



## Benefit Systems – Komentarz do wyników za 4Q'17

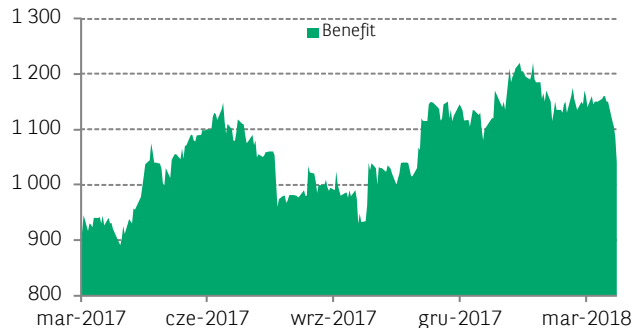
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, [michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl](mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl)

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-03-22

### Podstawowe dane o spółce

|                                   |         |
|-----------------------------------|---------|
| Cena                              | 1040,00 |
| Kapitalizacja (mln zł)            | 2 781,8 |
| Free float                        | 65,1%   |
| Wartość dzienna obrotów (mln PLN) | 2,5     |
| P/E                               | 30,9    |
| EV/EBITDA                         | 18,95   |



### Wyniki 4Q17

| mln PLN                     | 4Q'17        | 4Q'16        | r/r    | 4Q'17        | kons.        | vkons  | 2017         | 2016         | r/r    |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------|--------------|--------------|--------|--------------|--------------|--------|
| <b>Przychody</b>            | <b>266,7</b> | <b>203,8</b> | 30,9%  | <b>266,7</b> | <b>266,0</b> | 0,3%   | <b>964,8</b> | <b>743,8</b> | 29,7%  |
| - karty sportowe            | 194,1        | 165,3        | 17,4%  |              |              |        | 730,7        | 620,7        | 17,7%  |
| - zagranica                 | 29,8         | 13,7         | 118,4% |              |              |        | 91,9         | 40,8         | 125,4% |
| - fitness                   | 56,7         | 26,5         | 114,1% |              |              |        | 180,2        | 81,1         | 122,0% |
| - kafeterie                 | 17,5         | 14,2         | 23,2%  |              |              |        | 67,4         | 39,9         | 69,0%  |
| <b>EBITDA</b>               | <b>41,3</b>  | <b>32,3</b>  | 27,9%  | <b>41,3</b>  | <b>35,6</b>  | 16,0%  | <b>155,5</b> | <b>116,9</b> | 33,1%  |
| <i>marża EBITDA</i>         | <i>15,5%</i> | <i>15,8%</i> |        | <i>15,5%</i> | <i>13,4%</i> |        | <i>16,1%</i> | <i>15,7%</i> |        |
| - karty sportowe            | 39,0         | 33,1         | 17,9%  |              |              |        | 141,3        | 121,8        | 16,0%  |
| <i>marża EBITDA</i>         | <i>20,1%</i> | <i>20,0%</i> |        |              |              |        | <i>19,3%</i> | <i>19,6%</i> |        |
| - zagranica                 | -2,3         | -0,7         | 214,4% |              |              |        | -5,2         | -1,5         | 258,5% |
| <i>marża EBITDA</i>         | <i>-7,8%</i> | <i>0,0%</i>  |        |              |              |        | <i>-5,7%</i> | <i>0,0%</i>  |        |
| - fitness                   | 0,8          | 3,6          | -77,4% |              |              |        | 9,1          | 4,2          | 116,1% |
| <i>marża EBITDA</i>         | <i>1,4%</i>  | <i>13,5%</i> |        |              |              |        | <i>5,1%</i>  | <i>5,2%</i>  |        |
| - kafeterie                 | 4,3          | 3,4          | 26,7%  |              |              |        | 13,9         | 4,0          | 248,1% |
| <i>marża EBITDA</i>         | <i>24,6%</i> | <i>23,9%</i> |        |              |              |        | <i>20,7%</i> | <i>10,0%</i> |        |
| <b>EBIT</b>                 | <b>31,7</b>  | <b>25,8</b>  | 22,9%  | <b>31,7</b>  | <b>26,1</b>  | 21,4%  | <b>121,4</b> | <b>93,2</b>  | 30,3%  |
| <i>marża EBIT</i>           | <i>11,9%</i> | <i>12,7%</i> |        | <i>11,9%</i> | <i>9,8%</i>  |        | <i>12,6%</i> | <i>12,5%</i> |        |
| <b>Zysk netto</b>           | <b>17,8</b>  | <b>24,7</b>  | -27,8% | <b>17,8</b>  | <b>20,9</b>  | -14,7% | <b>86,7</b>  | <b>75,6</b>  | 14,7%  |
| <i>marża netto</i>          | <i>6,7%</i>  | <i>12,1%</i> |        | <i>6,7%</i>  | <i>7,9%</i>  |        | <i>9,0%</i>  | <i>10,2%</i> |        |
| <b>Cash flow operacyjny</b> | <b>33,9</b>  | <b>40,1</b>  | -15,5% |              |              |        | <b>139,2</b> | <b>120,6</b> | 15,4%  |

### Komentarz do wyników

Rezultaty Benefit Systems za 4Q'17 oceniamy neutralnie. Przekroczyły one rynkowy konsensus na poziomie operacyjnym o ponad 20%, co naszym zdaniem jest zastrzeganiem utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu w segmencie kart sportowych i kafeterii. Z drugiej strony zysk na poziomie netto okazał się być niższy od prognoz i w ujęciu r/r z powodu wzrostu kosztów finansowych oraz wyższej stopy (36,6% vs 21%) podatku dochodowego wykazanej w 4Q'17.

Kontynuacja wzrostu rezultatów, słabszy wynik netto z uwagi na koszty finansowe i podatek

Karty sportowe: Liczba kart w Polsce wzrosła w 4Q'17 o 16,3% r/r, co oznacza, iż Benefit w dalszym ciągu poprawia uzyskiwaną średnią cenę. Marża brutto na sprzedaży w 4Q'17 spadła o 1,5 pkt., co z kolei nadrobione zostało dyscypliną kosztową na poziomie SG&A, które zwiększyły się jedynie o 3,5% r/r.

Silny wzrost liczby użytkowników kart sportowych w Polsce i za granicą

Zagranica: Liczba kart sportowych wyniosła 131,1 tys. (+116% r/r), a Benefit po raz pierwszy od roku zdołał zwiększyć przychody na użytkownika (w przeliczeniu na PLN). Segment również zanotował silny spadek marży brutto na sprzedaży (-10,8 pkt. proc. do 22,8%), co jak tłumaczy Zarząd jest spowodowane przyspieszeniem tempa rozwoju na nowych rynkach. Koszty SG&A rosły wolniej od przychodów (+71,5% r/r).



**Fitness:** Liczba konsolidowanych klubów wyniosła 77 (33 przed rokiem), co przetożyło się na wzrost przychodów. Jednakże większa proporcja mniej dojrzałych klubów w portfelu Spółki oznaczała mocny ubytek marży brutto na sprzedaży (13,8% vs 29,1% przed rokiem), a wynik na tym poziomie był porównywalny r/r. W efekcie wzrostu skali działalności koszty SG&A były o 42,7% r/r wyższe, a segment zanotował najwyższą od 3Q'16 stratę EBIT.

Bardzo dobre wyniki kafeiterii, segment fitness pod presją kosztów rozwoju

**Kafeterie:** Segment kontynuuje bardzo dobrą passę z poprzednich kwartałów. Liczba użytkowników była o 25,8% wyższa (296 tys.), a wygenerowane przez nich obroty na platformie kafeteryjnej zwiększyły się o 27,8% r/r do 81,3 mln PLN, co przetożyło się na uzyskanie 17,5 mln PLN przychodów. Był to jedyny segment, który w 4Q'17 poprawił marżę brutto na sprzedaży (+5,0 pkt. proc.). Przy stabilnych kosztach SG&A (+6,6% r/r), skutkowało to mocną poprawą EBITDA i EBIT.

## Podsumowanie konferencji po wynikach

Poza wynikami rocznymi, Benefit Systems ogłosił dziś plany emisji do 184 tys. akcji z prawem pierwszeństwa dla dotychczasowych akcjonariuszy oraz zamiar sprzedaży do 100 tys. akcji własnych. Spółka chce pozyskać do 350 mln PLN środków, które mają wspomóc rozwój zagraniczny szczególnie w obszarze rozbudowy sieci klubów fitness, przy utrzymaniu bezpiecznego poziomu zadłużenia. Zarząd zapowiada, iż w 2018 r. uruchomiony zostanie kolejny kraj (na Bałkanach), a w połowie 2018 r. rozpocznie się sprzedaż kart w Chorwacji. Planem jest osiągnięcie szybszego tempa wzrostu liczby kart niż w 2017 r. (+70,3 tys. użytkowników), co ma zrównoważyć stopniowe wytlaszczanie się dynamiki notowanej w Polsce (+121,4 tys. w 2017 r, możliwe ok. +100 tys. w 2018 r.). W celu przyspieszenia tempa rozwoju i zabezpieczenia rynku przed konkurencją Benefit Systems zamierza zarówno przejmować kluby fitness, jak i zwiększyć skalę otwarć w już posiadanych sieciach (zarówno w Polsce, jak i poza krajem). W średnim terminie mniej rozwinięta infrastruktura na rynkach zagranicznych byłaby istotną barierą rozwoju dla kart MultiSport. W 2018 r. planowane jest otwarcie do 10 klubów fitness na rynkach zagranicznych. Zarząd wyklucza przy tym jeden, duży deal (rynek Rumunii), chce natomiast bardziej zdywersyfikować rozwój zagraniczny w kolejnych latach. W efekcie, w perspektywie 5-7 lat segment zagranica ma być porównywalny w wynikach do Polski.

Plany emisji akcji w celu przyspieszenia tempa ekspansji

Rozwój zagraniczny oparty o budowę infrastruktury klubów fitness

Uważamy, iż pomysł emisji jest nieco zaskakujący biorąc pod uwagę niski poziom zadłużenia (dług netto/EBITDA =1,06x na koniec 2017 r.) i generowany przez Spółkę cash flow operacyjny. Zarząd poinformował również, iż nie ma obecnie w bardzo dużego pipeline oczekujących przejęć/otwarć zagranicznych. Być może jednym z aspektów jest chęć zdywersyfikowania akcjonariatu, gdyż emisja ma być nakierowana na inwestorów zagranicznych, dla których obecna płynność obrotu akcji jest zbyt niska.

Podtrzymujemy umiarkowanie pozytywną opinię o Benefit Systems. Spółka posiada ciągle duży potencjał do wzrostu biznesu w Polsce, co będzie głównym generatorem wyniku w najbliższych latach. Równocześnie budowana jest baza (segment fitness, zagranica) do kontynuacji szybkiego, długoterminowego wzrostu w dłuższej perspektywie.

Pozytywnie oceniamy długoterminowe perspektywy Benefit Systems



| Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego | Telefon:     | Adres e-mail:  |
|-------------------------------------|--------------|--|
| Michał Krajczewski, CFA             | 22 507 52 91 | <a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a> |
| Adam Aniol                          | 22 507 52 93 | <a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>               |
| Adam Maćkowiak                      | 22 507 52 94 | <a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>         |
| Szymon Nowak                        | 22 507 52 92 | <a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>             |

| Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego | Telefon:     | Adres e-mail:  |
|------------------------------------|--------------|--|
| Damian Zemlik                      | 22 507 52 72 | <a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>       |
| Marcin Rżany                       | 22 507 52 73 | <a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>         |
| Grzegorz Leszek                    | 22 566 97 07 | <a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>   |
| Monika Dudek                       | 22 566 97 05 | <a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>         |
| Artur Sulejewski                   | 22 566 97 04 | <a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a> |
| Sławomir Orzechowski               | 22 566 97 06 | <a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>       |

| Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego | Telefon:     | Adres e-mail:  |
|--------------------------------------|--------------|--|
| Marek Jaczewski                      | 22 329 43 53 | <a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a> |

#### 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 księgowa) - 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



#### Nota prawna

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 jakąkolwiek 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 (-10%; + 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 odnośnienie 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Michał Krajczewski**  
nr ewidencyjny: **KW/2018/03/22/BFT/01**  
Data sporządzenia: **2018-03-22**