beleggen wij niet in ondernemingen die stelselmatig overtredingen plegen op gebied van mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. Hierom hebben wij ons via onze moeder Optimix Vermogensbeheer N.V. aangesloten bij de [United Nations Global Compact](#). Om deze maatschappelijke verantwoordelijkheid te onderstrepen, heeft Optimix Vermogensbeheer N.V. de [UN Principles for Responsible Investment](#) ondertekend.

Duurzaamheid Rating

Morningstar Duurzaamheid Rangschikking 
 Morningstar Duurzaamheid Rangschikking % Top-2%

