



Benefit Systems

analityk: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 24.08.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
1022,00	2 656,8	41%	1 879,1	31,7	11,81

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

Wyniki kwartalne	2Q '17	2Q '16	r/r	2Q '17	2Q '17 - konsensus	różnica
Przychody	235,4	184,3	27,7%	235,4	233,0	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	68,4	48,8	40,1%	68,4		
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	29,1%	26,5%		29,1%		
EBITDA	37,6	29,3	28,5%	37,6	37,2	1,1%
<i>marża EBITDA</i>	16,0%	15,9%		16,0%	16,0%	
- Karty sportowe	41,1	31,8	29,4%	41,1		
<i>marża EBITDA</i>	22,5%	20,2%		22,5%		
- Zagranica	-1,7	-0,3	452,1%	-1,7		
<i>marża EBITDA</i>	-8,0%	-3,3%		-8,0%		
- Fitness	0,1	0,3	-50,8%	0,1		
<i>marża EBITDA</i>	0,4%	1,7%		0,4%		
- Kafeterie	-0,6	-0,7	-18,8%	-0,6		
<i>marża EBITDA</i>	-5,1%	-8,4%		-5,1%		
EBIT	28,9	23,4	23,2%	28,9	29,9	-3,5%
<i>marża EBIT</i>	12,3%	12,7%		12,3%	12,8%	
Zysk netto	22,4	17,6	27,1%	22,4	22,9	-2,2%
<i>marża netto</i>	9,5%	9,6%		9,5%	9,8%	

Komentarz do wyników

Wyniki Benefit Systems są zgodne z konsensusem, oceniamy je umiarkowanie pozytywnie z uwagi na utrzymanie blisko 30% dynamiki poprawy zysków. W drugim kwartale Grupa zwiększyła przychody o 27,7% r/r, a dzięki poprawie marży brutto na sprzedaży o 2,6 pkt. proc. r/r, zdołała pokryć rosnące koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (+53,1% r/r) i w efekcie EBITDA (+28,5% r/r) wzrastała w tempie minimalnie powyżej dynamiki sprzedaży. Z uwagi na zwiększenie zadłużenia, saldo kosztów finansowych było o 1,4 mln PLN gorsze r/r, jednakże na poziom zysku netto korzystnie wpływała niższa efektywna stawka podatku dochodowego (20,9% vs 25,7%), w efekcie zysk netto był o 27,1% r/r wyższy. **Pozytywnie oceniamy wygenerowany cash flow z działalności operacyjnej**, który wyniósł 28,1 mln PLN (+32,3% r/r).

Segment kart sportowych: w 2Q'17 przychody w wysokości 182,5 mln PLN (+16,1% r/r), głównie z uwagi na wzrost liczby kart (+15,2% r/r). Prowadzone akcje mające na celu zachęcić użytkowników do nierezygnowania z kart na okres wakacyjny przyczyniły się do poprawy marży brutto na sprzedaży o 3,4 pkt. proc. Z drugiej strony o 42,4% r/r wzrosły koszty sprzedaży (prowadzone badania rynkowe, koszty obsługi prawnej w związku z postępowaniem przed UOKiK).

Segment fitness: przychody wyniosły 40,7 mln PLN (+128,5% r/r) wspierane przez konsolidację przejętych klubów Zdrofit oraz wysokie tempo otwarć Fabryki Formy. Zysk brutto na sprzedaży był o 180% r/r wyższy (kluby Zdrofit mają wyższą rentowność z uwagi na ich większą dojrzałość), ale przejęcia wpłynęły na koszty ogólnoadministracyjne (+311% r/r) więc EBITDA była zbliżona r/r.

Segment zagranica: utrzymane jest wysokie tempo wzrostu sprzedaży (+129,4% r/r do 21,3 mln PLN), jednakże z uwagi na wzrost udziału młodszego rynku w Bułgarii, spada marża brutto na sprzedaży (-3,4 pkt. proc. r/r), co z rozwojem zespołów sprzedażowych wpłynęło na pogorszenie się zysku EBITDA.



Benefit Systems

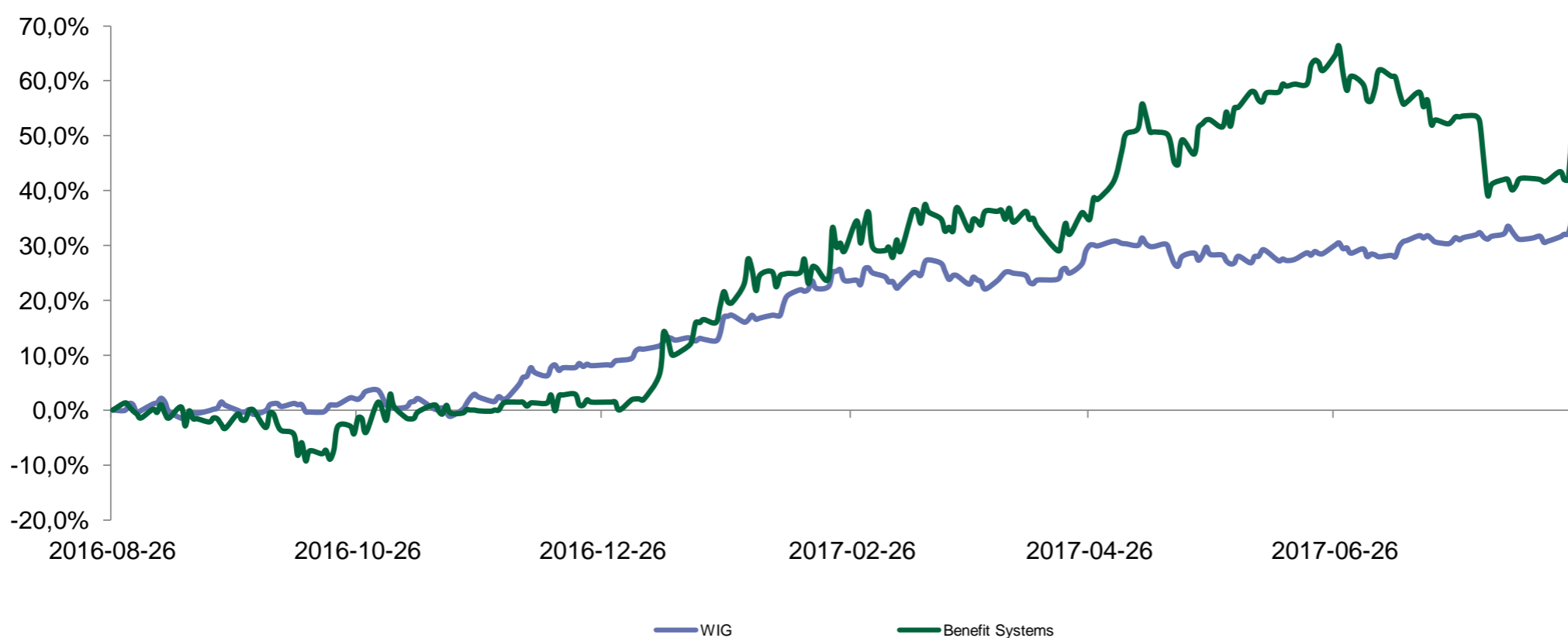
Komentarz do wyników

Segment kafeтерии: przychody były o 34,0% r/r wyższe, przy czym z uwagi na spadek marży brutto na sprzedaży (-2,5 pkt. proc.) i jednorazowy koszt 1 mln PLN związany z rozliczeniem przejścia MyBenefit, EBITDA była porównywalna r/r.

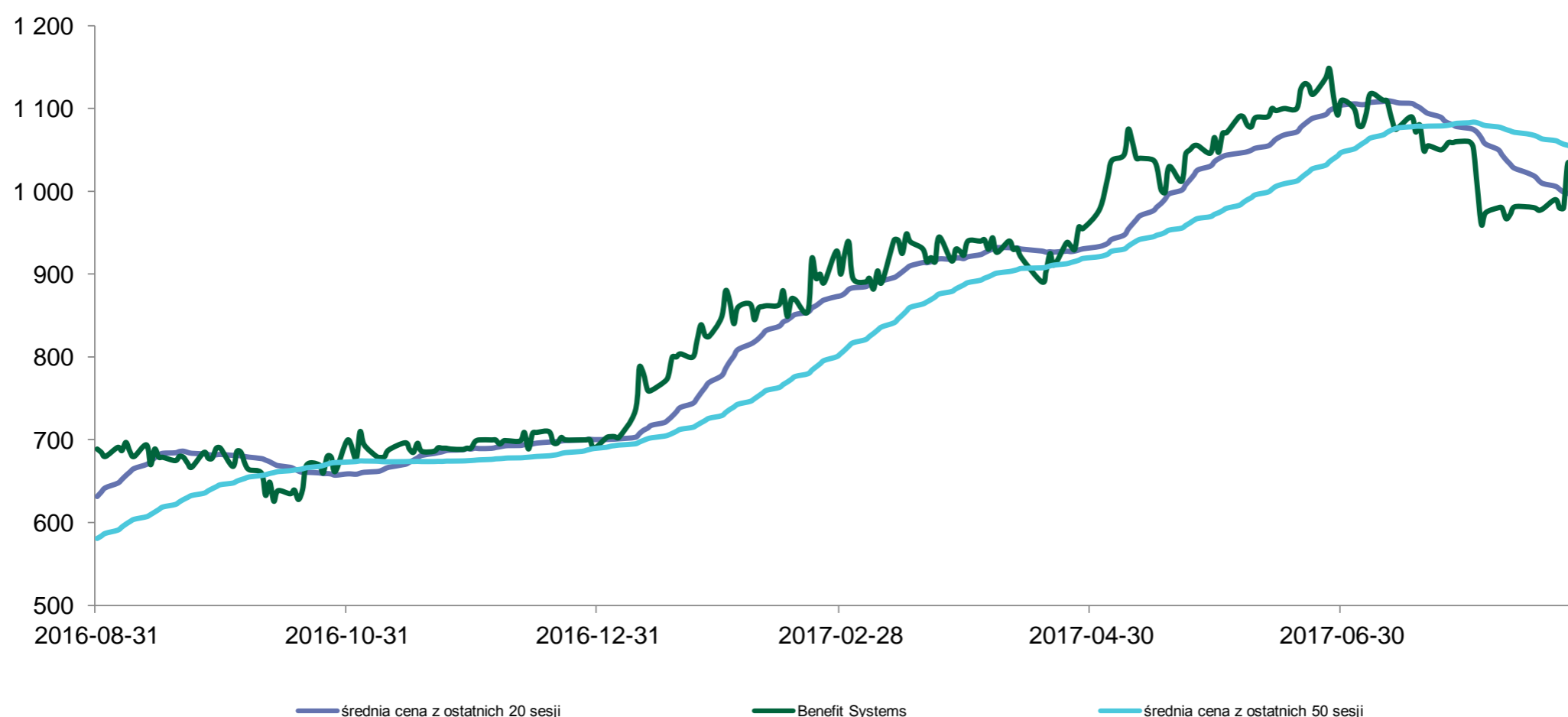
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Podtrzymujemy naszą pozytywną opinię o Spółce. Choć w 3Q'17 marża brutto na sprzedaży w segmencie karto sportowych może spaść r/r z powodu rozliczenia kosztów akcji wakacyjnych (np. darmowe bilety do kin i muzeów) to Zarząd obserwuje pozytywne efekty tej inwestycji na wyniki całego roku. Z uwagi na wzrost skali spodziewana jest stopniowa poprawa marży (mniejszy udział tzw. heavy-userów). Jeżeli chodzi o rynki zagraniczne Spółka spodziewa się kontynuacji dotychczasowego tempa rozwoju. Do końca br. ma być uruchomiona działalność w kolejnym kraju, przy czym sprzedaż kart ma ruszyć w połowie 2018 r. W dłuższym terminie Zarząd wymienił kilka państw, które są na celowniku - wejście do nich mogłoby zapewnić podobną, potencjalną liczbę kart jak rynek polski (ponad 1 mln). Pozytywnie oceniamy również kolejne akwizycje w segmencie klubów, ważne jest też wyjście za granicę. Ryzykiem dla Spółki jest prowadzone obecnie postępowanie UOKiK, co może opóźnić proces przejścia klubów Calypso.

Benefit Systems vs WIG



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	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
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 566 97 23	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 jest poniżej 0%.

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