



analityk: Michał Krajczewski

data sporządzenia: 03.11.2016

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
684,05	1 778,3	42,77%	650,5	35,6	9,42

Spółka dostarcza innym pracodawcom rozwiązania w zakresie pozapłacowych świadczeń pracowniczych oraz programów kafejnych. Głównym produktem firmy jest karta MultiSport Plus. Benefit Systems inwestuje także we własne sieci klubów fitness.

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - BGŻ BNP	różnica	3Q'16	3Q '16 - konsensus	różnica
Przychody	182,9	141,6	29,1%	182,9	175,1	4,5%	182,9	176,0	3,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	59,1	42,6	38,8%	59,1	52,1	13,5%	59,1	-	
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>32,3%</i>	<i>30,1%</i>		<i>32,3%</i>	<i>29,8%</i>		<i>32,3%</i>		
EBITDA	41,0	29,8	37,7%	41,0	35,6	15,3%	41,0	37,0	10,9%
<i>marża EBITDA</i>	<i>22,4%</i>	<i>21,0%</i>		<i>22,4%</i>	<i>20,3%</i>		<i>22,4%</i>	<i>21,0%</i>	
EBIT	35,3	23,4	51,0%	35,3	31,0	13,9%	35,3	30,9	14,2%
<i>marża EBIT</i>	<i>19,3%</i>	<i>16,5%</i>		<i>19,3%</i>	<i>17,7%</i>		<i>19,3%</i>	<i>17,6%</i>	
- Karty sportowe	41,5	29,2	42,5%	41,5	35,3	17,6%	41,5	-	
<i>marża EBIT</i>	<i>27,3%</i>	<i>23,8%</i>		<i>27,3%</i>	<i>24,1%</i>		<i>27,3%</i>		
- Zagranica	0,4	0,2	100,0%	0,4	0,4	0,0%	0,4	-	
<i>marża EBIT</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,2%</i>		<i>4,0%</i>	<i>4,5%</i>		<i>4,0%</i>		
- Fitness	-6,9	-1,9	263,2%	-6,9	-2,4	-	-6,9	-	
<i>marża EBIT</i>	<i>-41,3%</i>	<i>-15,2%</i>		<i>-41,3%</i>	<i>-15,8%</i>		<i>-41,3%</i>		
- Nowe Produkty	1,3	-1,9	-	1,3	0,2	544,0%	1,3	-	
<i>marża EBIT</i>	<i>2,5%</i>	<i>-25,1%</i>		<i>2,5%</i>	<i>0,3%</i>		<i>2,5%</i>		
Zysk netto	26,5	18,5	43,0%	26,5	24,5	8,2%	26,5	23,7	11,8%
<i>marża netto</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,1%</i>		<i>14,5%</i>	<i>14,0%</i>		<i>14,5%</i>	<i>13,5%</i>	

Komentarz do wyników za 3Q'16

Benefit System pozytywnie zaskoczył inwestorów notując w 3Q'16 wyniki lepsze o ok. 10-14% od oczekiwań. Spółka potwierdza tym samym szybki rozwój w segmencie kart sportowych w Polsce i za granicą oraz poprawę rentowności segmentu nowych produktów. Z uwagi na wysoką skalę inwestycji w nowe kluby (+12 placówek czyli +63% r/r w obrębie konsolidowanych sieci), wyższą stratę zanotował segment fitness.

Benefit Systems kolejny kwartał z rzędu utrzymuje dwucyfrowe, zbliżone do 30% tempo poprawy przychodów. Jest ono pochodną przyspieszającej akwizycji nowych użytkowników kart sportowych - w Polsce jest to już 689,6 tys. osób (+126,7 tys., +22,6% r/r), a za granicą jest to 33,9 tys. osób (+15,2 tys., +80,3% r/r). Ważny jest też fakt umiarkowanego zwiększenia marży brutto na sprzedaży w obydwu opisywanych segmentach, pomimo coraz szybszego tempa rozwoju. Zwiększenie skali działalności w Polsce przekłada się również na spadek współczynnika kosztów SG&A w stosunku do przychodów, co skutkuje jeszcze wyższym tempem poprawy wyniku EBIT. W pozostałych krajach Spółka jest dopiero na etapie zwiększania struktur sprzedażowych i inwestycji w rynek, dlatego koszty zwiększają się w zbliżonym do przychodów tempie.

Pozytywnie w minionym kwartale zaskoczył również segment Nowych Produktów. Koncentracja na poprawie rentowności pozwoliła na uzyskanie prawie 1,3 mln PLN EBIT, a Zarząd skupia się na dalszym zwiększaniu bazy użytkowników (+35,7% r/r w 3Q'16). Negatywnie wypadły natomiast wyniki segmentu Fitness z uwagi na wysoką skalę inwestycji w nowe kluby (+12 placówek czyli +63% r/r w obrębie konsolidowanych sieci). Benefit podał równocześnie dane dotyczące wszystkich klubów (109 placówek) - przy założeniu pełnej konsolidacji w okresie 1-3Q'16 wypracowały one 156,1 mln PLN przychodów i 13,4 mln PLN EBITDA (8,6% rentowności). Powyższe pokazuje docelowy potencjał tego obszaru wraz z dojrzywaniem obecnie posiadanych klubów i kolejnymi inwestycjami lub wykupami udziałów.



Benefit Systems

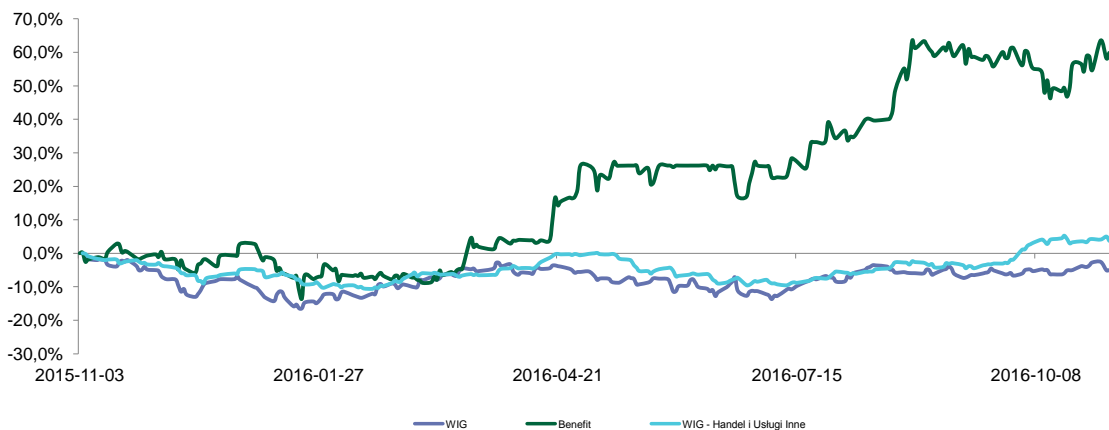
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Potwierdzeniem dobrych wyników był w 3Q'16 cash flow z działalności operacyjnej - wyniósł on 39,5 mln PLN wobec 22,2 mln PLN przed rokiem (+77,8% r/r). Utrzymany został poziom zadłużenia - wskaźnik długu netto do EBITDA wynosi 1,0x.

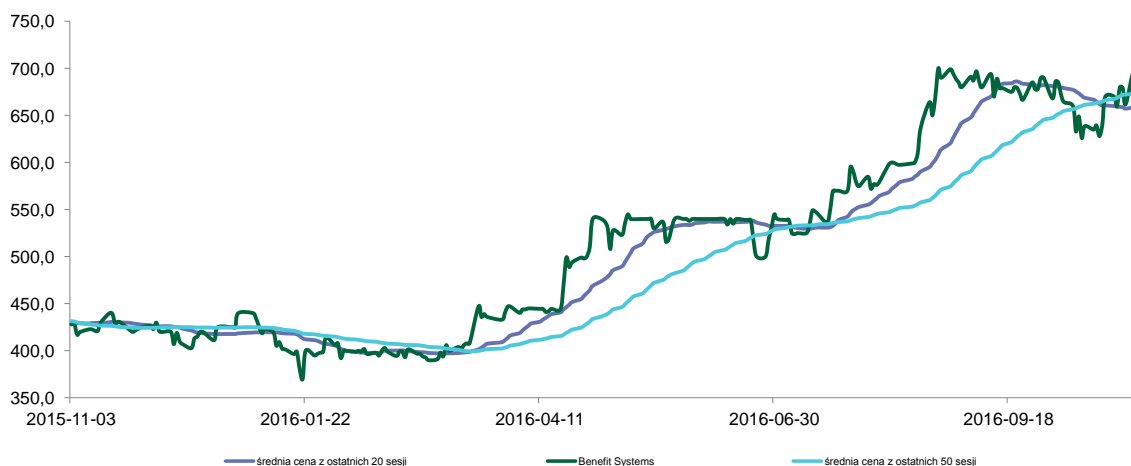
Podczas konferencji po wynikach Zarząd podtrzymał pozytywną opinię, co do dalszych perspektyw rozwojowych Spółki. Na rynku polskim Benefit ciągle znajduje się daleko od punktu nasycenia kartami sportowymi. Lepiej od oczekiwań wypada rozwój w Bułgarii (prawie 10 tys. użytkowników po kilku kwartałach działalności). W przypadku Czech coraz bardziej widać efekty skali działalności i popularyzację świadczeń Spółki wśród pracodawców, którzy konkurują o pracowników w obliczu rekordowo niskiego bezrobocia w tym kraju. W segmencie fitness oczekiwana jest poprawa rezultatów z tytułu stopniowej konsolidacji klubów (marża EBITDA Calypso, czyli największej sieci to 9,1%) oraz dojrzewaniem placówek otwartych w ciągu ostatniego roku.

Zarząd nie przedstawił dziś nowych informacji, dlatego pomimo lepszych od naszych prognoz wyników, podtrzymujemy nasze neutralne podejście do Spółki - uważamy, iż tegoroczna poprawa wyników jest już uwzględniona w obecnej wycenie akcji.

Benefit vs WIG vs WIG - Handel i Usługi Inne



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórznego	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf