



analitik: Michał Krajczewski, CFA

2017-11-09

Podstawowe dane o spółce

Cena	1119,90
Kapitalizacja (mln zł)	2 995,6
Free float	65,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	5,3
P/E	29,7
EV/EBITDA	13,99

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

Notowania Benefit Systems za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku

mln PLN	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica	BGZ BNP	różnica
Przychody	182,9	202,7	220,5	235,4	240,4	31,4%	2,1%	242,9	-1,0%	256,8	-6,4%
Zysk brutto na sprzedaży	59,1	65,6	46,4	68,4	73,7	24,7%	7,8%			67,3	9,5%
EBITDA	41,0	32,9	25,4	37,6	51,1	24,5%	35,8%	43,1	18,5%	45,6	12,0%
<i>marża EBITDA</i>	22,4%	16,2%	11,5%	16,0%	21,2%			17,7%		17,8%	
Karty sportowe	43,2	33,1	21,3	41,1	39,8	-7,8%	-3,1%			39,0	2,1%
Zagranica	0,4	-0,7	-2,2	-1,7	0,9	113,5%	-			2,1	-54,1%
Fitness	-3,3	3,6	6,2	0,1	2,0	-	1273,8%			1,0	95,3%
Kafeteria	1,1	3,4	1,4	-0,6	8,8	720,1%	-			2,5	253,0%
EBIT	35,3	26,4	18,3	28,9	42,4	20,2%	47,0%	34,1	24,4%	37,8	12,2%
<i>marża EBIT</i>	19,3%	13,0%	8,3%	12,3%	17,6%			14,0%		14,7%	
Zysk netto	26,5	25,4	14,1	22,4	32,5	22,8%	45,3%	26,8	21,4%	29,7	9,6%
<i>marża netto</i>	14,5%	12,5%	6,4%	9,5%	13,5%			11,0%		11,6%	
Cash flow operacyjny	39,6	37,3	26,2	28,1	51,1	29,0%	81,9%				

Komentarz do wyników

Benefit System w III kwartale 2017 r. znacząco poprawił wyniki w ujęciu r/r i przekroczył oczekiwania rynkowego konsensusu oraz prognoz BM BGZ BNP Paribas.

W najważniejszym **segmencie kart sportowych** spółka kwartał do kwartału powiększyła liczbę użytkowników o 5 tys. (+0,6%), a dynamika roczna zdobywania nowych kart wyniosła 17,2%. W efekcie dalszego, lekkiego (+1,2% r/r) wzrostu obrotu na użytkownika, przychody ze sprzedaży były o 18,6% r/r wyższe. Powyższe było możliwe dzięki przeprowadzeniu tzw. akcji wakacyjnych zwiększających atrakcyjność MultiSport w okresie letnim. Koszty tej akcji (głównie bilety kinowe) wyniosły w segmencie kart sportowych 18,9 mln PLN, przy czym spółka wykazała dodatkowo 5,6 mln PLN zysku w segmencie Kafeteria. Z uwagi na wspomnianą inwestycję zysk brutto na sprzedaży był o 5,5% r/r niższy, co nie było jednak zaskoczeniem, gdyż Zarząd zapowiadał dodatkowe działania promocyjne. W wolniejszym, niż w poprzednich kwartałach, rosły natomiast koszty SG&A segmentu (+9,2% r/r). EBITDA była jednak o 7,8% r/r niższa, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Benefit w dalszym ciągu utrzymuje bardzo dobre tempo wzrostu na rynkach zagranicznych – w **segmencie zagranica** przychody zwiększyły się o 123,7% r/r przy liczbie użytkowników wyższej o 133,6% r/r. Skalowanie działalności wymaga jednak dalszego zwiększenia kosztów SG&A (+85,3% r/r), przy czym Spółce udało poprawić się r/r EBITDE z 0,4 do ponad 0,9 mln PLN.

W przypadku **segmentu kafeterii** obserwowaliśmy kontynuację trendów przychodowych z poprzednich kwartałów – obroty z użytkownikami były wyższe o 17,5%, liczba użytkowników przyrosła o 20,7%. Jednakże wynik segmentu był zawyżony przez akcje wakacyjne (+18,9 mln PLN przychody, +5,6 mln PLN zysk brutto na sprzedaży). Ponadto w 3Q'17 Spółka zrealizowała jedną, dużą transakcję z klientem na zakup biletów (brak analogicznego działania w ubiegłym roku). W efekcie EBITDA wyniosła rekordowe 8,8 mln PLN (ok. 3,2 mln PLN, +148% r/r bez akcji wakacyjnej).

Z uwagi na dokonywane przejścia klubów (Zdrofit, Tiger) oraz szybkie tempo otwarć w dotychczasowych sieciach, wyniki **segmentu fitness** uległy znaczącej poprawie. Raportowana EBITDA wyniosła prawie 2,0 mln PLN wobec -3,3 mln PLN przed rokiem. W ujęciu porównywalnym w ciągu trzech kwartałów br. EBITDA wzrosła z 3,0 do 8,3 mln PLN. W wynikach zwracamy uwagę, iż na wzrost przychodów wpłynęło też zawiązanie rezerwy na przychody w wysokości 8,0 mln PLN, dotyczącej rozliczenia pomiędzy segmentem Karty Sportowe a segmentem Fitness. W ubiegłym roku rozliczenie takie było dokonane w 4Q'16 (ok. 5,5 mln PLN).



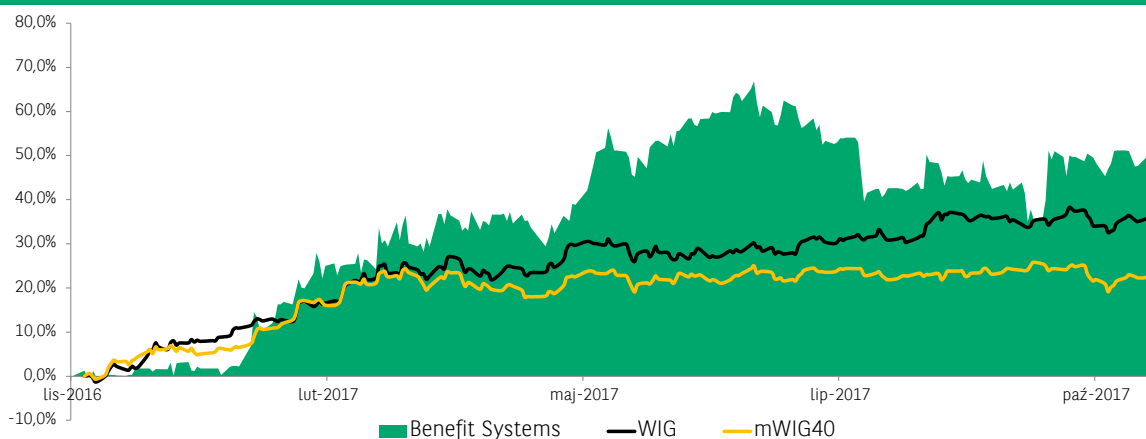
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

Wyniki Benefit Systems oceniamy pozytywnie. Spółka pobiła nasze i rynkowe oczekiwania pomimo wcześniej podanych informacji odnośnie kosztów przeprowadzonej akcji wakacyjnej. Natomiast dzięki temu budowany jest potencjał do dalszych wzrostów liczby użytkowników w kraju. Zarząd sygnalizuje także, iż zwiększenie bazy kart pozytywnie działa na marżę z uwagi na mniejszy odsetek tzw. heavy-userów, czyli osób często korzystających z oferty sportowej (koszt dla segmentu kart). W całym roku celem jest wzrost liczby kart o ponad 100 tys., choć może być to mniejszy wzrost niż w 2016 r. (+131 tys.). Oczekiwane jest utrzymanie stabilnego r/r udziału kosztów SG&A w przychodach w kolejnych kwartałach.

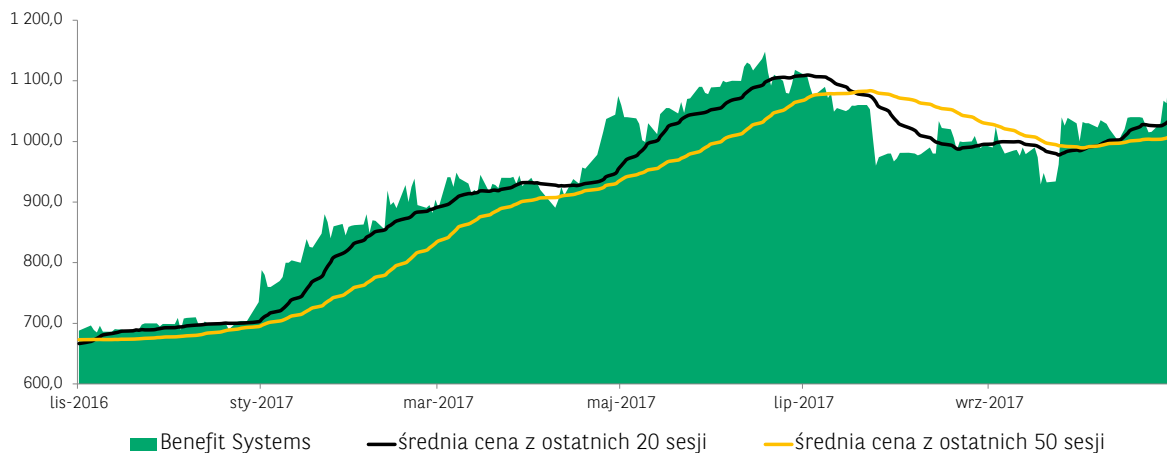
Zarząd podał również informacje o pracach nad wejściem do nowego kraju, czyli do Chorwacji. Rynek ten został pozytywnie oceniony z uwagi na rozdrobnienie rynku fitness, brak konkurencyjnego produktu względem MultiSport oraz korzystną koniunkturę na rynku pracy. Sprzedaż kart ruszy natomiast w połowie 2018 r. Tymczasem trwają analizy kolejnych potencjalnych celów rozwoju (m.in. kraje nadbałtyckie, Serbia, Grecja, Gruzja albo Armenia) oraz prace nad dalszym zwiększaniem skali działalności w Czechach, Słowacji i Bułgarii.

Warto zauważyć, iż Benefit w br. silniej wszedł na zagraniczny rynek fitness (11 klubów). W Polsce z uwagi na coraz większy udział dojrzałych klubów oczekiwana jest dalsza poprawa marży EBITDA. Spółka w dalszym ciągu czeka na decyzję UOKiK odnośnie przejęcia 44 klubów Calypso dla których wnioski zostały złożone rok temu. Benefit od kilku kwartałów jest także w trakcie postępowania wyjaśniającego UOKiK związanego z prawem zachowania konkurencji, przy czym Spółka nie posiada dokładnych informacji odnośnie terminu zakończenia postępowania oraz ew. ryzyka nałożenia kar.

Notowania Benefit Systems w porównaniu do indeksów WIG i mWIG40



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





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 e-mail**

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno **telefon** **adres e-mail**

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 e-mail**

Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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



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

Disclaimer

Biuro Maklerskie Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 (0%; + 10%);
Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie 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 odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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

Numer ewidencyjny:

KW/2017/11/09/BFT/2